

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique et conformité
Groupe Crédit Agricole

Compte d'instruments financiers – Tarification – Information du client – Délai de prévenance (non).

Cass. com., 6 juillet 2010, n° 09-70 544.

Les dispositions de l'article L. 312-1, 1 du Code monétaire et financier relatif aux formalisme et délais liés à la modification des conditions tarifaires d'un compte de dépôt ne concernent pas le compte d'instruments financiers.

Cet arrêt, fort simple quant à son dispositif, permet de préciser la nature particulière du compte d'instruments financiers. Un client, titulaire d'un compte d'instruments financiers, conteste les droits de garde qu'il doit supporter alors qu'il en était dispensé à l'origine. Le client fonde sa réclamation sur les dispositions de la loi dite Murcef (codifiées à l'article L. 312-1-1 alinéa 6 du Code monétaire et financier – Comofi) qui obligent un établissement bancaire à prévenir son client au moins trois mois avant de mettre en application la modification tarifaire envisagée. L'absence de contestation par le client dans un délai de deux mois après cette communication vaut alors acceptation du nouveau tarif. Au cas présent, le client n'avait pas été directement informé de la modification des tarifaires ce qui n'ouvrait pas le délai de deux mois au bénéfice de la banque. La Cour de cassation constate fort justement que la procédure de modification tarifaire ne s'applique qu'aux seuls comptes de dépôt. En conséquence, ce délai n'est pas susceptible de s'appliquer aux comptes d'instruments financiers. Dès lors, la demande du client est naturellement rejetée.

Cette décision, récemment commentée¹, permet de faire un point rapide sur la nature du compte d'instruments financiers. Comme le souligne Thierry Bonneau², la nature du compte d'instruments financiers diffère de celle du compte de dépôts qualifié de compte courant. Si ce dernier enregistre des remises qui disparaissent pour fusionner dans un solde unique qui constituera à la clôture du compte une créance exigible entre les parties, mécanisme à l'origine de la qualification de compte courant, il n'en est rien du compte d'instruments finan-

ciers. Certes, ce dernier enregistre les diverses opérations successives du client mais aucune d'elle ne disparaît pour fusionner dans un compte unique. Le mécanisme du compte courant ne pourrait être retenu qu'au niveau des seules lignes constitutives des opérations réalisées par le client sur une valeur. C'est la nature particulière des instruments financiers inscrits en compte au niveau de chaque ligne, à savoir leur fongibilité, dans le seul cas de titres d'une même émission, qui pourrait être à l'origine, non pas d'un compte courant, mais d'une « ligne courante ». Mais cette éventuelle agrégation de lignes fongibles à leur seul niveau ne justifie pas pour autant la qualification de compte courant du compte d'instruments financiers. Cette assimilation serait trop hâtive car elle oublierait la nature essentielle du compte d'instruments financiers, celle propre à l'inscription d'un droit dans le patrimoine du client. Alors que la monnaie rend le client titulaire d'une créance sur la banque qui reçoit ses espèces, le compte d'instruments financiers a pour objet d'inscrire en compte les instruments financiers détenus par le client. C'est si vrai que la qualification de dépôt irrégulier n'est pas retenue en présence d'instruments financiers inscrits en compte au profit d'une stricte interprétation des textes en faveur de la qualification de dépôt³.

La qualification de compte courant qui constitue l'essence de la définition du compte de dépôts n'est pas applicable à la convention de compte titres. Le compte d'instruments financiers est bien hors du champ des dispositions de l'article L. 312-1-1 du Comofi et ses textes subséquents. Dès lors, la position de la Cour de cassation doit être approuvée. Toutefois, cette décision suscite un malaise car elle est contraire à l'esprit du dispositif à savoir la bonne information du client et sa bonne compréhension quant aux modifications apportées à travers le délai de deux mois dont il bénéficie. L'on notera à ce sujet que certains établissements bancaires prévoient dans leur convention de compte d'instruments financiers un délai de deux mois accordé au client pour manifester son accord ou son opposition à la modification apportée par l'établissement. Cette disposition insérée volontairement et par symétrie avec celle de l'article L. 312-1-1 du Comofi doit être encouragée car conforme à l'esprit d'un texte protecteur des clients.



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué général adjoint
Amafi



JEAN-PIERRE BORNET
BPCE

1. Cass. com. 6 juillet 2010. note X. Delpech, D. 2010 n° 29, 2 septembre 2010, p. 1861.

2. Th. Bonneau : « À propos de prétendus comptes courants » in « Mélanges Guyon », Dalloz, 2003.

3. Cass. com. 10 mai 2010 : cf. cette chronique, Banque & Droit n° 132.

Contrat d'assurances vie en unités de compte – Convention de compte-titres – Investissement à risque – Obligations d'information, de conseil et de mise en garde de l'intermédiaire professionnel – Degré de précision.

- Cass. com. 6 juillet 2010 n° 09-13 465 ;
- Cass. com. 13 juillet 2010, n° 09-69 638.

• L'appréciation de l'obligation de conseil lors de la souscription du contrat doit être faite en fonction des connaissances du cocontractant et de ses capacités à comprendre l'étendue de ses engagements. La note d'information sur les différents instruments financiers proposée dans le cadre d'une assurance vie qui précise que les supports en unité de compte suivent les variations à la hausse comme à la baisse des cours des actifs qui leur sont associés, que l'un des supports peut être investi sur les marchés à terme fermes et conditionnels et sur les marchés de gré à gré et que le degré minimum d'exposition au risque actions sur le premier support est égal à 80 %, et celui sur l'autre support à 60 %, fait clairement apparaître la nature boursière du placement nécessairement soumis aux aléas du marché, de sorte que les clients ont été informés de la perte possible en capital et que la compagnie d'assurances n'a pas commis de faute (1^{re} espèce).

• Le prestataire de services d'investissement est tenu, dès l'origine des relations contractuelles et quelle que soit la nature de celles-ci, de mettre en garde son client contre les risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où ce dernier en a connaissance. La banque qui, lors de l'ouverture du compte de titres, remet un document qui se contente d'indiquer que le titulaire gère son portefeuille sous son entière responsabilité, que son attention est particulièrement attirée sur les risques liés au caractère spéculatif de certains marchés et que, s'agissant des ordres passés par Internet, et une convention qui se limite à indiquer que le client s'engage, avant de passer ses ordres, à prendre connaissance de l'information relative aux opérations qu'il souhaite effectuer et accepte le niveau de risques propre à ce type d'opération, ne démontre pas avoir mis en garde le client contre les risques encourus dans les opérations spéculatives envisagées, ni que celui-ci avait une connaissance de ces risques l'en dispensant (2^{de} espèce).

Voilà deux arrêts sans surprise pour la solution juridique qu'ils appliquent, qui relève de l'obligation précontractuelle d'information développée prétoriquement par la jurisprudence depuis longtemps et rattachée à l'article 1147 du Code civil, ce qui explique qu'ils n'aient pas les honneurs du Bulletin et aient été rendus par une formation restreinte. Ils n'en sont pas moins intéressants par les faits qu'ils apprécient, d'autant qu'ils le font de manière apparemment contradictoire.

■ Dans la première affaire, des personnes avaient souscrit un contrat d'assurances vie en unités de compte, c'est-à-dire investi dans des produits financiers, par différence avec les contrats libellés en unités monétaires, investis en euros. Le contrat prévoyait que les sommes remises par les clients étaient réparties en deux tranches : la première était investie en totalité dans une Sicav intervenant sur les marchés à terme fermes et conditionnels et

les marchés de gré à gré ; la seconde était, semble-t-il, en grande partie investie directement dans des actions. Des pertes ayant été constatées à la suite de l'effondrement des marchés en 2002, les clients ont reproché à la compagnie d'assurances d'avoir manqué à ses obligations d'information, de conseil et de mise en garde, car ils n'auraient pas « été clairement informés, s'agissant des caractéristiques les moins favorables et des risques inhérents aux options choisies, d'une possibilité de perte en capital », et ont invoqué la violation de l'art. 1147 du Code civil et des obligations précontractuelles d'information, de conseil et d'alerte. La Cour de cassation a rejeté le pourvoi, estimant que la cour d'appel avait légalement justifié sa décision par les constatations suivantes : les intéressés avaient reçu une note d'information qui précisait qu'il s'agissait d'un contrat d'assurances vie multi-support, que les supports en unités de compte suivaient les variations à la hausse comme à la baisse des cours des actifs qui leur étaient associés, que le premier support prévoyait expressément une intervention sur les marchés à terme ferme et conditionnels et sur les marchés de gré à gré, que le minimum d'exposition au risque actions était de 80 %, que le second support prévoyait un degré minimum d'exposition au risque actions de 60 %. La cour régulatrice en conclut « qu'ainsi les documents publicitaires font clairement apparaître la nature boursière du placement nécessairement soumis aux aléas du marché » et que les clients avaient donc « été informés de la perte possible en capital ».

■ Dans la seconde affaire, une personne avait ouvert un compte-titres et réalisé, via Internet, des opérations d'achat et de vente de titres avec le service de règlement différé. Après avoir subi des pertes, elle s'est plainte de ce que la banque n'aurait respecté ni son obligation générale d'information, ni son obligation de mise en garde, ni exigé la constitution préalable de la couverture. La cour d'appel a écarté la responsabilité de l'établissement en constatant que les documents remis au client au moment de l'ouverture du compte rappelaient « de façon claire les dangers des placements boursiers », qu'ils indiquaient que celui-ci gérait son portefeuille sous son entière responsabilité, que son attention était attirée sur les risques liés au caractère spéculatif de certains marchés et que s'agissant des ordres passés sur Internet, la convention précisait que le client s'engageait, avant de passer ses ordres, à prendre connaissance de l'information relative aux opérations qu'il souhaitait effectuer et qu'il acceptait le niveau de risques propres à ce type d'opération. La cour a également relevé que le client ne précisait pas en quoi les informations données auraient été insuffisantes ou inadaptées et que « sa profession d'institutrice lui permettait de lire et d'apprécier les termes de "spéculatif" et de "risque" ». La cour régulatrice casse la décision pour manque de base légale, parce que les motifs retenus par les juges du fond n'étaient pas propres à justifier la solution retenue :

« En se déterminant ainsi, par des motifs desquels il ne résulte ni que la Caisse avait, lors de l'ouverture du compte de titres, mis en garde Mme B. contre les risques encourus dans les opérations spéculatives envisagées, ni que cette dernière avait d'ores et déjà une connaissance de ces risques dispensant la Caisse de cette obligation, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision ».

Où est la différence entre les deux arrêts? Elle semble ténue s'agissant des faits. Dans le premier, la Cour retient que les documents publicitaires faisaient « clairement apparaître la nature boursière du placement nécessairement soumis aux aléas du marché » et avaient « ainsi fait ressortir que M. et Mme L. avaient été informés de la perte possible en capital », pour la raison, semble-t-il, que ces documents prenaient soin de préciser que l'investissement pouvait varier « à la hausse comme à la baisse » en fonction du « cours des actifs qui leur sont associés » et que « le degré minimum d'exposition aux risques actions » était égal à au moins 80 % pour l'un des supports et à 60 % pour l'autre. En revanche, dans le second arrêt, la Cour relève que les documents remis attiraient simplement l'attention du client « sur les risques liés au caractère spéculatif de certains marchés » et l'invitaient uniquement, lors de la passation des ordres par Internet, « à prendre connaissance de l'information relative aux opérations qu'il souhaite effectuer ». À s'en tenir aux constatations retenues par la Cour de cassation dans les deux cas, la différence vient des mots employés par les documents d'information remis par l'entreprise au client : dans la seconde affaire, jamais n'est clairement évoqué le risque de perte en capital, ce qui était au contraire le cas dans le premier.

La Cour de cassation prend donc soin de contrôler le degré de précision de l'information qui est donnée par le professionnel, mais n'exige pas que le client soit pris par la main. Il suffit qu'il ait pu comprendre, à simple lecture des informations reçues, que le placement était de nature boursière, ce dont il doit ensuite déduire tout seul qu'il est soumis aux aléas du marché et qu'une perte en capital est donc possible. C'est ce qui n'était jamais dit dans les documents remis dans la seconde affaire. L'expression magique semble donc devoir être « risque de perte en capital ». Tel est du moins l'interprétation que l'on croit pouvoir faire du rapprochement de ces deux décisions. Être plus exigeant serait en effet prendre le client pour un incapable, ce qui ne saurait être, sauf à rendre les choses impossibles pour les professionnels et sauf, pour le client, à démontrer qu'il était, par exception au plus grand nombre, inapte à comprendre ce qu'un investissement boursier fait naître comme risque.

Pourrait-il également y avoir une différence de fondement juridique entre les deux décisions? La première concerne un contrat d'assurances vie en unités de compte proposé par une entreprise d'assurances, la seconde un compte-titres ouvert par un prestataire de services d'investissement (PSI). On sait qu'aujourd'hui les exigences d'information ne sont pas identiques dans les textes spéciaux. Si, qu'il s'agisse des entreprises d'assurances ou des PSI, la même obligation générale se retrouve (« Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel [publicitaire], adressées par un prestataire de services d'investissement [relatives à un contrat d'assurance individuelle comportant des valeurs de rachat, à un contrat de capitalisation ou à un contrat d'assurance de groupe sur la vie comportant des valeurs de rachat ou de transfert] présentent un contenu exact, clair et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel [publicitaire] sont clairement identifiables en tant que telles »), les textes relatifs aux prestataires vont plus loin et exige qu'ils « communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur

permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instruments financiers proposés ainsi que les risques y afférent, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause », ce que ne prévoit pas le Code des assurances. Pour les prestataires, il s'agit de l'article L. 533-12 du Comofi, pour les entreprises d'assurances de l'article L. 132-27 du Code des assurances.

Qu'est-ce qui peut expliquer cette différence? Peut-être le fait que dans l'assurance vie, l'objectif est normalement de se garantir contre un risque de décès ou de survie⁴. Mais n'est-ce pas passer à côté d'une partie de la réalité dans la mesure où nombre de contrats d'assurances vie sont souscrits, non pour s'assurer, mais pour procéder à un investissement financier? S'agissant de la commercialisation des produits financiers, la convergence, certes entamée, entre les textes relatifs aux entreprises d'assurances et ceux relatifs aux PSI est encore imparfaite et devrait être prolongée par alignement de l'assurance sur la finance.

Mais, dans les deux affaires jugées par la Cour de cassation, cette dernière ne s'appuie pas sur les textes spéciaux du Comofi et du Code des assurances, qui n'étaient pas invoqués et d'ailleurs n'existaient pas dans leur état actuel, mais sur l'art. 1147 du Code civil et l'obligation prétorienne d'information, de conseil et d'alerte. Alors, cette obligation serait-elle moins exigeante en matière de contrat d'assurances vie? Rien ne permet de le penser si l'on retient que le rejet du pourvoi, dans le premier cas, est fondé sur la constatation que la compagnie d'assurances avait bien attiré l'attention du souscripteur sur la nature boursière du placement et sur le risque de perte en capital, ce qui n'apparaissait pas dans la seconde affaire, où les termes employés par les documents du prestataire restaient elliptiques. Surtout, dans la seconde affaire, dans l'un des documents contractuels est simplement précisé que « l'attention du titulaire [du compte] est en particulier attirée sur les risques liés au caractère spéculatif de certains marchés », ce qui était doublement insuffisant :

- en soi, parce que la mention générale du caractère spéculatif de certains marchés n'est pas suffisante pour dire qu'il existe un risque de perte en capital ;
- ensuite, parce qu'il ne suffit pas d'affirmer que l'attention du client a été attirée, il faut encore le prouver, cette preuve étant à la charge du prestataire, ce que seuls des mots clairs peuvent démontrer.

Autrement dit, il ne faut pas jouer au chat et à la souris, ni faire dans la litote ou l'euphémisme ; il faut dire les choses telles qu'elles sont, c'est-à-dire que les investissements du client sont soumis aux aléas du marché boursier et lui font courir un risque en capital. Toute formule est bienvenue pourvu qu'elle soit claire, qu'il s'agisse de l'équivalent de l'expression utilisée par les Anglo-Saxons (« Warning : your investment may go up as well as down ») ou de celle que l'on pourrait tirer de la distinction qui se répand en France, entre les produits à capital garanti et ceux à capital non garanti.

4. P.-G. Marly, « Banque, Finance, Assurance, quelles convergences? » : Bull. Joly Bourse 2009, p. 356.

OPCVM – Souscription – Mandat donné par le client – Responsabilité de l'établissement commercialisateur (non).

CA Paris, 24 juin 2010.

Un client insatisfait des modalités de la garantie dont il bénéficiait en tant que souscripteur d'un OPCVM n'est pas fondé à se retourner contre l'établissement financier auprès duquel il avait souscrit les parts dudit OPCVM.

Le dossier examiné par la cour d'appel de Paris est symptomatique des difficultés de compréhension des clients souscrivant des parts d'OPCVM. L'opération d'épargne en elle-même paraît simple : la souscription d'un produit financier auprès d'un établissement bancaire que ce soit à un guichet de l'établissement ou encore au moyen du site Internet mis à la disposition des clients par la banque. Pour le client, ce produit financier se confond avec la banque. Au même titre que l'argent qu'il dépose le rend créancier de la banque, il considère que la souscription de produits financiers le rend titulaire d'une action contre la banque quels que soient ses motifs de mécontentement. Or, les produits financiers ne sont pas des produits au sens manufacturier et industriel du terme. Il s'agit d'instruments financiers dont le client devient propriétaire et donc actionnaire ou copropriétaire. Cette situation que le client ne perçoit pas toujours dans toutes ses composantes le met en contact avec le gérant de ces produits, situation que les clients ignorent le plus souvent. Il est vrai que le législateur lui-même en acceptant en 1979 la constitution des fonds commun de placement qualifié de copropriété ou l'épargnant, à la différence de l'actionnaire de sicav convié à des assemblées générales, ne peut jamais intervenir dans la gestion a accentué ce phénomène. La seule possibilité offerte à un épargnant copropriétaire mécontent de la gestion de « sa copropriété » est de s'en échapper en demandant le rachat de ses parts.

Au cas présent, un client souscripteur des parts d'un fonds commun de placement, contestait les modalités d'application de la clause de garantie du capital investi dont il bénéficiait. Cette garantie était accordée par le gérant aux porteurs du fonds qu'il gérait et figurait dans les documents d'information établis lors de la commercialisation du fonds. Or, le client, débouté par la cour d'appel de Paris, avait actionné la banque commercialisatrice des parts, par ailleurs société mère de la société de gestion.

Au-delà des faits propres à cette espèce qui ne sont pas du ressort de notre chronique, l'on s'attardera sur la qualification de la relation juridique née lors de la commercialisation des produits financiers. Cette relation est qualifiée comme ressortant de la réception-transmission d'ordres. Le client donne un mandat à la banque commercialisatrice pour que cette dernière transmette au gérant et dépositaire du fonds (ou de la Sicav) sa souscription. C'est à partir de cette conception que la jurisprudence a bâti sa construction protectrice des intérêts du client lors de la commercialisation, jurisprudence assise sur l'obligation d'information, de mise en garde, de renseignement, voire de conseil. Ce service d'investissement peut parfois être complété des diligences propres à la réalisation du

service de conseil en investissement. Mais la responsabilité de l'établissement commercialisateur s'arrête là. Les incompréhensions ou litiges nés ensuite ne concernent plus le distributeur de produit financier. Cette situation peut toutefois apparaître étrange à la clientèle qui n'a pas conscience d'être actionnaire ou copropriétaire et qui reçoit la documentation du gérant le plus souvent par l'intermédiaire de la banque commercialisatrice auprès de laquelle il lui est toujours conseillé de s'adresser pour avoir plus de précision. C'est pourquoi les arguments du client, certes non pertinents d'un strict point de vue juridique, méritent d'être analysés.

Le client considérait que la banque distributrice avait conclu avec lui un mandat d'intérêt commun dont les effets se poursuivaient après la souscription. En conséquence, c'était à la banque distributrice de faire le nécessaire auprès du gérant pour représenter le client et porter ainsi sa contestation au titre du prétendu mandat d'intérêt commun qui aurait lié le client à son distributeur. Ce à quoi la cour d'appel répond en constatant que la banque, lors de la vie du produit, reçoit un mandat du gérant pour le représenter auprès de ses clients.

Cette analyse souligne les ambiguïtés de la position des banquiers commercialisateurs qui, en leur qualité de collecteurs d'ordres, sont à la fois récepteur-transmetteurs d'ordres de leurs clients et teneurs de comptes conservateurs des avoirs de leurs clients. En conséquence de ce deuxième service, ils sont responsables de la transmission des informations diffusées par les émetteurs des titres souscrits ou acquis par les clients dont ils tiennent les comptes représentatifs de leurs instruments financiers.

Si cette construction apparaît claire s'agissant des instruments financiers émis par des sociétés émettrices, elle l'est moins pour les instruments financiers entrant dans la catégorie des organismes de placement collectif comme en témoigne ce litige. Plus qu'un mandat de réception et de transmission d'ordres, ne pourrait-on pas considérer que le banquier commercialisateur d'OPCVM exerce son activité au titre d'un mandat reçu par le gérant de l'OPCVM dans le cadre du service d'investissement de placement? Cette conception contribuerait à justifier les commissions que le gérant verse au distributeur au titre des encours qu'il gère et qui lui ont été « apportés » par le distributeur, commissions dont le distributeur doit faire mention au client souscripteur (RG AMF, art. 314-76). Il serait intéressant de connaître la position de la Cour de cassation sur ce problème de qualification d'une importante activité des établissements bancaires. La réflexion sur les relations entre les établissements distributeurs et les gérants d'OPCVM pourrait ainsi s'enrichir au-delà des récents textes encadrant l'activité de distribution⁵.

5. Ordonnance du 5 décembre 2008 prise en application de la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie - décret du 11 janvier 2010. Banque & Droit n° 130, p. 57, F. Bussièrès : Chronique Gestion collective.

Courtier en ligne – Ordre de bourse – Insuffisance de couverture (oui) – Système automatisé de vérification (non) – Manquement susceptible d'engager sa responsabilité (oui).

Cass. com. 13 juillet 2010, n° 09-68856.

Manque à ses obligations et engage sa responsabilité, le courtier en ligne qui n'a pas mis en place un moyen technique de blocage sécurisé des ordres pour empêcher qu'un ordre de bourse ne soit transmis deux fois.

Les faits sont simples. Le client d'un courtier en ligne a acheté des *warrants* pour lequel il émet deux jours plus tard un ordre de vente à cours limité. Cet ordre n'est pas immédiatement exécuté, une partie des titres étant vendue seulement quatre jours plus tard, et le solde (soit le quart des titres) seulement le jour suivant. Probablement parce qu'il pensait que son ordre s'était perdu dans les méandres d'Internet, le client émet le jour même où la première vente a lieu, un nouvel ordre de vente de ces mêmes *warrants*. Cet ordre est lui aussi exécuté, matérialisant en conséquence une position à découvert qu'en l'absence de couverture, le courtier solde par l'émission d'un ordre d'achat portant sur la même quantité que celle vendue. Le client se voit alors réclamer le montant correspondant à cet achat. Le solde débiteur perdurant pendant plus de deux ans, les titres figurant au compte du client sont vendus d'office par le courtier en ligne, sans pour autant couvrir l'intégralité du découvert.

La Cour de cassation casse l'arrêt d'appel pour ne pas avoir recherché si le courtier en ligne « n'avait pas manqué à ses obligations en omettant de mettre en place un moyen technique de blocage sécurisé des ordres pour empêcher une double vente irrégulière ».

Au vu des faits, la solution ne fait guère de doute : la réglementation alors en vigueur imposait en effet aux courtiers en ligne qui tiennent le compte de leurs clients de disposer d'un système automatisé de vérification du compte qui, en cas d'insuffisance des provisions et des couvertures, devait assurer le blocage de l'entrée de l'ordre tout en avisant le client, « à la lecture de l'écran », des raisons du blocage et en l'appelant à régulariser sa situation⁶. À l'évidence, ces systèmes d'alerte doivent avoir été déficients car sinon le client n'aurait pu passer un second ordre de vente sans que, du fait de l'absence de couverture, cet ordre ne soit bloqué.

On signalera que ces dispositions, particulières à l'exécution d'ordres transmis par Internet, ont aujourd'hui disparu du Règlement général de l'AMF, harmonisation européenne résultant de la directive MIF oblige. Cela ne signifie pas pour autant que les obligations qui en découlent – et qu'il faut aussi replacer dans la perspective de l'époque avec le fort développement d'Internet en général, et des services de bourse en ligne en particulier – ont également disparu. D'ailleurs, la décision de la Cour de cassation est aussi rendue au visa de l'article 1147 du Code

civil comme elle en a désormais l'habitude, et des dispositions codifiées dans l'article L. 533-4 du Comofi qui prévoient que le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, ainsi que de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de son activité de manière à promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché. Or, on sait que non seulement ce dispositif subsiste, mais qu'en outre il a été notablement renforcé par la directive MIF, au travers des articles L. 533-11 et suivant du Comofi.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Réforme financière – Ventes à découvert – CDS – Proposition de règlement européen.

Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, COM(2010) 482, 15 septembre 2010.

La Commission européenne vient de publier une proposition de règlement encadrant les ventes à découvert et l'utilisation de CDS autrement que pour couvrir une position longue. Cette proposition, qui doit entrer en vigueur le 1^{er} juillet 2012, accroît les exigences de transparence (reporting au régulateur et publication au marché), tout en dotant la nouvelle autorité européenne des marchés financiers de compétences élargies en ce domaine.

Voilà un sujet dont on a beaucoup parlé depuis le début de la crise financière et qui a suscité une forte attention de l'opinion publique et des gouvernements, attention portée à son comble avec la crise grecque et la mise en accusation des CDS, comme instrument de déstabilisation du marché des emprunts souverains, et donc de la capacité des États à financer leurs déficits. C'est dans ce contexte que la Commission européenne vient de présenter une proposition de règlement européen dont l'objet est d'encadrer précisément l'utilisation des mécanismes de ventes à découvert portant sur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé, leurs dérivés, qu'ils soient ou non cotés, et tous les titres de créances émis par un État membre ou l'Union européenne elle-même. Sans entrer dans le détail d'un projet qui doit maintenant faire l'objet d'un trilogue Commission – Conseil – Parlement, et qui est à cette occasion susceptible de connaître des évolutions sensibles, il est sans doute utile d'en souligner quelques aspects qui paraissent plus particulièrement importants.

Instrument juridique

Il s'agit d'un règlement et non d'une directive qui, en tant que tel, est d'application directe dans les différents droits des États membres. Le choix de cet instrument paraît tout à fait souhaitable dans un domaine où, réaliser une harmonisation aussi parfaite que possible, est particulièrement indispensable. Faut-il rappeler que l'at-

6. Voir l'article 10 de la décision n° 99-07 du Conseil des marchés financiers relative aux prescriptions et recommandations pour les prestataires de services d'investissement offrant un service de réception-transmission ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres via Internet.

tention portée à cette question depuis trois ans maintenant s'est traduite par l'adoption de mesures qui, au plan européen, ont eu la regrettable caractéristique de rester sensiblement différentes au niveau de chaque pays⁷ ? Il n'en reste pas moins que le règlement oblige à être particulièrement attentif à sa bonne articulation avec les droits nationaux avec lesquels il interagit. Le texte est prévu pour s'appliquer à partir du 1^{er} juillet 2012.

Notion de position à découvert

Le texte définit ce qu'il faut entendre par position à découvert (*short position*). L'objectif étant de résoudre les problématiques nées de l'utilisation des CDS, cette notion inclut non seulement la vente à découvert *stricto sensu*, c'est-à-dire celle qui est initiée sans que l'instrument ne soit préalablement détenu par le vendeur, mais aussi les opérations dont l'effet ou l'un des effets est de procurer un avantage financier en cas de baisse de la valeur d'un titre de capital ou de créance.

Est par ailleurs créée, s'agissant des emprunts souverains, une notion de position en CDS non couverte : elle concerne les situations dans lesquelles la position est prise pour des raisons autres que de couverture, c'est-à-dire celles où l'intervenant ne détient pas de la dette, soit de l'émetteur souverain concerné, soit d'un émetteur ayant une « haute corrélation » avec la dette de l'émetteur souverain concerné.

Reporting et publication

Une notification à l'autorité compétente des positions nettes à découvert sur chaque instrument est prévue dès que celle-ci dépasse 0,2 %, et ensuite pour tous les 0,1 % supplémentaires. Des règles particulières qui devront être précisées au niveau 2 par la Commission européenne, s'appliquent toutefois en ce qui concerne les positions sur dette souveraine, y compris par voie de CDS. Une publication à l'intention du marché est également prévue dès que la position nette dépasse 0,5 %, et ensuite tous les 0,1 % supplémentaires. Par ailleurs, les marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation sont tenus, d'une part, de mettre en place des procédures permettant d'identifier les ordres à découvert, d'autre part, de publier au moins quotidiennement le volume représenté par ces ordres.

Sur cette obligation d'identification, qui nécessitera probablement des développements techniques importants, deux remarques peuvent être formulées. La première est qu'astreindre les marchés organisés à une telle obligation paraît d'un intérêt limité dans une architecture d'ensemble qui, ayant eu pour objet d'intensifier la concurrence, non seulement entre marchés réglementés et SMN, mais aussi avec l'OTC, se caractérise désormais par une part très forte des transactions exécutées selon cette dernière voie. La seconde remarque est que le mécanisme juridique utilisé paraît bien faible : il s'agit en effet d'une obligation qui pèse sur les marchés, alors que seul l'émetteur

de l'ordre, l'investisseur final, est en mesure de savoir si l'ordre qu'il émet est à découvert ou non et que l'obligation ne pourra donc l'atteindre que retransmise contractuellement par les différents intervenants de la chaîne qui le lie au marché...

On relèvera par ailleurs que ces obligations de reporting et de publicité s'appliquent également aux personnes situées en dehors de l'UE. Toutefois, aucune sanction n'étant attachée à cette prescription, les conditions dans lesquelles son respect sera effectivement assuré demanderaient à être précisées.

Vente à découvert à nu

Un principe d'interdiction des ventes à découvert à nu est posé, celles-ci étant définies comme toutes les situations où avant de procéder à la vente l'investisseur qui ne détient pas les titres ne les a pas préalablement empruntés ou n'a pas conclu un accord à cet effet.

Procédures de rachat

Le projet prévoit également des dispositions en matière de procédures de rachat. Mises en œuvre par les chambres de compensation, les procédures de rachat permettent à celles-ci, en cas de défaut de livraison constaté au-delà d'une certaine période, de racheter les titres auprès d'une autre contrepartie (d'où leur nom), voire de substituer une indemnisation espèces en cas d'impossibilité de racheter les titres. Le coût de ces procédures, y compris les éventuelles pénalités qu'elles déclenchent, est bien sûr supporté par la contrepartie défaillante. Dans ce contexte, le sujet des procédures de rachat est étroitement lié à celui de la vente à découvert, et plus particulièrement à celui de la vente à découvert à nu, caractérisée non pas comme a choisi de le faire la Commission européenne, mais comme rassemblant toutes les situations où le vendeur n'a aucune intention de respecter son engagement de livraison, escomptant que le surcoût lié à son défaut sera moins important que le gain attendu de l'opération⁸. C'est en effet la fixation de pénalités dissuasives en cas de défaut de livraison qui est le plus susceptible d'empêcher les dysfonctionnements qui ont été sous les feux des projecteurs ces derniers mois.

En la matière, il est donc curieux de constater un manque d'ambition flagrant, le projet se contentant d'énoncer quelques grands principes, certes utiles, mais qui nécessiteraient d'être précisée beaucoup plus amplement alors que ce travail est en fait laissé à l'appréciation de chaque État membre.

Mesures exceptionnelles

Une large autonomie est laissée à chaque État membre pour durcir le dispositif en cas de situation exceptionnelle. Cette autonomie, probablement politiquement indispensable compte tenu des questions de souveraineté

7. En la matière, on se référera à l'étude qu'actualise périodiquement CESR sur cette question depuis septembre 2008 : « Measures adopted by CESR Members on short selling – Updated », CESR/08-7421, 1 September 2010.

8. Sur cet aspect et la jurisprudence mise en place par la Commission des sanctions de l'AMF : AMF, Com. des sanctions, 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et autres, cette chronique, *Banque & Droit* n° 122, novembre-décembre 2008, p. 25 ; AMF, Com. des sanctions, 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV, cette chronique, *Banque & Droit* n° 125, mai-juin 2009, p. 29. V. également CE, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 28 décembre 2009, n° 305621, Refco Securities, *Banque & Droit* n° 131, mai-juin 2010, p. 48.

qui s'y attachent, est toutefois encadrée de manière assez précise. Tout d'abord quand aux situations qui justifient de telles mesures, caractérisées par la nécessité pour un État de répondre à une menace sur la stabilité financière ou la confiance des investisseurs. Ensuite, quand à leur durée qui ne peut excéder trois mois, mais renouvelable sans limitation.

Rôles de l'European Securities and Markets Authority

Esma se voit doter de compétences assez larges, tant pour coordonner les actions qui pourront être menées au niveau de chaque État membre, que de pouvoir propres dans les situations où, soit la stabilité financière de l'Union ou le bon fonctionnement de ses marchés sont menacés, soit une autorité compétente d'un État membre n'a pas pris les mesures suffisantes par rapport à la menace.

Opérations financières – Visa AMF – Procédure simplifiée (simple track) – Notes Amafi d'opération type – Émission d'Océane sans DPS – Émission d'actions sans maintien du DPS.

Communiqué AMF du 20 juillet 2010 - « Publication de deux nouvelles notes d'opération type, en partenariat avec l'Amafi, pour faciliter le lancement d'opérations financières des sociétés cotées ».

En accord avec l'AMF, l'Amafi a publié une note d'opération type relative aux émissions d'Océane sans DPS ainsi qu'une version actualisée de la note type portant sur les émissions d'actions avec maintien du DPS. L'utilisation de ces schémas standard permet aux émetteurs respectant certaines conditions de se placer sous le régime de la procédure simplifiée prévue par l'AMF dont les délais sont considérablement raccourcis.

En 2006, dans le cadre de sa démarche de Meilleure régulation, l'AMF avait examiné la possibilité de mettre en place des procédures de contrôle a priori des opérations financières des sociétés cotées permettant dans certains cas d'accélérer et de simplifier la délivrance du visa. Les travaux menés par la suite sur cette question au sein d'un groupe de travail de place⁹ ont, après une consultation publique lancée fin 2007, conduit à créer une procédure en ce sens¹⁰. Cette procédure dite « simple track », ouverte aux émetteurs ayant fait enregistrer trois documents de référence et étant à jour de leurs obligations d'information périodiques et permanentes, encadre l'instruction du dossier dans un délai de trois jours ouvrés après que l'AMF ait constaté la possibilité d'y recourir, cette décision devant être elle-même délivrée dans un délai de deux jours ouvrés.

Bien évidemment, ce raccourcissement considérable des délais d'instruction n'est possible que parce qu'étant conforme à un standard préaccepté, la documentation

soumise à l'AMF n'a pas besoin d'une revue exhaustive et approfondie par ses services. La mise en œuvre de cette procédure repose donc sur des notes d'opération type définies en concertation avec l'AMF. Ce travail de standardisation, mené par l'Association française des marchés financiers, a conduit le 12 mars 2008 à la publication, après approbation par l'AMF, d'une note d'opération type portant sur les émissions d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription. Le développement de la crise financière et la raréfaction des opérations financières qu'elle a entraînée n'ont toutefois pas permis que cette démarche soit immédiatement prolongée par la publication d'autres notes types. C'est donc le 20 juillet dernier qu'en concertation avec l'AMF, l'Amafi a publié une nouvelle note d'opération type relative aux émissions d'Océane sans DPS (Amafi / 10-42) ainsi qu'une version actualisée de la première note type portant sur les émissions d'actions avec maintien du DPS (Amafi / 10-41).

Si les cas d'utilisation de cette procédure simplifiée sont à ce jour très peu nombreux, il faut certes y voir les conséquences du tarissement des opérations financières provoqué par la crise, mais aussi sans doute la difficulté à pouvoir insérer une opération donnée dans un schéma préétabli. Ce constat ne saurait toutefois dénier tout intérêt à ces notes Amafi types : en pratique, en effet, même si l'ensemble du schéma n'est pas utilisable, sans éligibilité donc à la procédure simplifiée, il reste néanmoins possible d'utiliser un nombre plus ou moins grand des clauses qu'il contient, et donc de faciliter et d'accélérer sur ces points les discussions avec les services de l'AMF en charge de la délivrance du visa. Les prochains mois, avec l'augmentation probable du nombre des opérations financières, devraient permettre de confirmer cet aspect.

Opérations financières – Prix d'offre – Abus de marché – Sondage de marché.

AMF, Communiqué du 17 septembre 2010 - « L'Autorité des marchés financiers rappelle les règles applicables en matière de sondage de marché aux prestataires de service d'investissement ».

Les sondages de marché sont une pratique courante qui, dans le cadre de la préparation des opérations financières, permettent aux établissements qui conseillent un émetteur à cet effet de sonder des investisseurs pour vérifier que certains paramètres envisagés de l'opération, notamment en termes de prix, sont conformes aux attentes du marché. Bien évidemment, cette pratique, tout à fait indispensable pour assurer le succès de l'opération¹¹, n'est pas sans poser des questions au regard des règles destinées à prévenir les manquements d'initiés : dans la mesure où l'information transmise aurait un caractère privilégié, et même si les investisseurs sondés ne connaissent pas les détails exacts de l'opération en préparation, il est en effet possible qu'ils adaptent leurs comportements par rapport à cette connaissance. C'est pour cette raison que l'AMF a encadré cette pra-

9. « Procédure "simple track" », rapport d'un groupe de travail présidé par Bernard Field, membre du Collège de l'AMF, 18 décembre 2007.

10. Voir article 5 de l'instruction AMF n° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'opérations financières en cas d'offre au public d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé.

11. Qui est certes important en termes financiers, mais aussi en termes d'images et de capacité à réaliser ultérieurement de nouvelles opérations dans de bonnes conditions.

tique (RG AMF, art. 216-1). Tout d'abord, en exigeant de la part des PSI qui procèdent à de tels sondages de recueillir l'accord préalable des personnes qu'il est envisagé d'interroger et, à cette occasion, de les informer que leur accord les conduit à recevoir une information privilégiée au sens de l'article 621-1. Ensuite, en astreignant le prestataire à établir et garder opérationnelle « une procédure qui prévoit la manière dont le responsable de la conformité est informé du sondage et, à la suite dudit sondage, du nom des personnes ayant accepté d'être interrogées, ainsi que de la date et l'heure auxquelles elles ont été contactées ». Le présent communiqué de l'AMF rappelle donc ces règles, montrant l'attention que le régulateur de marché porte à cette pratique¹².

Au-delà de l'aspect très factuel du communiqué, il faut s'interroger sur le dispositif résultant du RG en ce qu'il semble déduire que l'accord d'un investisseur pour être sondé entraîne nécessairement la réception par lui d'une information privilégiée. On peut sérieusement douter d'un tel effet automatique : d'ailleurs, la Commission des sanctions lorsqu'elle examine une situation de cette nature s'attache toujours à qualifier le caractère privilégié de l'information transmise au sondé¹³. Cette solution est heureuse. Les investisseurs ayant naturellement, compte tenu des restrictions que cela entraîne sur leur capacité d'intervention, un faible appétit à devenir détenteur d'une information privilégiée, suivre le principe absolu affirmé par le RG se révélerait lourd de conséquences pour le maintien d'une pratique dont la très grande utilité n'est pas à démontrer. Mais s'il est indéniable que le RG devrait refléter cette réalité, il n'en reste pas moins qu'il appartient alors au sondeur de mesurer aussi précisément que possible la nature de l'information qu'il transmet pour faire en sorte qu'elle ne puisse être qualifiée de privilégiée et, si cela doit être le cas, assurer que le sondé en a une claire connaissance.

Informations privilégiées – Prestataires de services d'investissement – Obligation d'abstention – Opérations de couverture.

AMF, Communiqué du 6 juillet 2010 - « L'Autorité des marchés financiers rappelle les règles d'abstention applicables aux professionnels des marchés détenteurs d'informations privilégiées ».

Un communiqué du 6 juillet 2010 de l'AMF rappelle aux professionnels des marchés le périmètre de leur obligation d'abstention. Les pratiques contraires à cette obligation d'abstention se caractérisent de manière objective par la seule communication ou l'utilisation d'une information privilégiée sans considération de l'intention spéculative ou du profit éventuellement réalisé.

À cet égard, l'AMF rappelle aux opérateurs de marché réalisant des opérations de couverture au moyen d'instruments financiers à terme ou d'instruments de nature optionnelle que ces dispositions réglementaires leur sont pleinement applicables, dès lors que le titre sous-jacent à est lui-même admis aux négociations sur un marché entrant dans le champ de répression des abus de marché. S'agissant plus particulièrement des options, dans la mesure où la volatilité implicite est le paramètre clé qui détermine le prix de ces instruments, l'AMF considère qu'une opération (de couverture ou non) qui serait conclue sur l'évolution de ce paramètre s'apparente à une position prise sur l'instrument financier sous-jacent.

Ainsi, le fait pour un intervenant de mettre en place une exposition directionnelle sur la volatilité implicite d'une action par le biais de la construction d'une stratégie en delta neutre, alors qu'il est détenteur d'une information privilégiée sur l'instrument financier sous-jacent, est susceptible d'être considéré comme un manquement à l'obligation d'abstention.

Teneurs de compte conservateur – Protection des avoirs des clients – Commissaires aux comptes – Rapport spécial.

AMF, Communiqué du 19 juillet 2010 - « Mise en œuvre de l'article 313-17-1 du règlement général relatif à l'envoi à l'Autorité des marchés financiers, par les teneurs de compte conservateurs, du rapport de leur commissaire aux comptes sur la protection des avoirs en titres financiers de leur clientèle ».

En application de la directive MIF, l'AMF impose désormais aux PSI de faire établir annuellement par leur commissaire aux comptes un rapport à son intention concernant l'adéquation des mesures prises par eux en matière de protection de leurs avoirs en instruments financiers (RG AMF, art. 313-17-1). La contrainte générée par cette obligation se révélait toutefois disproportionnée dans toutes les situations où différents teneurs de comptes conservateurs (les mandants) sous-traitent à un tiers (le mandataire) l'ensemble des tâches liées à leur activité de tenue de compte conservation. Cela conduit en effet à imposer à chaque mandant la production d'un rapport propre alors que le contrôle du commissaire aux comptes n'a de pertinence que par rapport aux mesures mises en œuvre par le mandataire.

Par souci de simplification, et sous réserve d'en être dûment informée, l'AMF autorise donc les mandants à ne pas lui adresser de rapport établi par leur propre commissaire aux comptes, mais à faire référence au rapport établi par celui de leur mandataire. Cette faculté n'est toutefois ouverte que si le mandant est un tiers unique établi en France pour exercer, sous la forme d'un mandat étendu portant à la fois sur la tenue des comptes des clients et la conservation des titres correspondants. Le communiqué AMF confirme ainsi une pratique qui avait déjà été acceptée par elle, et particulièrement bienvenue dans le cadre des groupes. ■

12. En Grande-Bretagne, la Financial Services Authority est d'ailleurs en train de mener une réflexion sur cette même question.

13. Voir en ce sens, AMF, Commission des sanctions, 23 novembre 2006, Stés Deutsche Bank AG., Ferox Capital Management Ltd., GLG Partners LP, Marshall Wace Asset Management Ltd. et Meditor Capital Management Ltd. (cette chronique, Banque & Droit n° 112, mars-avril 2007, p. 37) ; 29 mars 2007, Banca Popolare di Milano et M. Fabrizio Viola (cette chronique, Banque & Droit n° 114, juillet-août 2007, p. 31) ; 7 juin 2007, Stés Vivendi Universal, Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Ferox Capital Management Ltd., Meditor Capital Management Ltd., UBS O'Connor et GLG Partners LP ; 30 octobre 2008, M. X, M. Y, Mme Z et la Sté HSBC France.