Service d'investissement, exécution d'ordres pour compte de tiers, Ordres de bourse

Laurent Ruet

▶ **To cite this version:**

Laurent Ruet. Service d'investissement, exécution d'ordres pour compte de tiers, Ordres de bourse. Dictionnaire Bourse et produits financiers, 2018. hal-01797655

HAL Id: hal-01797655
https://hal.parisnanterre.fr/hal-01797655

Submitted on 14 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Services d'investissement. Exécution des ordres pour compte de tiers

Auteur :
Laurent Ruet, Agrégé des facultés de droit – Directeur du master 2 professionnel Contentieux des affaires à l'université Paris Nanterre (Paris 10)

Plan

✍✍12. Généralités.

✍✍24. Capacité et pouvoir du donneur d'ordre. Considérations générales.

✍✍36. Pouvoir du donneur d'ordre. Suite.

✍✍48. Capacité du donneur d'ordre. Suite.

✍✍510. Altération du consentement du donneur d'ordre.

✍✍7Chapitre 1 – Accès de l'ordre au marché

✍✍7.140. Plan.

✍✍7.2Section 1 – L'acceptation de l'ordre

✍✍7.2.142. Hypothèses.

✍✍7.2.2§ 1 – La forme de l'ordre

✍✍7.2.2.144. Oralité de l'ordre.

✍✍7.2.2.246. Conséquences.

✍✍7.2.3§ 2 – L'origine de l'ordre

✍✍7.2.3.148. Présentation.

✍✍7.2.3.2A – Provenance des capitaux

✍✍7.2.3.2.150. Investissements étrangers.

✍✍7.2.3.2.252. Blanchiment de capitaux.

✍✍7.2.3.3B – Ordres maison

✍✍7.2.3.3.154. Évolution législative.

✍✍7.2.3.3.256. Appréciation de la légalité des règlements intérieurs.

✍✍7.2.3.3.358. Dispositions du règlement général de l'AMF.

✍✍7.2.4§ 3 – La couverture de l'ordre

✍✍7.2.4.160. Crux juris.

✍✍7.2.4.262. Apport de la directive MIF 2.

✍✍7.2.4.3A – Constitution de la couverture

✍✍7.2.4.3.164. Effectivité de la couverture.

✍✍7.2.4.3.21 – Moment de la constitution

✍✍7.2.4.3.2.166. Unification des dates pour les opérations à terme.

✍✍7.2.4.3.2.268. MATIF.

✍✍7.2.4.3.2.370. Autres marchés réglementés.

✍✍7.2.4.3.2.472. Condition de validité de l'ordre.

✍✍7.2.4.3.32 – Actifs admis en couverture

✍✍7.2.4.3.3.174. Découverts en compte et chèques remis à l'encaissement.

✍✍7.2.4.3.3.276. Liste des actifs admis.

✍✍7.2.4.3.3.378. MATIF.

✍✍7.2.4.3.3.480. MONEP.

✍✍7.2.4.3.3.582. SRD (ancien marché à règlement mensuel) – Composition de la couverture.

✍✍7.2.4.3.3.684. SRD – Relèvement de la couverture.

✍✍7.2.4.3.3.786. SRD – Efficacité des relèvements de couverture.

✍✍7.2.4.3.3.888. SRD – Régime de la couverture en Allemagne.

✍✍7.2.4.3.3.990. SRD – Limitation partielle de la vente dite à découvert en France (lapsus législatif).

✍✍7.2.4.3.3.1092. SRD – Limitation partielle de la vente dite à découvert à l'échelle européenne.

✍✍7.2.4.3.3.1194. SRD – Actifs admis en couverture.

✍✍7.2.4.3.3.1296. Appels de marge pour les opérations à SRD – Margin call (ancien RM).

✍✍7.2.4.3.3.1398. Faiblesses du dispositif.

✍✍7.3Section 2 – Acheminement de l’ordre

✍✍7.3.1118. Enregistrement de l’ordre.

✍✍7.3.2§ 1 – Procédures de transmission

✍✍7.3.2.1120. Deux procédures.

✍✍7.3.2.2A – Ordres manuels

✍✍7.3.2.2.1122. Écrit et oral.

✍✍7.3.2.3B – Ordres électroniques

✍✍7.3.2.3.1124. Supériorité.

✍✍7.3.2.4C – Filtrage des ordres

✍✍7.3.2.4.1126. Risques d’insolvabilité, manipulation de marché et trading haute fréquence.

✍✍7.3.3§ 2 – Preuve de la transmission

✍✍7.3.3.1128. Fonction de contrôle.

✍✍7.3.3.2130. Horodatage.

✍✍7.3.3.3132. Enregistrement des conversations téléphoniques.

✍✍7.3.3.4134. Durée de conservation des documents.

✍✍12. Distinction entre exécution et issue de l’ordre.

✍✍2Chapitre 2 – Exécution de l’ordre

✍✍2.14. Deux phases.

✍✍2.2Section unique – Modalités d’exécution

✍✍2.2.16. Transparence et fidélité.

✍✍2.2.2§ unique – Contraintes d’exécution posées par les marchés

✍✍2.2.2.18. Vue générale.

✍✍2.2.2.2A – Règles de priorité des ordres

✍✍2.2.2.2.110. Fonctions et critères.

✍✍2.2.2.3B – Contrepartie

✍✍2.2.2.3.112. Caractère dérogatoire avant la directive MIF.

✍✍2.2.2.3.214. Internalisation des ordres.

✍✍2.2.2.4C – Application

✍✍2.2.2.4.116. Exécution hors bourse ?

002. Généralités.

La passation d'un ordre de bourse implique la réunion de deux séries de conditions, propres au droit boursier, quel que soit le marché réglementé sur lequel l'ordre devra être exécuté : que le donneur d'ordre ait établi avec un intermédiaire1 une convention-cadre, aboutissant à l'ouverture d'un compte-titre, et qui a pour objet de fixer leurs relations et de rendre possible la transmission des ordres à venir ; dans le cadre de cette édition refondue, la présentation des différentes conventions a été déplacée dans la première partie relative à la réception:transmission des ordres ; que l'ordre puisse accéder au marché, ce qui rend nécessaire l'analyse de l'acceptation de l'ordre par l'intermédiaire et de son acheminement vers le marché. Le donneur d'ordre peut parfaitement réaliser des opérations dites pour compte propre, car celles-ci ne sont pas réservées aux seuls prestataires de services d'investissement (PSI)2. D'autres conditions doivent être satisfaites, mais qui ne sont pas spécifiques du droit boursier : elles participent du droit des incapacités et des obligations, qui ont trait à la capacité et au pouvoir du donneur d'ordre, ainsi qu'aux vices du consentement. N'étant pas spécifiques du droit boursier, elles ne seront qu'évoquées, à titre liminaire.

004. Capacité et pouvoir du donneur d'ordre. Considérations générales.

Il appartient à l'intermédiaire de vérifier que le donneur d'ordre a la capacité3 et le pouvoir requis. Les articles 322-5 s. du règlement général de l'AMF exigent la vérification préalable de l'identité et de la capacité des personnes physiques, ainsi que celle du pouvoir pour les personnes morales. Ces vérifications doivent avoir lieu à la fois pour l'ouverture du compte initial et pour la passation de chaque ordre 042. Les vérifications opérées doivent aussi porter sur l'identité du donneur d'ordre, en relation avec la lutte contre le blanchiment des capitaux (C. mon. fin., art. L. 561-2 – AMF, règl. gén., art. 322-4).

006. Pouvoir du donneur d'ordre. Suite.

Cinq hypothèses peuvent poser difficulté. La première hypothèse porte sur le mandat de gestion, question qui ne relève pas, normalement, de cette étude, où le mandataire engage sa responsabilité s'il dépasse les limites du mandat de gestion, ce qui pose au préalable la question de savoir s'il existe ou non un mandat de gestion4. En l'absence de convention écrite, le client peut établir l'existence d'un mandat tacite5. L'existence d'un mandat de gestion sans forme écrite peut se déduire de la nature et de l'importance des opérations effectuées, ainsi que de l'existence de courtage et commissions anormalement élevés6. En présence de procurations reçues à titre habituel et onéreux, le règlement COB n° 89-05, texte abrogé et non repris dans le règlement général de l'AMF, obligeait le mandataire à justifier que chaque ordre transmis avait été donné par le mandant, ainsi qu'à faire la preuve du moment de la réception de l'ordre et celui de sa transmission auprès de l'intermédiaire7.

La deuxième hypothèse est celle de l'ordre donné par une personne physique pour le compte d'une personne morale ; la plus grande prudence s'impose pour le prestataire habilité, qui sera avisé de faire préciser, dans la convention d'ouverture de compte, les personnes physiques habilitées à passer des ordres au nom de la personne morale, à peine de voir sa responsabilité engagée en cas de litige relatif à l'exécution d'un ordre transmis par une personne non habilitée à représenter la personne morale. De telles difficultés ne sont pas hypothèse d'école.

La troisième hypothèse a pour objet le démembrement du droit de propriété des titres entre le nu-propriétaire et l'usufruitier. Depuis que l'arrêt Malet8 a fait du portefeuille de valeurs mobilières une universalité, caractérisée par une unité de gestion, une partie de la doctrine9 considère que le contenu du portefeuille appartient à l'usufruitier, de sorte que celui-ci donne les ordres de bourse, non pas en tant que mandataire du nu-propriétaire, mais en vertu de son droit de propriété sur le contenu du portefeuille, ce à quoi s'oppose une autre partie de la doctrine10, qui n'opère pas de distinction similaire, et affirme, en raison de l'absence de consomptibilité des titres, que le portefeuille continue d'appartenir au nu-propriétaire. Conséquemment, le prestataire ne saurait commettre de faute en ne vérifiant pas l'adéquation de l'ordre transmis à un mandat qui n'existe pas11.

La quatrième hypothèse concerne les rapports entre époux et la gestion de leurs titres12. Par exemple, un époux ne peut engager seul (cautionnement) les actions achetées avec ses revenus, devenues des acquêts, par application de l'article 1415 du Code civil13. De même,

engage sa responsabilité le banquier teneur de compte qui accepte la remise du compte-titres en gage par un époux commun en biens, sans s'être assuré de l'accord de l'autre époux, ou du caractère de biens propres des titres remis en gage14. En présence d'une indivision post-communautaire, la cession des actions nécessite l'accord unanime des coindivisaires15. Autrement, l'aliénation des actions indivises par l'un des époux seul est inopposable à l'autre (l'enjeu : doit être portée à l'actif de la masse à partager la valeur des actions au jour du partage).
Enfin, la cinquième hypothèse est en relation avec le pacs et les surprises dues à l'application de la présomption d'indivision qui ne peut être écartée qu'au cas par cas16. La présomption générale d'indivision implique la gestion conjointe, ce qui n'est guère pratique pour un portefeuille d'actions, sauf recours au mandat17.

008. Capacité du donneur d'ordre. Suite.
Pour la capacité, la vérification ne pose pas de difficulté à l'égard des personnes majeures capables, quel que soit leur sexe18, qui disposent naturellement de la capacité19 nécessaire pour conclure un ordre de bourse. La difficulté apparaît, en théorie20, pour les mineurs non émancipés et les majeurs faisant l'objet d'une mesure de protection.
S'agissant des mineurs émancipés, ne pouvant être commerçants, sauf sur autorisation depuis une loi n° 2010-658 du 15 juin 2010 (C. com. art. L. 121-2), ils ne peuvent être en principe spéculateurs d'habitude. Mais ils disposent de la capacité requise pour accomplir des actes de disposition (C. civ., art. 413-6) et donc, au besoin, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers, et peuvent même conclure des actes de commerce isolés (C. com., anc. art. 3, abrogé par L. n° 74-631, 5 juill. 1974, art. 10). La difficulté glissera en réalité vers l'obligation d'information et de conseil à la charge de l'intermédiaire, existant envers les investisseurs néophytes 030.
S'agissant des mineurs non émancipés, le degré de représentation variera avec la nature de l'acte à accomplir : les ordres valant acte de disposition21 requièrent soit l'accord des deux parents en cas d'administration légale pure et simple (C. civ., art. 389-5)22, soit l'autorisation du conseil de famille en cas de tutelle (C. civ., art. 398 et s.)23, soit l'autorisation du juge des tutelles dans l'administration légale sous contrôle judiciaire (C. civ., art. 389-6)24. En raison du désengagement de l'Etat de la protection des mineurs et du nouveau modèle de la justice sans juge, ces dispositions ont été abrogées depuis 2015 (v. ci-après). En revanche, les ordres valant acte d'administration pouvaient valablement être accomplis soit par chacun

des titulaires de l'administration légale25, soit par le tuteur de l'enfant (C. civ., art. 456), à peine de rescision pour lésion si l'incapable a agi seul (C. civ., art. 1305, devenu art. 1149).
Mais, depuis le 1er janvier 2016, le parent exerçant seul l'autorité parentale n'a plus à solliciter le juge pour accomplir la plupart des actes de disposition. Conformément à la loi de simplification du droit n° 2015-177 du 16 février 2015, l'ordonnance n° 2015-1288 du 15 octobre 2015 a modifié le régime d'administration des biens des mineurs. Sont ainsi supprimés les régimes d'administration légale sous contrôle judiciaire et d'administration légale pure et simple au profit d'un régime unique d'administration légale. Le ou les parents pourront faire seuls les actes d'administration et de disposition sur les biens de leurs enfants, à l'exception des actes de disposition les plus graves, qui relèvent du contrôle du juge. Les anciens articles sont supprimés et les nouvelles règles transférées aux articles 382 à 387-6 du Code civil26. Quatre types d'actes sont strictement interdits (liste C. civ., art. 387-2). Huit sont soumis à autorisation du juge des tutelles, dont la réalisation d'un acte portant sur des valeurs mobilières ou instruments financiers (liste C. civ., art. 387-1). Ces dispositions sont entrées en vigueur le 1er janvier 2016 et elles s'appliquent aux administrations légales en cours.
De claire, la liste des actes d'administration en matière de valeurs mobilières est devenue évolutive et incertaine du fait de la jurisprudence. Selon le décret n° 65-961 du 5 novembre 1965, étaient considérés comme des actes d'administration : les demandes d'attribution gratuite, de regroupement ou d'échange, vente de droits ou titres formant rompus ou acquisition des droits ou titres supplémentaires pour compléter à un multiple de la quotité d'attribution, l'acquisition ou la vente de droits de souscription nécessaires pour compléter à un multiple de la quotité de souscription, ou même la vente de tous les droits si leur nombre ou le produit de la vente d'une partie d'entre eux ne permet pas d'obtenir au moins un titre nouveau, et la conversion en actions d'obligations convertibles si la valeur des actions qui peuvent être obtenues, calculée d'après le dernier cours de bourse au jour de la demande, dépasse la valeur nominale des obligations à convertir. La doctrine y ajoute, sur le fondement de l'ancien article 456, alinéa 2, du Code civil, la cession de sommes d'argent ou de titre reçus en tant que dividendes27.
Mais la jurisprudence a élargi la liste des actes d'administration dans une circonstance précise en y incluant « les cessions de valeurs mobilières, dans la mesure où elles ont été suivies de leur remplacement par d'autres titres de bourse », s'analysant « en des actes de gestion normale du portefeuille. »28 Toutefois, cet

élargissement n'est pas intervenu à propos des pouvoirs du tuteur, mais pour la résolution d'un litige portant sur un legs de residuo. Il est toutefois permis de rester dubitatif devant une éventuelle transposition de ce raisonnement à la question de la détermination des pouvoirs du tuteur, sans qu'aucune distinction ne soit opérée. Car on ne peut tenir pour un acte d'administration et de gestion prudente la vente d'une ligne d'un portefeuille composée d'une valeur du CAC 40 réputée pour sa sécurité au profit d'achats de produits financiers à risques sur les marchés à terme ou optionnels (exemple : put warrant)29.

S'agissant des majeurs faisant l'objet d'une mesure de protection, le degré de représentation dépendra de la mesure de protection mise en place : à l'absence de représentation en cas de sauvegarde de justice30, s'oppose la situation du majeur sous tutelle, calquée sur celle du mineur (C. civ., art. 440 et s.)31 ; entre les deux, figure le cas du majeur sous curatelle, dispensé de représentation pour les actes d'administration (C. civ., art. 440 et s.), mais tributaire de l'assistance du curateur pour les actes de disposition (C. civ., art. 467 ; exemple : emploi de capitaux), sous réserve d'aménagement judiciaire (exemple : dispense d'autorisation pour les ventes de valeurs mobilières) (C. civ., art. 511). La réforme de la protection juridique des majeurs, opérée par une loi n° 2007-308, du 5 mars 2007 (entrée en vigueur au 1er janvier 2009) devait entraîner une réécriture du décret relatif à la classification des actes entre actes conservatoires, d'administration et de disposition32. Un décret n° 2008-1484, du 22 décembre 2008, est venu préciser la liste des actes de gestion du patrimoine des majeurs protégés, sous forme de tableaux, pour l'application de l'article 496 du Code civil33.

Selon les alinéas 5 et 6 de l'article 427 du Code civil, « les opérations bancaires d'encaissement, de paiement et de gestion patrimoniale effectuées au nom et pour le compte de la personne protégée sont réalisées exclusivement au moyen des comptes ouverts au nom de celle-ci, sous réserve des dispositions applicables aux mesures de protection confiées aux personnes ou services préposés des établissements de santé et des établissements sociaux ou médico-sociaux soumis aux règles de la comptabilité publique. Les fruits, produits et plus-values générés par les fonds et les valeurs appartenant à la personne protégée lui reviennent exclusivement. »

Pour les comptes recevant les capitaux du majeur faisant l'objet d'une mesure de protection, il importe de consulter l'article 468 pour la curatelle (« les capitaux revenant à la personne en curatelle sont versés directement sur un compte ouvert à son seul nom et mentionnant son régime de protection, auprès d'un établissement

habilité à recevoir des fonds du public. La personne en curatelle ne peut, sans l'assistance du curateur, faire emploi de ses capitaux (…) »), et 498 pour la tutelle (« les capitaux revenant à la personne protégée sont versés directement sur un compte ouvert à son seul nom et mentionnant la mesure de tutelle, auprès d'un établissement habilité à recevoir des fonds du public. Lorsque la mesure de tutelle est confiée aux personnes ou services préposés des établissements de santé et des établissements sociaux ou médico-sociaux soumis aux règles de la comptabilité publique, cette obligation de versement est réalisée dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État. »).
En d'autres termes, pour la curatelle, le majeur protégé ne peut décider seul du placement et a besoin de l'assistance du curateur. Pour la tutelle, les anciennes solutions sont reconduites (C. civ., art. 501, reprenant les solutions de l'ancien article 455, procédure allégée par la loi dite Belloubet du 23 mars 2019 et, surtout, C. civ., art. 504 pour les comptes titres de valeurs mobilières). Pour faciliter la gestion du compte, et ne pas recourir à l'autorisation pour toute décision de vente d'instruments financiers, l'article 500 permettait au conseil de famille ou au juge d'autoriser le tuteur à conclure des contrats de gestion de valeurs mobilières et instruments financiers de la personne protégée. Le texte a été modifié par la loi dite Belloubet du 23 mars 2019 qui supprime l'autorisation péalable du juge des tutelles pour la conclusion d'un contrat de gestion de valeurs mobilières. L'article 499 laisse subsister le principe d'irresponsabilité du banquier dans la gestion des capitaux du majeur sous tutelle. Mais ce texte institue en quelque sorte une obligation de surveillance du gérant, le banquier pouvant informer le juge des actes ou omissions du tuteur qui lui paraissent de nature à porter préjudice aux intérêts de la personne protégée et même, si à l'occasion de cet emploi il a connaissance d'actes ou omissions qui compromettent manifestement l'intérêt de la personne protégée, en aviser le juge. La jurisprudence aura à fixer les contours flous de ce texte, qui ne manquera pas d'être sollicité en raison du terrible krach boursier éprouvé par la France depuis septembre 2000, dont elle ne s'est jamais remise en près de deux décennies.
Enfin, les personnes et collectivités publiques ont une capacité de contracter des opérations de gré à gré sur taux d'intérêt (swaps), strictement délimitée en raison de leur caractère hautement spéculatif34.

010. Altération du consentement du donneur d'ordre.

En présence d'une altération du consentement du donneur d'ordre, l'ordre est susceptible d'être remis en cause sur des fondements différents, telle l'insanité d'esprit (C. civ., anc. art. 489, devenu art. 414-1), l'erreur (C. civ., art. 1110, devenu 1132 et s. avec la réforme du droit des obligations, ord. n° 2016-131, 10 févr. 2016), ou le dol (C. civ., art. 1116, devenu 1137)35. S'il existe des décisions relativement récentes admettant la nullité de l'ordre pour insanité d'esprit36, il faut reconnaître que les décisions ayant prononcé la nullité de l'ordre pour vices du consentement du donneur d'ordre sont très anciennes37. Ce tarissement s'explique sans doute à la fois par une plus grande connaissance des marchés financiers par les donneurs d'ordre ayant en portefeuille des produits financiers en direct qu'ils gèrent eux-mêmes, et aussi par le développement considérable de l'obligation d'information et de conseil (026et s.) pesant sur l'intermédiaire, laquelle est concrétisée notamment par la remise d'une note d'information à l'ouverture du compte-titres 020, de sorte qu'il est nettement plus difficile que par le passé, pour un donneur d'ordre, d'obtenir la nullité de l'ordre pour vices du consentement38.

Enfin, alors que l'insanité d'esprit est soumise, en droit international privé, à la loi nationale de la personne qui en est frappée39, les vices du consentement sont régis par la lex contractus, laquelle, en matière d'ordres de bourse, est, à défaut de choix de la loi applicable, la loi de l'intermédiaire, qui coïncidera fréquemment avec la loi de la bourse sur laquelle celui-ci opère40.

Le droit communautaire accorde néanmoins un rôle important, en matière de conflit de juridictions, au domicile de l'investisseur, lieu de localisation des dommages financiers.41 La CJUE a décidé que le lieu du préjudice exclusivement financier (perte financière matérialisée sur le compte bancaire du demandeur) ne peut suffire à fonder la compétence du tribunal dans le ressort duquel le compte bancaire est tenu sur le fondement de l'article 5, point 3, du règlement (CE) n° 44/2001 du 22 décembre 200042. Le domicile de l'investisseur vaut lieu de localisation des dommages financiers43, lorsque le préjudice invoqué est l'investissement lui-même, et pas simplement une perte financière. Selon l'article L. 613-31-5 du Code monétaire et financier (issu de l'ordonnance n° 2004-1127, du 21 octobre 2004, transposant la directive n° 2001/24/CE, du 4 avril 2001, modifié par la loi du 20 août 2015), les droits sur des instruments financiers supposant l'inscription dans un registre, sur un compte, ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un État membre sont exclusivement régis par la loi de cet État membre.

Le donneur d'ordre étant supposé capable, sain d'esprit et non induit en erreur, il est à présent possible d'examiner plus en détail la passation de l'ordre de bourse, qui implique l'aménagement des relations contractuelles entre le donneur d'ordre et l'intermédiaire (v. tome 1) et la mise en place de procédures d'acheminement de l'ordre vers le marché. D'où l'étude à présent de l'accès de l'ordre au marché.

Chapitre 1 – Accès de l'ordre au marché

040. Plan.

Pour que l'ordre de bourse accède au marché, il est tout d'abord nécessaire que l'intermédiaire auquel il est transmis l'accepte (sect. 1). L'acceptation donnée, l'ordre va alors être acheminé sur le marché selon des procédures spécifiques (sect. 2).

Section 1 – L'acceptation de l'ordre

042. Hypothèses.

Normalement, le prestataire habilité a l'obligation d'accepter les ordres au libellé réglementé (obligation qui cède en présence d'ordres au libellé non réglementé), après s'être assuré que l'ordre émane bien du titulaire du compte ou de son représentant dûment habilité (AMF, règl. gén., art. 314-64 et s.). Il en est ainsi même lorsque le donneur d'ordre est la société émettrice, depuis que la loi DDOEF n° 98-546 du 2 juillet 1998 a autorisé les sociétés, cotées et non cotées, à procéder au rachat de leurs propres titres à des fins de gestion financière148, aux conditions posées par le Code de commerce (C. com., art. L. 225-209).
La MIF 2 subordonne l'acceptation de l'ordre à l'établissement d'un identifiant de l'auteur de l'ordre, appelé Legal Entity Identifier (LEI) pour les personnes morales (délivré par l'INSEE en France), et tributaire de la nationalité pour les personnes physiques.
Cependant, même en présence d'un ordre au libellé réglementé, son acceptation par le prestataire habilité est susceptible de poser difficulté dans trois hypothèses, tenant soit à la forme de l'ordre, soit à son origine, soit à sa couverture.

§ 1 – La forme de l'ordre

044. Oralité de l'ordre.
Le terme de forme n'est pas utilisé ici dans le sens de formalisme, mais simplement pour désigner le mode d'expression de la volonté, ce qui touche à la fois aux modalités de transmission et à la preuve de l'ordre. A priori, ces deux questions ne participent pas de l'acceptation de l'ordre, pour être traitées au titre de la preuve de l'ordre et des procédures de transmission (120 et s.). Cependant, dans un cas, la forme de l'ordre met préalablement en cause son acceptation par le prestataire habilité ; il en est ainsi lorsque le donneur d'ordre choisit la forme orale149.

046. Conséquences.
Compte tenu des difficultés de preuve et des risques consécutifs pour le prestataire150, et sous réserve des dispositions de la convention de compte, le prestataire habilité peut refuser de traiter un ordre que lui transmet le donneur d'ordre sous forme orale151, bien que l'ordre verbal soit parfaitement valable152. Si le prestataire l'accepte, la réglementation boursière prévoit la possibilité de demander la confirmation écrite. Dans l'hypothèse où le prestataire habilité aurait accepté un ordre oral sans avoir demandé de confirmation écrite subséquente, il a été jugé que le donneur d'ordre ne pouvait invoquer le manquement aux normes professionnelles pour essayer de mettre en cause la responsabilité du prestataire153. L'importance des ordres oraux (75 % des ordres environ par le passé), l'existence de litiges relatifs à leur exécution expliquent parfaitement l'insertion de clauses de décharge de responsabilité dans les conditions régissant le compte-titres et les relations entre le donneur d'ordre et le prestataire habilité154.

§ 2 – L'origine de l'ordre

048. Présentation.
L'acceptation de l'ordre par le prestataire habilité est soumise à un contrôle particulier selon la provenance des capitaux utilisés ou le caractère interne de l'ordre, signalé par l'expression d'ordre maison, par opposition aux ordres clients.

A – Provenance des capitaux

050. Investissements étrangers.

Jusqu'à une période récente, la provenance des capitaux était prise en compte au titre de la réglementation des relations financières avec l'étranger, certaines acquisitions faisant l'objet de restrictions légales tenant à l'origine étrangère des capitaux utilisés, à la nationalité ou à la résidence du donneur d'ordre155. Ce motif de restriction a été fortement réduit par la loi n° 96-109 du 14 février 1996156, les investisseurs étrangers (c'est-à-dire non-résidents et sociétés sous contrôle étranger)157 n'étant plus soumis qu'à de simples obligations déclaratives lors de la réalisation de l'investissement158, excepté pour certains secteurs de l'économie française continuant à faire l'objet de procédures de contrôle (secteur de l'armement ; secteurs de l'économie pouvant mettre en cause l'ordre public, la santé publique ou la sécurité publique ; investissements participant en France, même à titre occasionnel, à l'exercice de l'autorité publique159. Lorsque l'investissement assujetti à autorisation préalable est effectué sans l'obtention de cette dernière, aux sanctions pénales s'ajoute la nullité, absolue selon nous, de l'opération160. Le dispositif s'applique également aux membres de l'organisation Al-Qaida, sur le fondement de l'article L. 151-2 du Code monétaire et financier161. Suite aux attaques dont ont été victimes un certain nombre de sociétés françaises, qui ont toutes vu leur cours de bourse s'effondrer, et en raison d'une crainte des pouvoirs publics de voir des sociétés françaises, jugées stratégiques, passer sous contrôle étranger, l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier a été modifié par la loi n° 2004-1343 de simplification du droit, du 9 décembre 2004. Est nul tout engagement, convention ou clause contractuelle qui réalise directement ou indirectement un investissement étranger dans l'un des domaines mentionnés au I de l'article L. 151-3 lorsque cet investissement n'a pas fait l'objet de l'autorisation préalable exigée sur le fondement du c du 1 de l'article L. 151-2. Selon l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier : « I. Sont soumis à autorisation préalable du ministre chargé de l'Économie les investissements étrangers dans une activité en France qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de l'un des domaines suivants :

a) activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale ;

b) activités de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives.

Un décret en Conseil d'État définit la nature des activités ci-dessus.

II. L'autorisation donnée peut être assortie le cas échéant de conditions visant à assurer que l'investissement projeté ne portera pas atteinte aux intérêts nationaux visés au I.
Le décret mentionné au I précise la nature des conditions dont peut être assortie l'autorisation.
III. Le ministre chargé de l'Économie, s'il constate qu'un investissement étranger est ou a été réalisé en méconnaissance des prescriptions du I ou du II, peut enjoindre à l'investisseur de ne pas donner suite à l'opération, de la modifier ou de faire rétablir à ses frais la situation antérieure.
Cette injonction ne peut intervenir qu'après l'envoi d'une mise en demeure à l'investisseur de faire connaître ses observations dans un délai de quinze jours.
En cas de non-respect de l'injonction précitée, le ministre chargé de l'Économie peut, après avoir mis l'investisseur à même de présenter ses observations sur les faits qui lui sont reprochés dans un délai minimum de quinze jours, sans préjudice du rétablissement de la situation antérieure, lui infliger une sanction pécuniaire dont le montant maximum s'élève au double du montant de l'investissement irrégulier. Le montant de la sanction pécuniaire doit être proportionnel à la gravité des manquements commis. Le montant de la sanction est recouvré comme les créances de l'État étrangères à l'impôt et au domaine.
Ces décisions sont susceptibles d'un recours de plein contentieux.
Le décret mentionné au I détermine les modalités d'application du III. »
Ledit décret, dans un débat polémique sur le protectionnisme, a été publié le 31 décembre 2005, et a délimité sept secteurs sensibles au sein de l'UE, auxquels s'ajoutent quatre autres secteurs pour le reste du monde162. Un décret rectificatif, publié au JO du 4 janvier 2006 a étendu à l'EEE (Suisse, Norvège, Lichtenstein) le régime de l'UE. Le dispositif final est très en retrait par rapport aux ambitions initialement affichées, et surtout, la santé publique cesse d'être visée. En marge de la nouvelle rédaction de l'article L. 151-3, après accord du ministre de l'Économie et des Finances, de l'AMF et de la Commission de Bruxelles, a été mis en place en mars 2005 un fonds d'investissement pour le soutien des entreprises françaises qui opèrent dans des secteurs sensibles, d'un montant de 200 millions d'euros163, conçu pour leur venir en aide en cas d'attaques étrangères, de nature à leur faire perdre leur nationalité française.
Plus de dix ans après, les causes de l'effondrement de la bourse française n'étant toujours pas traitées par les pouvoirs publics (au rang desquelles l'extrême faveur envers la spéculation à la baisse, mais plus seulement, d'autres erreurs très graves ayant été commises par la

suite par les pouvoirs publics), certaines sociétés ne valent en bourse que quelques mois de chiffre d'affaires (imagine-t-on un appartement avenue des Champs-Élysées se payer seulement quelques mois de location brute ?), des groupes étrangers (américains, allemands, chinois…) ont décidé de faire leurs soldes en France, ce qui a entraîné le contesté et contestable décret n° 2014-479, dit Alstom, du 14 mai 2014, venant actualiser la liste de l'article R. 153-2 du Code monétaire et financier, en y ajoutant les transports, l'eau, Internet, la santé et l'énergie, ce qui implicitement vise des groupes « massacrés » en bourse, tels Alstom, Alcatel-Lucent, Gaz de France Suez Engie, Danone, Sanofi, Véolia, Suez environnement, Vallourec, etc.

La procédure de déclaration des investissements étrangers en France a été de surcroît simplifiée par un décret n° 2017-932 du 10 mai 2017 qui est venu supprimer l'obligation de déclaration de l'investissement étranger en France lors de sa réalisation (v. P.-A. Lienhardt et A. Rambaud, Le contrôle des investissements étangers par le ministre de l'économe, JCP E, 2017, 1480), à nouveau modifié par un décret n° 2018-1057 du 29 novembre 2018 (v. B. Lecourt, Rev. Soc. 2019, p. 147). Sans cohérence, la loi PACTE du 22 mai 2019 vient assortir le défaut de déclaration de l'investissement étranger en France auprès de la Banque de France (article R. 165-1 comofi) d'une sanction de 5 ans de prison. Elle instaure également un filtrage des investissements étrangers en France dans les entreprises dites sensibles, démarche dont on connaît l'absence totale d'efficacité. La loi Pacte a été complétée par un décret n° 2019-1590 du 31 déc. 2019, et d'un arrêté du même jour (présentation C. Nourissat, Defrénois 2020, n° 13, p. 30), mettant en place le mécanisme d'autorisation préalable de l'investissement étranger dans les secteurs stratégiques, complété par une procédure de rescrit auprès de la direction du Trésor. Le non-respect de ce dispositif est sanctionné par la nullité absolue (art. L. 151-4 comofi). Lors de l'instruction du dossier en vue de l'obtention de l'auttorisation, aucune disposition n'impose que soit révélée l'identité de tous les investisseurs participants (v. CE. 3 avr. 2020, BJB mai juin 2020, p. 49 note M. Storck).

Le dispositif a encore été durci en urgence et dans la catastrophe en avril 2020, à la suite du krach très violent provoqué par la pandémie du Covid-19, qui a multiplié les valorisations négatives en bourse, celle-ci revenant au niveau des années… 1990. Le seuil d'autorisation du gouvernement est rabaissé de 25 à 10 % du capital de la société cible. Le gouvernement a décidé, courant décembre 2020, de prolonger jusqu'au 31 décembre 2021 les mesures renforçant le contrôle des investissements étrangers en France pendant la crise sanitaire. Le

seuil de détention déclenchant le contrôle de certaines opérations étrangères sur des sociétés cotées a été en effet abaissé en juillet 2020 à 10% contre 25% auparavant, tant la valorisation des sociétés françaises en bourse est grotesque, 21 ans d'effondrement obligent.

La nécessité de l'autorisation gouvernementale préalable a été étendue en 2020 aux investissements étrangers dans le secteur de la distribution alimentaire; comme si les supermarchés avaient une quelconque valeur stratégique pour la France. Cela a fait capoter le projet de rachat de Carrefour par le groupe canadlen Alimentation-Couche tard en janvier 2021. Qui s'en souvient, l'action Carrefour valait 100 euros en 2000 ; 20 ans plus tard, elle végète aux alentours des 12 euros, bel exemple de secteur stratégique pour la souveraineté nationale.

La situation de la France est pire que d'autres pays, en ce que la bourse française ne s'est *jamais* remise de l'effondrement qui commence en … septembre 2000. La crise nous frappe alors qu'on est toujours gravement affecté, à la différence d'autres pays comme l'Allemagne ou les USA. Pour rappel, les bourses française et américaine étaient au même niveau à la fin des années 1990 ; 20 ans plus tard; à la veille de la pandémie du Covid-19, la bourse française est toujours en perte (!), alors que la bourse américaine est passée de 6 000 à … 35 000 points. Le point de départ de ces deux pays n'est pas le même face à l'onde de choc, ce qui change tout.

L'Union européenne a adopté la même démarche avec un Règlement n° 2019/452 en date du 19 mars 2019 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union (v. commentaire C. Nourissat, Defrénois 2019, n° 36, p. 35 ; B. Lecourt, Rev. Soc. 2019, p. 364 ; pour une présentation détaillée, v. B. Dondero, J.-R. Bousquet et L.-N. Ricard, Loi PACTE : la protection des actifs stratégiques JCP E 2019, 1323).
Au lieu de traiter maladroitement une toute petite partie des conséquences de l’effondrement de la bourse française depuis l’an 2000, les pouvoirs publics seraient mieux avisés d’en traiter les causes, mais, apparemment, c’est trop demander à leurs compétences…
Fin 2015, plusieurs groupes du CAC 40 ne valorisaient leur capitalisation boursière augmentée de leur dette que 4 ou 5 années d'ebitda. Mieux encore, plusieurs groupes du CAC 40 ne sont plus français ou vont cesser de l'être : l'indice phare de la bourse française composé de sociétés… étrangères… (Nokia ex Alcatel-Lucent, Alstom,

dépecé par General Electric, Arcelor-Mittal, Essilor, Lafarge-Holcim, Peugeot, Renault, Solvay, TechnipFMC soit 8 sur 40). Le passage sous contrôle étranger de plusieurs fleurons nationaux, à cause de l'effondrement de leurs cours de bourse, affecte nécessairement le commerce extérieur français, dont le déficit bat tous les records (8 milliards d'euros en un seul mois, en janvier 2017) Qui s'en souvient, mais; en 1996, la France était le deuxième pays exportateur au monde par habitant. Le commerce extérieur de la France cesse d'être bénéficiaire à partir de l'effondrement de la bourse, au début des années 2000, et n'a cessé depuis de s'effondrer. Il existe une corrélation entre ces deux faits. La situation est devenue tellement préoccupante pour la sauvegarde de ce qui reste de la souveraineté économique de la France que l'Union européenne envisage d'instaurer un protectionnisme économique, chose faite avec le Règlement précité du 19 mars 2019. Mais la défense la meilleure reste le cours de bourse.

051. Contrôle des investissements étrangers par l'Union européenne. - L'Union européenne prépare des mesures pour bloquer des investissements étrangers "à visées politiques", après l'appel de la France, de l'Allemagne et de l'Italie à une réglementation plus dure en la matière pour des entreprises représentant des intérêts stratégiques. La proposition pourrait donner à l'Union européenne - qui peut déjà s'opposer à des prises de contrôle pour des raisons concurrentielles - le pouvoir d'examiner "des investissements dans l'UE d'une importance stratégique tant du point de vue économique que de la sécurité".

Les secteurs concernés incluraient la défense, les infrastructures de transport, les technologies de pointe et cruciales et le champ pourrait être aussi élargi aux accords susceptibles de porter atteinte à la "prospérité économique", selon la proposition de la direction générale de l'Industrie de la Commission européenne.

Le projet comporte plusieurs références à la Chine. Il prend à titre d'exemple hypothétique d'un accord indésirable le cas d'une entreprise recevant des fonds du gouvernement chinois pour lui permettre d'acheter une société européenne afin d'opérer "une entrée stratégique sur le marché de l'UE".

A l'automne 2016, l'Allemagne a bloqué plusieurs projets de rachat de la filiale de la société d'éclairage Osram OSRn.DE et de l'équipementier des semi-conducteurs Aixtron AIXGn.DE par des sociétés chinoises après avoir laissé passer le constructeur de robots

industriels Kuka KU2G.DE sous contrôle chinois. Le total des rachats chinois dans l'UE ont représenté plus de 9,4 milliards d'euros en 2016, soit 40 fois plus qu'en 2015. La France, elle, a été incapable de bloquer le dépeçage ou le passage sous contrôle étranger de plusieurs de ses fleurons stratégiques, dont le cours de bourse s'était effondré.

Selon cette proposition, l'UE pourrait bloquer les prises de contrôle par une société dont la motivation est "uniquement dans le but de se débarrasser de ses surcapacités" - ce qui pourrait inclure des secteurs comme l'acier. Les gouvernements occidentaux tiennent les exportations chinoises pour responsables de la crise de l'acier, qui a pour conséquence la fermeture d'installations et la destruction d'emplois en Europe. Ce mécanisme de blocage pourrait également s'appliquer aux prises de contrôle de sociétés de l'UE par des filiales de groupes étrangers basées en Europe, ou même dans le cas "d'infiltration de l'encadrement par des personnes ne venant pas de pays de l'UE" qui pourraient avoir accès à des données et de la technologie".

En d'autres termes, après 19 années d'errements, l'Union européenne commence seulement à prendre conscience du danger. Mais la meilleure défense contre les prises de contrôle hostiles reste le cours de bourse, correctement valorisé, à l'abri du trash and cash. Or, cette défense, l'Union européenne se refuse à la mettre en œuvre. Nous avons annoncé à l'avance, dans notre livre La vérité sur l'effondrement de la bourse, écrit en 2003, les événements ici décrits, qui étaient prévisibles.

052. Blanchiment de capitaux.

À ces restrictions ont succédé d’autres préoccupations, liées au blanchiment de l’argent sale, afin que les opérations boursières ne permettent plus de recycler l’argent issu d’activités criminelles ou délictueuses (une quarantaine de professions sont assujetties aux obligations de déclaration envers TRACFIN ; article 322-4 du règlement général de l’AMF à compter du 3 janvier 2018). De même, le prestataire doit déclarer à l’AMF les opérations suspectes (obligation de déclaration de soupçons des opérations d’abus de marché), y compris les ordres de bourse (C. mon. fin., art. L. 621-17-2, ab. par L. n° 8016-819, 21 juin 2016, et s. – AMF, règl. gén., article 315-8 du règlement général de l’AMF à compter du 3 janvier 2018). TRACFIN, à travers 10 recommandations, a souligné que le morcellement du monopole

bancaire avait augmenté les possibilités de blanchiment d'argent sale (v. LPA 2019, n° 29, p. 7).
A priori, cette réglementation ne fait pas obstacle à la formation de l'opération, puisque le prestataire n'a qu'une obligation de vigilance, d'identification et de conservation, de déclaration des opérations qui lui paraissent suspectes168, et de dénonciation des infractions liées au blanchiment dont il a connaissance, sans que la réglementation prévoie expressément que le blanchiment du produit de tout crime ou délit entraîne, sur le plan civil, la nullité de l'opération de blanchiment. Cependant, il est flagrant que l'opération de blanchiment réalisée à travers des placements en bourse a un but illicite. Or, est nulle pour but illicite la convention qui a pour finalité la réalisation d'une infraction pénale169.
Nous considérons donc que l'ordre de bourse qui a pour finalité de réaliser un blanchiment de capitaux est frappé de nullité absolue pour but illicite, quelle que soit l'origine, criminelle ou délictueuse, du produit blanchi170.

B – Ordres maison

054. Évolution législative.
Les rapports de MM. Brac de la Perrière180 et Pfeiffer181 ont mis en évidence la nécessité de dissocier la réception et le traitement des ordres émis par le client du prestataire de ceux qui sont émis par ses propres employés, qualifiés d'ordres maison, dont la définition n'était pas exactement la même entre les anciens Premier et Second Marchés et le MONEP. Le groupe de déontologie des activités financières a en ce sens posé six principes, dont le principe n° 5 relatif aux salariés de l'intermédiaire, et le principe n° 6 sur l'organisation interne de l'intermédiaire182.
Le principe n° 5 prévoit que l'intermédiaire financier doit établir un régime des opérations personnelles des professionnels qu'il emploie et mettre en place les moyens de les contrôler, principe se faisant l'écho de l'article 19 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988183, texte depuis abrogé par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996. Le règlement intérieur des prestataires habilités doit ainsi prévoir les conditions dans lesquelles leurs employés peuvent effectuer des opérations pour leur compte propre. L'article 19 de la loi du 22 janvier 1988 avait fait l'objet de deux

circulaires d'interprétation de la part du ministère du Travail184. De ces textes, il ressortait que le règlement intérieur185 ne pouvait apporter de restrictions aux libertés individuelles et collectives qui ne soient proportionnées au but recherché, que l'employeur peut énumérer les interdictions ou limitations, de même que leurs sanctions, toute sanction pécuniaire étant interdite186. Actuellement, les restrictions entourant la passation des ordres maison sont mentionnées à l'article L. 533-10 du Code monétaire et financier, issu de l'ordonnance n° 2007-544, du 12 avril 2007, modifié à nouveau par la loi du 26 juillet 2013, puis aux articles L. 533-2 s. pour les PSI et L. 533 -10 s. pour les sociétés de gestion de portefeuille (Ord. n° 2017-1107 du 22 juin 2017). La notion de transaction personnelle est développée aux articles 321-42 et suivants du règlement général de l'AMF (version 2018). Les contraintes posées par le règlement intérieur peuvent être également reprises dans un « code de déontologie » interne187.

056. Appréciation de la légalité des règlements intérieurs.
Les conditions dans lesquelles le règlement intérieur peut valablement apporter des restrictions à la passation d'ordres de bourse par les salariés du prestataire habilité ont été rappelées par le Conseil d'État dans un arrêt en date du 18 mars 1998188. Selon le Conseil d'État, sont légales :
la disposition prévoyant qu'un collaborateur ne peut effectuer d'opérations pour son compte propre, directement ou par personne interposée, que dans des comptes ouverts dans l'établissement employeur189 ;

la disposition qui rend obligatoire l'horodatage190 des ordres de bourse de tous les collaborateurs ;

la disposition qui interdit à un collaborateur d'effectuer une opération d'achat et de vente sur une même valeur, dans une même séance de bourse191 ;

la disposition instituant un service du contrôle chargé de veiller au respect des dispositions du règlement intérieur et seul compétent en matière de déontologie ;

la disposition obligeant un collaborateur effectuant une opération qui s'écarte manifestement, par son volume ou son cours, des normes du marché, à fournir un compte rendu écrit au service du contrôle.

En revanche, ont été jugées illégales par le Conseil d'État :

la disposition prévoyant que le service de contrôle a accès à toutes les informations nécessaires pour l'exercice de sa mission, sans préciser la nature des informations ainsi visées, ni les conditions de leur obtention permettant de préserver la dignité et l'intimité de la personne192 ;

la disposition qui prévoit l'inscription dans un registre d'un manquement du salarié aux dispositions du règlement intérieur dès lors qu'elle constitue par elle-même une sanction présentant un caractère automatique et ne garantit pas le respect des droits des salariés ;

la disposition qui prévoit que toute opération de bourse peut être interdite à un collaborateur qui n'aurait pas respecté le règlement intérieur, dès lors que, si elle ne présente pas le caractère d'une sanction pécuniaire, elle ne peut être prévue par le règlement qu'à la condition que sa portée soit elle-même précisée de manière à ce que son infliction soit en rapport avec la gravité du manquement reproché193.

L'arrêt du Conseil d'État du 18 mars 1998 montre ainsi que même au nom de l'intégrité du marché et de la protection des intérêts de la clientèle, le règlement intérieur ne saurait contenir des restrictions aux droits et libertés sur le lieu de travail qui ne soient proportionnées au but recherché. Néanmoins, les dispositions du règlement général de l'AMF étendent et durcissent les contraintes prévues antérieurement.

058. Dispositions du règlement général de l'AMF.

Le règlement général de l'AMF est venu préciser et actualiser les anciennes dispositions des articles 2-6-5 et 2-6-6 du règlement général du Conseil des bourses de valeur (CBV). L'obligation, pour l'entreprise de marché, d'établir un règlement intérieur, est posée aux articles 511-2 et 512-7 du règlement général de l'AMF (version 2018). Le règlement doit préciser notamment les conditions dans lesquelles les personnes placées sous la responsabilité de l'entreprise de marché ou agissant pour son compte peuvent effectuer des opérations sur instruments financiers pour compte propre. De surcroît, le règlement intérieur doit interdire aux personnes chargées d'une fonction de cotation ou de surveillance du marché de passer des ordres pour leur propre compte sur les instruments financiers dont elles ont la responsabilité.

Ces dispositions sont complétées par les articles 512-6 et suivants du règlement général de l'AMF, en sorte que les collaborateurs du prestataire habilité sont étroitement contrôlés s'agissant des ordres qu'ils passent pour leur propre compte, et qu'ils ne sauraient avoir le

moindre traitement privilégié par rapport aux ordres de l'ensemble de la clientèle du prestataire habilité. Ainsi, le cheminement des ordres émis par les collaborateurs pour leur propre compte et leur exécution doivent suivre des procédures comparables à celles qui s'appliquent aux ordres des clients. Ce principe suffit à justifier l'horodatage des ordres des collaborateurs. Les ordres ne peuvent en aucun cas être transmis par le collaborateur directement sur le marché ou à une table de négociation clients, ces dispositions s'appliquant aux opérations effectuées sur tout compte sur lequel le collaborateur a capacité pour intervenir. Plus encore, par souci de protection de la clientèle, de ses collaborateurs et de l'intégrité du marché, le prestataire habilité peut restreindre la faculté qu'ont les collaborateurs occupant des fonctions sensibles194 d'effectuer des opérations sur instruments financiers pour leur compte propre, en dehors de toute faute professionnelle195. L'interdiction de passer des ordres pour compte propre peut être totale ou partielle, ponctuelle ou durable. Elle est automatique s'agissant d'ordres pour compte propre ayant pour objet un instrument financier sur lequel le collaborateur, de par ses fonctions, est susceptible d'intervenir en tant que négociateur. Elle vaut aussi pour les analystes financiers à l'égard des instruments financiers qu'ils suivent196. Ces dispositions, assurément contraignantes, sont contrebalancées par le fait que le prestataire habilité ne peut priver ses collaborateurs de la possibilité de confier la gestion de leur portefeuille dans le cadre d'un mandat. Enfin, d'une part, les collaborateurs ont l'obligation d'informer le prestataire habilité de tout compte d'instruments financiers sur lequel ils ont la faculté d'agir, quel que soit l'établissement teneur de compte, le règlement général de l'AMF mettant ainsi en place un secret partagé. D'autre part, le prestataire doit limiter les cadeaux et avantages que ses collaborateurs sont susceptibles de recevoir dans l'exercice de leur activité professionnelle. Ainsi, les articles 313-9 et suivants développent la notion de transaction personnelle relative aux collaborateurs et à ses proches au sens large, pour la soumettre à un régime spécifique et restrictif, englobant même les contrats d'externalisation, afin de prévenir les conflits d'intérêts au sein du prestataire et de ses collaborateurs.

En somme, il ressort de ces développements que les dispositions du règlement général de l'AMF sont nettement plus étoffées que les principes ponctuels qui étaient formulés aux articles 2-6-5 et 2-6-6 du règlement général du CBV, l'extension des règles déontologiques allant de pair avec leur durcissement. Enfin, la suspicion éventuelle quant à l'origine de certains ordres a été étendue aux ordres émanant des dirigeants et assimilés et leurs proches, tenus de déclarer les

opérations qu'ils ont effectuées sur les titres des sociétés qu'ils dirigent197. La suspicion d'un risque d'abus de marché ne fait pas obstacle à la réalisation de l'ordre, mais impose des obligations de déclaration (obligation de déclaration dès qu'un montant annuel cumulé dépasse 5 000 _) et de conservation des fiches d'ordres. Les organisations professionnelles (AMAFI et FBF) ont élaboré un guide sur les déclarations de soupçon d'abus de marché, accessible sur leur site Internet198. En conclusion, la transposition de la directive Abus de marché n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, et de sa directive d'application n° 2004/72/CE du 29 avril 2004, par la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005, ne constitue qu'un toilettage et une adaptation des textes préexistants, via la technique des listes des personnes sensibles et des initiés, permanents ou occasionnels199, le droit français n'ayant pas attendu l'Europe pour réglementer les « ordres maison ».
La directive (UE) n° 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, dite MIF 2, reprend les exigences décrites, en énonçant que toute entreprise d'investissement doit mettre en place « des politiques et des procédures permettant de garantir qu'elle-même et ses directeurs, ses salariés et ses agents liés respectent les obligations fixées dans la présente directive » (art. 16). Ce point est d'autant plus important que la transposition des textes sur les abus de marché oblige les professionnels à mettre en place des procédures d'alerte éthique200. L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 a repris les dispositions relatives aux CIF et agents liés aux articles L. 541-1 et suivants du Code monétaire et financier. Cette modification introduite par l'ordonnance du 23 juin 2016 est entrée en vigueur le 3 janvier 2018.

§ 3 – La couverture de l'ordre

060. Crux juris.

Une dernière considération est de nature à affecter l'acceptation d'un ordre, même au libellé réglementé, par le prestataire habilité : l'ordre transmis doit être couvert201 ; à défaut, le prestataire habilité est en droit d'en refuser le traitement202. L'exigence de la couverture permanente des ordres est essentielle ; elle a en principe pour raison d'être de protéger le marché, notamment contre le risque systémique, mais aussi de protéger les donneurs d'ordre contre eux-mêmes, en les empêchant de spéculer à découvert. Il faut néanmoins ne pas se payer de mots, et se rendre compte que la couverture initialement requise n'est jamais qu'un faible pourcentage des positions prises à terme203,

circonstance204 qui suffit à en réduire singulièrement l'efficacité. En d'autres termes, la faiblesse des taux minima de couverture est telle que la solvabilité d'un donneur d'ordre n'est en rien garantie par leur respect ; au lieu de le réduire, elle favorise au contraire le risque d'insolvabilité, d'autant que la faiblesse initiale du taux de couverture n'est pas répercutée sur le système des appels de marge205, dont l'ampleur206 prend à revers, lors de chaque retournement de marché, bon nombre de donneurs d'ordre. Les enjeux attachés à son régime, l'existence d'un contentieux abondant, l'importance du risque de perte en raison de l'effet de levier207 en font l'une des questions les plus délicates de l'étude des ordres de bourse, sa réputation n'étant aucunement usurpée208.

Sa nature, ainsi que les intérêts protégés, ont évolué avec le temps. Traditionnellement analysé soit comme un gage209, soit comme une avance sur paiement210, ou encore, comme un règlement anticipé et conditionnel du solde débiteur éventuel211, le dépôt de garantie effectué auprès d'un adhérent d'une chambre de compensation212 emporte aujourd'hui un transfert de « la pleine propriété » à titre de garantie213 (C. mon. fin., art. L. 440-7)214, bien que la réglementation actuelle n'embrasse pas toutes les hypothèses215. Cependant, l'application de l'ancien article L. 442-6 du Code monétaire et financier était devenue incertaine depuis le passage au service de règlement différé (SRD)216, le CMF considérant par exemple que les conditions n'étaient plus remplies, la couverture de l'OSRD constituant un paiement conditionnel et anticipé217. Si une telle analyse l'emportait en jurisprudence, il y aurait incontestablement un recul de la sécurité juridique offerte aux prestataires218. Autre illustration de certaines surprises, la Cour de cassation a jugé, pour la période antérieure à la loi n° 99-532 du 25 juin 1999, que le transfert de propriété des dépôts effectués à titre de couverture par le donneur d'ordre bénéficiait aux adhérents de la chambre de compensation, mais non au banquier teneur de compte-conservateur, tenu, dès lors, de respecter les dispositions de l'ancien article L. 431-4 du Code monétaire et financier (désormais C. mon. fin., art. L. 211-17 et s.) pour la réalisation du nantissement219. En conséquence, l'article 541-31 du règlement général de l'AMF permet aux adhérents à la chambre de compensation d'appeler auprès des donneurs d'ordre les sommes nécessaires à la couverture des ordres220. Et l'obligation de couverture s'applique dorénavant aussi bien aux relations entre les chambres de compensation et les adhérents compensateurs ou membres du marché et les donneurs d'ordre, qu'aux relations entre les intermédiaires transmetteurs d'ordres et les donneurs d'ordre221, encore que la

nature de la couverture soit précisée dans le premier cas, mais non dans le second.
De même, l'intérêt protégé n'est plus simplement celui des intermédiaires financiers ou celui du marché222, mais également l'intérêt propre des donneurs d'ordre223. En ce sens, la constitution de la couverture a cessé d'être facultative pour devenir obligatoire à compter du décret n° 60-1107 du 14 octobre 1960224, et l'article 61 du décret du 7 octobre 1890225 qui interdisait aux donneurs d'ordre de se prévaloir du défaut de couverture à l'encontre des agents de change a été abrogé par le décret n° 88-254 du 17 mars 1988.
Lorsque les positions prises viennent à dépasser le seuil de couverture, le défaut de régularisation entraîne leur liquidation, laquelle cristallise les pertes et fait obstacle à leur aggravation. C'est dire l'importance du rôle de la couverture, dès la formation de l'ordre de bourse, qu'il s'agisse des modalités de sa constitution, ou des conséquences attachées à son absence ou à son insuffisance.

062. Apport de la directive MIF 2.
Tirant les leçons de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, la directive (UE) n° 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, dite MIF 2, vient interdire aux PSI de recourir à la « propriété-sûreté » afin de couvrir les obligations de leurs clients non professionnels, qu'il s'agisse d'une dette présente, passée ou future, en octroyant des droits réels à des tiers sur les avoirs de la clientèle non professionnelle (art. 16,10°). L'interdiction ainsi posée a obligé le législateur à modifier l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier afin de protéger la clientèle non professionnelle226.

A – Constitution de la couverture

064. Effectivité de la couverture.
La constitution de la couverture, qui est une obligation à la charge du donneur d'ordre, doit avoir lieu à un certain moment ; les actifs admis en couverture des ordres sont limitativement énumérés. Le moment de la couverture et les actifs admis concourent l'un et l'autre à son effectivité.
En aucun cas, les titres donnés en garantie par les donneurs d'ordre ne doivent servir à la couverture des obligations des adhérents compensateurs auprès de Clearnet SA.

1 – Moment de la constitution

066. Unification des dates pour les opérations à terme.
Le moment de la constitution de la couverture variait de manière peu logique selon le marché sur lequel l'ordre doit être exécuté : obligatoirement préalable227 à la passation de l'ordre sur le MATIF et sur le MONEP (pour le contrat à terme CAC 40, et uniquement à l'égard des donneurs d'ordre qui n'y interviennent pas à titre habituel), la constitution de la couverture doit intervenir au plus tard le jour de bourse suivant le jour de la passation de l'ordre sur les autres marchés réglementés. Le caractère obligatoirement préalable de la constitution de la couverture sur le MATIF et sur le MONEP pour le contrat à terme CAC 40 est justifié par l'importance et la rapidité des risques de pertes228. Devront en être tirées les conséquences juridiques sur le processus de formation de l'ordre de bourse. Mais la suppression du marché à règlement mensuel (RM) le 22 septembre 2000 et la mise en place du SRD à compter du 25 septembre 2000 ont entraîné, pour les opérations à terme, l'unification des dates de constitution de la couverture, qui doit dorénavant être préalable à l'exécution de l'ordre. En effet, les articles 516-2 et suivants du règlement général de l'AMF version 2007, puis 315-11 version 2018 subordonnent strictement l'acceptation de l'ordre à la constitution préalable de la couverture, qu'il s'agisse d'opérations sur titre de capital ou de créance (lorsque les opérations de règlement-livraison sont différées), ou sur des instruments financiers à terme229. Cependant, dans un cas (AMF, règl. gén., art. 315-12 version 2018), la constitution préalable de la couverture n'est pas nécessaire. Il en est ainsi pour le membre de marché réglementé qui ne tient pas le compte du client, ce qui le dispense de vérifier la constitution préalable de la couverture auprès du transmetteur d'ordre agissant en qualité de teneur de compte-conservateur du client. Cette dérogation est reprise par l'article 315-22 du règlement général de l'AMF version 2018 : « Par dérogation aux dispositions du premier alinéa de l'article 516-3, le membre d'un marché réglementé qui ne tient pas le compte d'un client est dispensé de vérifier la constitution d'une couverture lorsque l'ordre lui est adressé par un prestataire agissant en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres. » Selon l'article 315-11, alinéa 2, du règlement général de l'AMF version 2018 : « Lorsque les règles du marché prévoient la faculté mentionnée au premier alinéa de l'article 516-1, le

prestataire qui reçoit un ordre à règlement ou livraison différés ne peut accepter un tel ordre de la part de l'investisseur que s'il obtient de celui-ci la constitution d'une couverture soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte-conservateur s'il n'assure pas lui-même cette fonction. » Et selon l'article 315-14 version 2018 : « Lorsque le donneur d'ordre n'a pas, dans le délai requis, constitué ou complété la couverture ou rempli les engagements résultant de l'ordre exécuté pour son compte, le prestataire de services d'investissement procède à la liquidation partielle ou totale de ses engagements ou positions. L'AMF peut, en tant que de besoin, fixer, de manière temporaire ou permanente, des règles de couverture plus strictes pour un instrument financier ou un marché déterminé. »
L'exigence d'antériorité de la couverture apparaît expressément à l'article 315-12 version 2018 du règlement général de l'AMF : « Le prestataire de services d'investissement qui ne tient pas le compte d'un client donneur d'ordre n'accepte de transmettre ou d'exécuter un ordre comportant le service de règlement et de livraison différés que s'il est en mesure, en application d'une convention établie avec le teneur de compte-conservateur du client, de vérifier avant de transmettre ou d'exécuter cet ordre que la couverture requise est bien constituée chez ledit teneur de compte-conservateur. »

068. MATIF.
Le dépôt de garantie doit être constitué, en principe, préalablement à toute ouverture de position230. La couverture doit donc être constituée avant la passation et l'exécution de l'ordre. Le dépôt de garantie doit permettre de couvrir au moins une fois la limite de cours définie par le MATIF sur l'instrument financier à terme considéré ou sur l'instrument sous-jacent de l'option dans le cas de la vente de contrat d'option. Cependant, l'exigence relative au caractère préalable de la couverture est écartée, sous la responsabilité des adhérents à la chambre de compensation, et pour des raisons de souplesse, pour les donneurs d'ordre qui interviennent à titre de profession habituelle, la couverture devant, dans ce cas, être versée au plus tard le lendemain du jour de l'enregistrement de la transaction231. Cette dérogation nous paraît regrettable, dans la mesure où la défaillance d'un donneur d'ordre intervenant à titre de profession habituelle est de nature à avoir un impact bien plus grand que celle d'un donneur d'ordre simple particulier. En d'autres termes, la dérogation permet d'écarter la constitution préalable de la garantie précisément dans les hypothèses où celle-ci est la plus justifiée (cette remarque vaut également pour la

dérogation prévue pour le contrat à terme CAC 40 sur le MONEP). Et, selon un arrêt rendu par la chambre commerciale le 6 mars 2007232, les règles de couverture des opérations sur le MATIF sont édictées dans l'intérêt de l'adhérent compensateur et de la sécurité du marché, non dans l'intérêt du négociateur, de sorte que ce dernier ne peut se prévaloir de leur inobservation pour engager la responsabilité de son cocontractant. Permanente, la couverture est actualisée quotidiennement (Règles Clearnet, 24 janv. 2001, art. 1-5-1-1 et s. – Instr. n° I-5-1 – Instr. n° IV-4-1233) et donne lieu à des appels de marges (écart entre deux valorisations quotidiennes d'un contrat) ou primes complémentaires en cas d'évolution négative des positions prises, (Règles Clearnet, 24 janv. 2001, art. 1-5-1-1 et s.) ; si elle est débitrice, la marge doit être versée avant la séance suivante du marché, le montant étant exigible sans mise en demeure ; il en est de même de la prime. Au contraire, si elle est créditrice, la marge doit être mise à disposition du donneur d'ordre. La faiblesse du taux de la couverture initiale est ainsi compensée par le système d'appel de marge quotidien, ce qui expose cependant le donneur d'ordre au risque de liquidation d'office s'il est à court de liquidités immédiates, et accentue, en réalité, les dangers inhérents à ce système, surtout en période de retournement de marché. Pour essayer de limiter ces inconvénients, et aussi pour maintenir l'effet de levier, les règles de marché fixent des limites de variation à l'intérieur desquelles les cours peuvent librement fluctuer234. En conséquence, en période de faible volatilité, les marges de fluctuation sont réduites, ce qui diminue le montant du dépôt de garantie et augmente l'effet de levier ; et en cas de période de volatilité des cours, la marge de fluctuation est augmentée, ce qui rehausse le montant du dépôt de garantie et abaisse l'effet de levier. L'ajustement des marges de fluctuation est opéré au moyen de suspensions du marché.

070. Autres marchés réglementés.

Sur le MONEP235, la couverture spécifique236 des ordres doit être intégrale et permanente. L'enregistrement des mouvements financiers doit intervenir le jour même de l'opération. S'il ne prend pas en compte les positions que le donneur d'ordre peut également détenir sur le marché à terme, c'est-à-dire sur les valeurs support, le calcul de la couverture exigible s'effectue de manière globale, en procédant à la somme algébrique des couvertures exigibles par classe d'options (le produit de liquidation vient donc en compensation des couvertures exigées sur les autres classes, de même que se compensent, à l'actif,

les options achetées, et au passif, les options vendues). La couverture est actualisée quotidiennement par des appels de marge237, étant souligné qu'en cas de mise en ?uvre des règles de coupe-circuit, les adhérents à la compensation et les membres du marché teneurs de compte peuvent répercuter en cours de séance sur leur clientèle l'appel de couverture complémentaire, trait caractéristique de l'instantanéité de la bourse. Les appels de marge quotidiens constituent ainsi un frein nécessaire à la spéculation, comme pour le MATIF. Il faut cependant opérer une distinction. Pour le contrat à terme CAC 40238, et uniquement à l'égard des donneurs d'ordre n'intervenant pas à titre habituel sur le marché, le dépôt de garantie doit être effectué préalablement à la passation de l'ordre ; en revanche, dans les autres hypothèses, la couverture n'a pas à être préalable à la passation de l'ordre ; car elle peut être produite au plus tard au cours de la séance de négociation suivant celle au titre de laquelle ladite garantie est appelée239, étant précisé que le paiement des marges doit intervenir au plus tard avant l'ouverture de la séance de négociation suivante. En d'autres termes, la réclamation préalable de la constitution de la couverture n'est qu'une faculté offerte au prestataire habilité. Cette souplesse est critiquée à juste titre par H. Hovasse, qui considère que la couverture devrait, sur le MONEP, être constituée préalablement à toute production d'un ordre240. À juste titre, car l'importance et la rapidité des risques de pertes sur le MONEP n'ont rien à envier à celles du MATIF.

Sur le SRD et le marché des EDR241, contrairement à ce qu'écrivent certains auteurs242, il n'y a pas faculté, mais bien obligation (et cela, depuis le décret n° 60-1107 du 14 octobre 1960) de constituer la couverture. Les modalités varient cependant selon que l'ordre porte sur des instruments négociés au comptant (marché des EDR) ou donnant lieu à règlement immédiat d'une part, ou sur des instruments négociés sur le marché à règlement mensuel (ex-Premier Marché), remplacé par le SRD et l'Eurolist, d'autre part243. Dans le premier cas, « le membre du marché peut exiger à son initiative, ou à la demande de la SBF-Bourse de Paris, la remise des fonds ou des instruments financiers avant toute négociation au comptant ou donnant lieu à règlement immédiat » (Règles Euronext, 19 mars 2003). Dans le second cas, la couverture devait obligatoirement être constituée, au plus tard, le lendemain de l'exécution de l'ordre sur le marché à RM, étant souligné que le membre du marché, et donc, également, le simple transmetteur d'ordres (AMF, règl. gén., art. 516-2 et s.), pouvaient244 exiger la remise de cette couverture préalablement à l'exécution de l'ordre.

Qu'elle soit d'espèces ou d'instruments financiers, la couverture obéit également au principe de permanence (AMF, règl. gén., art. 516-4 et s.), lequel est susceptible de poser des difficultés de calcul lors de la mise en ?uvre des appels de marge 096.
Ces différentes règles subsistent, nonobstant la disparition du RM depuis le 22 septembre 2000, dès lors que l'ordre a été libellé avec service de règlement différé, à l'exception d'un point capital : depuis la modification du règlement général du CMF par l'arrêté du 30 août 2000, l'acceptation de l'ordre est strictement subordonnée à la constitution préalable de la couverture (AMF, règl. gén., art. 516-2 et s.), qu'il s'agisse d'opérations sur titre de capital ou de créance (dès lors que les opérations de règlement-livraison sont différées), ou sur des instruments financiers à terme. La doctrine justifie le caractère préalable de la constitution de la couverture par l'accroissement des risques supportés par le prestataire dans le SRD245.
Seules les opérations à terme étant visées par l'obligation de constituer préalablement la couverture, il faut en déduire que, pour les opérations au comptant, la couverture n'a pas à être constituée avant l'acceptation de l'ordre. Ceci est parfaitement logique : au comptant, le dénouement est opéré le lendemain de la négociation, et il ne peut y avoir d'effet de levier. Les risques sont donc différents et très inférieurs à ceux des opérations à terme, dominées, elles, par de puissants effets de levier.
Enfin, et sauf convention contraire entre le prestataire et le donneur d'ordre, tous les titres ou valeurs conservés sur le compte de ce dernier sont affectés de plein droit à titre de couverture à la garantie de tous ses engagements, l'adhérent pouvant les vendre sans préavis pour solder les opérations. En réalité, l'absence de terme fait que la fourniture de la couverture se confond en grande partie avec les opérations de règlement-livraison, sauf si l'ordre a été stipulé avec SRD, ce qui est possible pour les titres inscrits sur la liste établie par Euronext246.

072. Condition de validité de l'ordre.
Une partie de la doctrine s'accorde à voir dans l'exigence de la constitution préalable de la couverture une condition de validité des ordres passés sur le MATIF247. À titre de comparaison, le défaut d'enregistrement de l'ordre constituait bien un cas de nullité de plein droit248 ; en d'autres termes, l'enregistrement et la constitution préalable de la couverture conditionnent juridiquement la validité de l'ordre. Une telle analyse, pertinente pour le MATIF et aussi pour le MONEP, s'agissant des ordres portant sur le contrat à terme CAC 40,

peut, dorénavant, parfaitement être transposée aux ordres passés à terme avec SRD, puisque la constitution de la couverture y est, également, obligatoirement préalable (AMF, règl. gén., art. 315-11 s version 2018)249. Les textes sont très clairs, qui énoncent : « Le prestataire qui reçoit un ordre destiné à être exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient de l'investisseur la constitution d'une couverture (…). » En revanche, lorsque le prestataire exigeait préalablement la constitution de la couverture, hormis le MATIF et le MONEP, les différents textes prenaient soin de faire référence à l'exécution de l'ordre, non à sa conclusion, d'où l'on pouvait déduire que la formation de l'ordre de bourse n'était pas affectée, mais son exécution simplement suspendue à la fourniture de la couverture250. En revanche, sur le MONEP, pour les ordres portant sur le contrat à terme CAC 40 des clients qui n'y interviennent pas à titre habituel, il est bien énoncé que le dépôt de garantie s'effectue préalablement à la passation de l'ordre. On soulignera enfin que les conventions télématiques de plusieurs prestataires habilités relatives à la passation des ordres par voie électronique (ordinateur) prévoient que l'ordre ne peut être traité que si le compte du client dispose de la couverture suffisante. Selon un arrêt de la cour d'appel de Paris du 21 février 2003251, la clause de contrôle des ordres de bourse de la convention de services télématiques ne vaut pas obligation de contrôle systématique des ordres.

2 – Actifs admis en couverture

074. Découverts en compte et chèques remis à l'encaissement.
L'effectivité de la couverture dépend très largement de la qualité des actifs qui y sont admis et de la rapidité avec laquelle ils peuvent être réalisés252. Une telle considération explique qu'en aucun cas, la couverture ne saurait être constituée par un découvert en compte consenti à son client par le prestataire habilité253. Il existe néanmoins un règlement CRBF n° 98-05, du 7 décembre 1998, pris en application des articles L. 321-2 et L. 611-4 du Code monétaire et financier254, qui pose les conditions, très strictes, auxquelles l'entreprise d'investissement peut accorder à son client un crédit pour effectuer une ou plusieurs transactions sur instruments financiers, sans engager pour autant sa responsabilité disciplinaire. La violation de ce règlement expose le prestataire à une double sanction pour les mêmes faits, de la

part de l'ACPR pour l'aspect bancaire255, et par l'AMF pour l'inobservation de la réglementation des couvertures256. Des donneurs d'ordre ont par ailleurs essayé de faire juger que l'OSRD était un prêt relevant du Code de la consommation et du délai de forclusion biennal, et que le défaut de couverture était assimilable à un crédit, mais en vain257. Selon la jurisprudence des juges du fond, l'OSRD est une opération de courtage différé258. Cependant, le Conseil d'État a jugé, dans un arrêt n° 266735 du 25 juillet 2007, que la violation du règlement n° 98-05 par un prestataire équivalait à une mise à disposition de fonds au sens de l'article L. 313-1 du Code monétaire et financier (dans sa rédaction à l'époque des faits), nonobstant l'absence d'intérêts. En d'autres termes, la qualification d'opération de crédit, retenue par la Commission bancaire, à la fois pour l'ancien RM et pour les OSRD, est approuvée par le Conseil d'État. Et la Cour de cassation a retenu la même analyse dans un arrêt important du 26 juin 2012259.
Mais la Cour de cassation semble refuser d'en tirer toutes les conséquences en admettant que le particulier qui alimente des positions spéculatives grâce à des prêts bénéficie quand même de la prescription biennale du Code de la consommation260.
La faiblesse des pourcentages de couverture requis implique de manière impérieuse qu'aucune facilité de caisse, aucun crédit ne soient tolérés. L'exigence d'une couverture des ordres à terme ne serait qu'un contre-mot si le donneur d'ordre était autorisé à fournir quelques jours après la passation de l'ordre une couverture de 1 % des engagements pris (couverture des positions prises sur le contrat de taux d'intérêt à moyen terme du MATIF, valeur nominale : soit 1 %)… sous la forme d'une ligne de crédit ouverte par la banque ! Depuis que l'article 4-2-33-1 du règlement général du CMF (remplacé par art. 4-1-35-1 et 4-1-38-1, puis par AMF, règl. gén., art. 516-2 et s.) a étendu aux relations entre donneurs d'ordre et intermédiaires transmetteurs d'ordres les règles de couverture applicables aux membres de marché ou aux adhérents compensateurs, l'interdiction d'octroyer des lignes de crédit aux donneurs d'ordre s'applique aussi aux établissements de crédit. De même, à notre sens, un chèque remis à l'encaissement ne saurait être pris en compte pour le calcul de la couverture tant que la provision n'est pas arrivée sur le compte261 : le délai peut varier de deux à cinq jours ouvrés selon que le chèque est sur ou hors rayon, délai qui excède donc le temps imparti pour fournir la couverture ou satisfaire aux appels de marge quotidiens ; de surcroît, le chèque peut être sans provision, et sa contre-passation serait susceptible de poser de délicats problèmes de reconstitution de la couverture, avec le risque qu'un ordre initialement couvert se révèle, en fin de compte, passé à

découvert. Aussi bien, pour ces différentes raisons, et indépendamment de l'analyse juridique de sa remise, avec endossement valant escompte ou simple mandat d'encaissement262, le chèque dont la provision ne serait pas encore parvenue sur le compte du donneur d'ordre ne saurait-il être, à notre sens, admis à titre de couverture. Cette analyse a été suivie par une décision inédite du tribunal de commerce de Toulouse en date du 1er octobre 1998263 pour des opérations à découverts menées sur le MONEP. On soulignera toutefois, pour le déplorer, que l'instruction Euronext citait le chèque non encore encaissé comme actif admis en couverture264, position critiquable, car elle revenait indirectement à admettre l'avance de fonds et l'escompte comme couverture, solution dangereuse et justement condamnée par certaines décisions de juges du fond. Cette position doit être considérée aujourd'hui comme caduque, depuis que la décision CMF n° 2000-4, du 30 août 2000, a énoncé que les chèques remis ne peuvent être pris en compte à titre de couverture qu'après leur encaissement (art. 5). Selon l'article 516-7 version 2007 du règlement général de l'AMF, « les chèques remis ne peuvent être pris en compte à titre de couverture qu'après leur encaissement. », puis 315-16 version 2018

076. Liste des actifs admis.

La question du chèque montre que la liste des actifs admis265, qui est fixée par la chambre de compensation, peut varier selon les différents marchés réglementés. La chambre de compensation, les adhérents à la compensation et les membres de marchés peuvent toujours exiger de leurs donneurs d'ordre une couverture d'un montant supérieur au minimum obligatoire fixé par l'entreprise de marché266, les taux de couverture ne constituant que des minima obligatoires. Varient également le pourcentage de la couverture267 et, éventuellement, l'application d'un abattement sur la valeur de l'actif. En revanche, ainsi que l'a souligné un auteur268, l'ancien principe posé par les articles 4-6-7 et 4-6-11269 ne figurait plus, tel quel, dans le règlement général du CMF et les règles d'organisation et de fonctionnement d'Euronext Paris.

078. MATIF.

La liste des actifs admis en couverture a été fixée par une instruction MATIF du 2 avril 1998270, puis par l'instruction Clearnet C1-04 (ayant fait l'objet d'un complément271 : LCH. Clearnet a complété sa réglementation avec l'Instruction IV-5-1 du 15 février 2005. Selon

l'article 6, « le Dépôt de Garantie représente : – Pour les positions sur contrats à terme fermes négociés sur le MONEP et sur le MATIF, le coût théorique maximal de liquidation de la position ouverte en options et en contrats à terme fermes enregistrée au nom de l'adhérent compensateur en fonction d'hypothèses sur l'évolution à venir des prix et de la volatilité des instruments financiers sous-jacents (…) »). Des règles spécifiques existent pour les opérations jumelées. S'agissant des relations entre les donneurs d'ordre et les adhérents, la liste est large, qui inclut :
espèces en euros, ou devises (GBP, USD) ;

bons du Trésor à taux fixe ;

bons du Trésor annuels normalisés, en euros ;

bons du Trésor américain ;

emprunts d'État français en euros ;

emprunts d'État allemands ;

obligations assimilables du Trésor (OAT) en euros dites démembrées (coupon ou principal), après un abattement dépendant de leur maturité ;

titres de créance négociables (TCN) en euros autres que les bons du Trésor, bénéficiant d'une note égale au moins à Aa ou équivalent, après abattement dépendant de la maturité ;

actions de SICAV et parts de fonds communs de placement (FCP), à l'exclusion des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), des FCP à risques, et des fonds communs d'intervention sur les marchés à terme, bénéficiant d'une note égale au moins à Aa ou équivalent, et après application d'un abattement sur la valeur liquidative ;

garanties bancaires à première demande, mais uniquement pour la couverture des contrats à terme sur marchandises.
Enfin, la chambre de compensation peut alourdir le montant du dépôt de garantie à l'égard d'un donneur considéré, soit que ce dernier ait une solvabilité incertaine, soit, au contraire, qu'il ait sur le marché une emprise trop importante272.

080. MONEP.
La liste des actifs admis en couverture a été fixée par une instruction MONEP NI-4-03 du 15 avril 1997 (art. 12), abrogée et remplacée à de très nombreuses reprises. LCH.Clearnet a complété sa réglementation

avec l'instruction IV-5-1 du 15 février 2005. Selon l'article 6, « le dépôt de garantie représente : – Pour les positions sur contrats à terme fermes négociés sur le MONEP et sur le MATIF, le coût théorique maximal de liquidation de la position ouverte en options et en contrats à terme fermes enregistrée au nom de l'adhérent compensateur en fonction d'hypothèses sur l'évolution à venir des prix et de la volatilité des instruments financiers sous-jacents (…). » Une note d'information du MONEP ajoute : « Les dépôts de garantie exigés des adhérents compensateurs doivent être constitués auprès de LCH.Clearnet SA sous différentes formes d'actifs dont la liste est arrêtée par avis de LCH.Clearnet SA (instruction I.5-1 : « Les dépôts de garantie appelés par les adhérents compensateurs sur les positions prises par les donneurs d'ordres dont ils tiennent les comptes doivent être constitués sous différentes formes d'actifs dont la liste est arrêtée par avis de LCH.Clearnet SA. » Instruction IV.5-1 : « Les actifs admis en garantie, autres que les espèces en euros, sont valorisés quotidiennement à leur contre-valeur en euros s'agissant des devises, à leur valeur de marché s'agissant des titres de créance, des titres de capital, et à leur valeur liquidative s'agissant des OPCVM, avec application le cas échéant d'un taux d'abattement fixé par LCH.Clearnet SA en fonction de la nature des garanties et de la maturité des titres. Les taux d'abattement sur les valeurs de marché sont précisés dans les deux instructions mentionnées ci-dessus. »)
La liste initiale était plus réduite273 que celle du MATIF, mais elle a été étoffée, et comporte les instruments financiers suivants :
espèces en euros, ou devises (GBP, USD) ;

titres de créance émis par l'État français, ou par l'État américain (US TB), ou par l'État allemand (Bunds) ;

bons du Trésor (BTF valorisés à 90 % et BTAN valorisés à 80 %) ;

obligations assimilables du Trésor ;

titres de capital entrant dans la composition de l'indice CAC 40, l'indice Dow Jones Stoxx® 50 ou de l'indice Dow Jones Euro Stoxx® 50 ;

titres de capital autres que ceux qui entrent dans la composition de l'indice CAC 40, faisant l'objet de classes d'options sur le MONEP ;

actions de SICAV et parts de fonds communs de placement (FCP), classées dans les catégories monétaire franc, obligations et autres titres de créance français, ou actions françaises, dont la liste est publiée par le MONEP, valorisées à 80 % de leur prix de rachat.

Une décote est appliquée quotidiennement aux actifs admis en couverture autres que les espèces, dont le pourcentage est fixé par avis du MONEP en fonction de l'importance estimée du risque de prix encouru sur ces actifs. Le calcul de la couverture est effectué par le modèle informatique d'évaluation des options de Cox-Ross-Rubinstein, avec, pour les options sur actions, une plage de fluctuation de ± 20 % par rapport au cours de clôture de la valeur support, avec 5 pas de variation de 4 % chacun, ce qui donne 10 valeurs de l'action support autour du cours de clôture. Pour les options sur indice CAC 40, la marge de fluctuation est de ± 150 points, avec 10 valeurs théoriques de l'indice CAC 40 autour de l'indice de clôture, de - 150 à + 150 points, par pas de 30 points sur cet intervalle.
Le montant du dépôt de garantie représente le coût théorique maximal de liquidation de la position en options et en contrats à terme fermes en fonction des hypothèses faites sur l'évolution à venir des prix et de la volatilité des instruments financiers sous-jacents. Il ne s'agit que d'un montant minimal qui peut être augmenté par le teneur de compte. Les nouvelles règles distinguent le montant du dépôt pour les options et celui qui est requis pour les contrats à terme fermes (à savoir la couverture d'au moins une fois la limite maximale de variation de cours définie par MONEP sur l'instrument financier à terme considéré [Instr. NI-4-03, art. 12] : 2 750, puis 3 000 _ depuis le 3 novembre 2000).
L'article 14 de l'instruction NI-4-03, devenu l'article 17 (avis n° 98-198) permet même une rémunération des dépôts de couverture effectués par les clients sous forme d'espèces à concurrence du montant de la couverture minimale exigée.

082. SRD (ancien marché à règlement mensuel) – Composition de la couverture.

L'instruction Euronext n° 4-05 apportait de très nombreuses précisions sur la composition de la couverture, sur les actifs admis et leur pourcentage des positions prises. Depuis la disparition du RM et son remplacement par le SRD, les taux ont figuré à la décision CMF n° 2000-4, du 30 août 2000, une instruction n° 2007-04 a été prise le 15 mai 2007 en application de l'article 516-4. L'article unique énonçait : « La couverture exigée des clients, par l'article 516-4 du règlement général, est calculée en pourcentage des positions et selon la nature des actifs, conformément aux indications ci-après : 1° Couverture constituée par des espèces (euros et autres monnaies en circulation au sein de l'Union européenne), bons du Trésor, parts ou actions d'OPCVM monétaires euros ou d'OPCVM monétaires à vocation

internationale : 20 % ; 2° Couverture constituée par des titres de créance admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, titres de créance négociables et autres emprunts d'États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, parts ou actions d'OPCVM "obligations et autres titres de créance libellés en euros", parts ou actions d'OPCVM "obligations et autres titres de créance internationaux" : 25 % ; 3° Couverture constituée par des titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, parts ou actions d'OPCVM "actions françaises", parts ou actions d'OPCVM "actions de pays de la zone euro", parts ou actions d'OPCVM "actions de pays de la Communauté européenne", parts ou actions d'OPCVM "diversifiés", parts ou actions d'OPCVM "actions internationales" : 40 %. Les instruments financiers mentionnés aux 1° à 3° sont admis en couverture à leur valeur de marché. » La composition et les pourcentages274 des positions se présentent de la manière suivante :
couverture constituée par des espèces (euros, ou devises GBP, USD, francs suisses), bons du Trésor, OPCVM euros et OPCVM monétaires à vocation internationale : 20 %. Les fonds utilisés en report peuvent être compris dans la couverture-espèces ; l'article 5 de l'instruction paraissait bien admettre les chèques à titre de couverture, avant même l'arrivée de la provision sur le compte, en dépit de toutes les réserves que suscite cette position 074 ; mais la décision CMF n° 2000-4 a supprimé une telle facilité (art. 5) ;

à compter du 1er novembre 2007, selon l'article 516-4 du règlement général de l'AMF : « Le prestataire de services d'investissement est soumis aux règles relatives à la constitution et à la composition de la couverture exigée des clients définies dans une instruction de l'AMF. La couverture est calculée en pourcentage des positions et selon la nature des actifs. Elle est fixée au minimum à 20 %. Les taux mentionnés dans l'instruction susmentionnée constituent des taux minimaux. Pour tout client, le prestataire habilité a la faculté d'exiger des taux supérieurs. » L'article 516-6 ajoute : « Lorsque la couverture est constituée d'instruments financiers, le prestataire de services d'investissement peut de plein droit refuser ceux des instruments : 1° Qu'il estimerait ne pouvoir réaliser à tout moment ou à sa seule initiative ; 2° Qu'il jugerait inappropriés pour assurer une couverture satisfaisante, compte tenu de la nature de la position à couvrir. En tout état de cause, les positions à l'achat sur un instrument financier déterminé ne peuvent pas être

couvertes par le même instrument financier. » A partir de 2018, ces règles figurent aux articles 315-13 s.

084. SRD – Relèvement de la couverture.
L'AMF se reconnaît elle-même le droit de relever les taux de couverture, (solution que certains responsables politiques estimaient impossible lorsque nous la réclamions) : article 516-9 version 2007 : « Sur un ou plusieurs instruments financiers déterminés, les taux minimaux de couverture prévus à l'article 516-4 peuvent être relevés par l'AMF dans les conditions mentionnées à cet article. L'entrée en vigueur des nouveaux taux ne peut intervenir moins de deux jours de négociation après leur publication. », puis article 315-14 version 2018 En ce sens, et en raison de l'extrême gravité de la crise financière et du krach boursier (-50 % sur le CAC 40 en une seule année, l'indice passant de près de 6 200 points à 2 400 points), pour la période allant du 22 septembre 2008 à début mars 2009, l'AMF a porté à 100 % l'exigence de couverture pour 15 valeurs financières, ce qui revient à interdire la spéculation à la baisse à effet de levier sur ces valeurs. Cette mesure a été immédiatement et pleinement efficace pour lesdites valeurs (rebond moyen de 170 % des valeurs bancaires), la comparaison des graphismes boursiers des valeurs protégées ou non étant édifiante. Elle a contribué à sauver les banques françaises et donc à protéger l'économie nationale dans son ensemble. Nous considérons, contrairement à l'opinion exprimée par notre collègue T. Bonneau275, que l'AMF avait parfaitement le droit (et même le devoir, de notre point de vue, car elle a pour mission essentielle de protéger l'épargne publique), sur le fondement de la réglementation en vigueur susvisée, de relever à 100 % le taux de couverture, ce qui revient à interdire la spéculation à la baisse à effet de levier. Lorsque le relèvement de couverture est décidé, non par l'AMF, mais par le PSI lui-même, conformément aux dispositions des conditions générales de la convention de compte-titres, la Cour de cassation impose que le complément exigé soit proportionné aux positions prises. À défaut, le PSI qui liquiderait les positions verrait sa responsabilité engagée sur le fondement de l'article 1147 ancien du Code civil276.

086. SRD – Efficacité des relèvements de couverture.
Les opérateurs ont parfaitement le droit de spéculer à la baisse, en vendant ce qu'ils possèdent, sans effet de levier, pour éventuellement le racheter plus tard et moins cher, mais ils vendent alors leur bien et non le bien d'autrui. De même, Boursorama, premier courtier en ligne

de France, a parfaitement pu, du jour au lendemain, en avril 2009, et unilatéralement, interdire à tous ses clients de vendre « à découvert » le titre Thomson, avec le résultat que l'on sait : l'action a gagné en très peu de temps près de 300 %, et ce rebond spectaculaire a largement contribué à sauver le groupe de la faillite pure et simple. L'AMF a maintenu, le 27 janvier 2010, les restrictions en matière de vente « à découvert » sur les quinze valeurs financières, et annoncé le souhait de parvenir à un meilleur encadrement de ces pratiques à l'échelle européenne, dans le cadre des travaux du CESR. Cette protection juridique des valeurs financières contre la vente à découvert a provoqué un rebond moyen de 170 % du secteur. Au regard de l'analyse factorielle, ces exemples établissent l'existence d'une corrélation causale. Il aura donc fallu attendre l'éclatement d'une crise financière sans précédent pour que les autorités commencent seulement à se poser les bonnes questions, dix ans après que nous avons attiré l'attention des lecteurs sur les défauts de la réglementation en matière de vente à découvert et de produits dérivés. Nous avons d'ailleurs publié les statistiques qui prouvent l'efficacité de la mesure de l'AMF, et souligné que, pour la première fois depuis 2003, grâce à cette disposition, le ratio CAC 40 divisé par les bénéfices avait fortement remonté, réduisant les aberrations constatées depuis 2003277. A nouveau, lorsque, à la suite du krach très violent provoqué par la pandémie du Covid-19, l'AMF se résout péniblement à interdire la vente dite à découvert courant 2020 (sur la décision de ESMA réduisant la vente à découvert du 16 mars 2020, v. Th. Bonneau, RDBF n° 3, p. 44), le rebond du cac 40 frôle les + 30 %, alors que, dans le même temps, les statistiques économiques sont effroyables (envolée de la dette publique, effondrement de la croissance, explosion du chômage) et la crise sanitaire s'aggrave, de sorte que ce rebond violent, qui en a surpris et mécontenté plus d'un, ne peut être expliqué par des données économiques ou sanitaires. Le rétablissement de la spéculation à la baisse a coïncidé avec une nouvelle baisse prononcée de la bourse française (- 13 % supplémentaires environ).

Face à ces preuves criantes d'évidence, quelques études, toujours les mêmes, d'origine anglaise ou américaine, alignent toujours les mêmes poncifs : la vente à découvert permettrait la liquidité du marché, empêcherait la surévaluation du marché, son interdiction dégraderait la qualité de l'information et la formation des cours. Ce ne sont que tissus de mensonges et contrevérités criantes auxquels il convient de tordre le cou. La vérité, c'est que la bourse française, ravagée par la spéculation à la baisse depuis 2000, présente des volumes journaliers misérables, est la place la plus sous-évaluée au monde, se traînant à 4

000 points et quelques, alors qu'elle devrait être à plus de 9 000 points, et fait fuir les particuliers et les investisseurs institutionnels français. La seule affaire du corner sur Volkswagen en 2008 suffit à établir sans réfutation possible tout à la fois les effets de la spéculation à la baisse et les conséquences d'un corner mettant fin à la vague de shorts. En fait de liquidité, voici un commentaire de Cercle finance à propos d'une journée de cotation ordinaire à la Bourse de Paris courant mai 2013 : « Les volumes d'échanges donnent le vertige : 550 millions d'euros négociés en l'espace des six heures et demi de cotations, c'est digne d'une bourse d'un pays émergent pas encore introduite dans les circuits financiers majeurs. » Quant à la qualité de l'information, la bourse n'intéressant à juste titre plus personne, nombre de journaux financiers ont tout simplement fait faillite. Ne pas combattre la spéculation à la baisse, c'est l'encourager et la soutenir. Cela correspond à ce que nous appelons la politique du couteau qui tombe : il est très dangereux d'essayer de rattraper un couteau qui tombe, et une fois le couteau planté dans sa cible, les dégâts sont le plus souvent irrémédiables, tant économiques que sociaux. Surtout, le rachat des shorts ne peut jamais compenser la baisse (les exemples d'Alcatel-Lucent et de Vallourec sont particulièrement éloquents), pour des raisons mathématiques.

Pour dire les choses autrement, puisque le refus d'entendre nos analyses remonte à 2001, la faveur exprimée par le législateur envers la spéculation à la baisse via le caisse et encaisse, la vente dite à découvert, les put warrants et le trading haute fréquence ne peut être un choix de société moralement acceptable. Elle revient à prôner une conception nihiliste de la société (que le titre initial de notre ouvrage, Demain a-t-il encore un avenir, écrit en 2003, annonçait), aux conséquences désastreuses en termes de destruction de capital et de perte de croissance. Soyons enfin lucides, sous l'angle du déterminisme et de la liberté, le refus de reconnaître les choix politiques erronés du passé nous en rend prisonniers. Dès lors que nous ne pouvons pas contrôler notre passé, nous ne pouvons pas être libres au moment présent, et notre futur est déjà déterminé : explosion de la dette et du chomage, absence de croissance. Ne traitant pas plus les causes278 que celles qui la précèdent, la loi du 6 août 2015, dite Macron, censée relancer l'économie, n'y changera rien.

088. SRD – Régime de la couverture en Allemagne.

Dans le prolongement immédiat de cet article, l'Allemagne a décidé de faire en juin 2010 tout ce que nous réclamions depuis 1999, soit : 1°

l'interdiction pure et simple de la vente dite à découvert ; 2° l'interdiction généralisée de l'utilisation des dérivés pour spéculer à la baisse sur les titres de créance et les titres de capital. Les conséquences pour la bourse allemande ont été immédiates, une forte progression annuelle, à tel point que le différentiel entre le CAC 40 et le DAX atteignait 23 % début décembre 2010, pour la seule année 2010. En 2013, la bourse allemande était à nouveau à son plus haut historique, alors que la CAC 40 devrait progresser de plus de 90 % pour effacer ses pertes. De toutes les grandes places mondiales, la France est la seule à accuser un tel retard279.

090. SRD – Limitation partielle de la vente dite à découvert en France (lapsus législatif).

Les pouvoirs publics français et l'AMF ont dû se résigner à l'évidence, à savoir le lien entre l'effondrement et la faveur envers la spéculation à la baisse, mais, contrairement à l'Allemagne, les mesures prises en France sont restées incomplètes :

1° interdiction pure et simple de la vente dite à découvert, sanctionnée par 100 millions d'euros d'amende (C. mon. fin., art. L. 211-17-1) et mise en place de la déclaration des positions courtes (AMF, règl. gén., art. 223-37, qui renvoie directement au règlement (UE) n° 236/2012 ;

2° suppression corrélative de la liste des valeurs protégées au 1er février 2011 ;

3° mais aucune mesure prise contre les dérivés pour spéculer à la baisse, dérivés dont l'utilisation a été légalisée par la loi MURCEF du 11 décembre 2001, qui sont pourtant bien plus dangereux, à cause d'un effet de levier bien plus puissant.

Enfin, à l'échelle de l'Union européenne, est attendue une harmonisation de la réglementation combattant la spéculation à la baisse, dans le cadre de l'ESMA, réglementation qui sera en tout état de cause plus sévère que le droit français actuel, en raison du caractère préalable à l'ordre de vente du prêt-emprunt de titres, ce que ne prévoit pas actuellement l'article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier (les titres peuvent être trouvés dans le délai de livraison, soit J<2 dans le texte, et non J+2 chez les auteurs ayant commenté la loi ; mais selon l'article L. 211-17-1, II, dernier alinéa, la nouvelle date de livraison ne peut prendre effet qu'à « la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen », soit pas avant 2012).

La formulation de cet article est un bel exemple de charabia juridique, qui pose l'obligation de prendre les mesures nécessaires d'avoir des

assurances raisonnables… La nécessité d'avoir les assurances raisonnables, le nécessaire raisonnable, voilà une invention dans le droit français qui fera date, et dont la violation est sanctionnée par une amende de 100 millions d'euros. Nous nous étonnons qu'aucun commentateur de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, dite RBF ne se soit inquiété de la non-conformité probable de ce texte à l'exigence constitutionnelle de clarté et de prévisibilité en matière pénale.
Par ailleurs, l'article L. 211-17-1 comporte un beau lapsus de la part du législateur, non modifié par la loi du 28 janvier 2013. Le texte exige des « assurances raisonnables sur sa [celle du vendeur] capacité [sic] à livrer ces instruments financiers. » Grammaticalement, l'emploi de l'adjectif démonstratif « ces », au lieu de l'adjectif possessif « ses » est révélateur, lorsqu'on a à l'esprit la règle juridique selon laquelle il faut être propriétaire du bien que l'on vend. Le lapsus grammatical du législateur est révélateur de la vente de la chose d'autrui, et il est renforcé par l'utilisation de l'adjectif possessif « sa », pour la capacité !
Il importe de mettre en parallèle l'évolution de la réglementation des OPCVM coordonnés qui leur interdit purement et simplement, depuis la transposition de la directive n° 2009/65 du Parlement européen et du Conseil, dite OPCVM IV, par l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011, et le décret d'application n° 2011-922, du même jour, de recourir à la vente à découvert (C. mon. fin., art. R. 214-20 : « Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne peut effectuer de ventes à découvert d'instruments financiers mentionnés à l'article L. 214-20 »). La directive (UE) n° 2014/91 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, dite OPCVM V280 a renforcé dans le même sens la protection des investisseurs en faisant interdiction au dépositaire de réutiliser les actifs conservés, ce qui revient à interdire au dépositaire de faire toute opération sur les actifs en cause, tels que transfert, engagement vente, prêt. Or, on sait pertinemment que c'est le prêt de titres qui permet d'alimenter la vente à découvert et la spéculation à la baisse. L'ESMA a également pris des lignes directrices restrictives relatives aux transferts temporaires de titres réalisés par les OPCVM le 18 décembre 2012, entrées en vigueur le 18 février 2013281.
Doit être souligné ici un changement bénéfique opéré par la directive MIF 2 (MiFIR, art. 42) : les autorités nationales de chaque pays membre ont le pouvoir de restreindre et même d'interdire purement et simplement tel produit financier (i.e. sa commercialisation, sa distribution, sa vente) jugé nuisible pour son économie, les investisseurs ou son marché, sans que l'UE puisse s'y opposer, et avec des modalités de mise en place (consultation et délais) des plus simples (possibilité d'adopter en cas d'urgence lesdites mesures en 24

heures). Que la France s'empare sans tarder de ce nouveau dispositif pour rétablir l'interdiction des put warrants sur les sociétés françaises et instaurer l'interdiction totale de la vente dite à découvert sur les mêmes sociétés, produits et pratiques des plus nuisibles qui minent et ruinent l'économie française depuis 2001 !

Précisément, une loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 est venue modifier l'article L. 421-16 du Code monétaire et financier pour permettre à l'AMF d'interdire temporairement la vente à découvert de tel ou tel instrument financier, en application du règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 (cet article distingue trois hypothèses différentes, événement exceptionnel, mesures d'urgence pouvant durer trois mois, et interdiction temporaire de la vente dite à découvert).

Treize ans après notre article sur l'illégalité de la vente à découvert (v. *Les modifications des règles juridiques gouvernant la spéculation à la baisse*, Les Petites affiches 2005, n° 30 & 31, puis *De l'illégalité de la vente « à découvert »,* LPA 2009, n° 12), la Cour de cassation a jugé, pour des faits datant de septembre 2012, que celle-ci constitue non seulement une faute disciplinaire, mais aussi et surtout une faute civile (Com. 7 mars 2018, n° 16-15821, FD, BJB 2018, p. 160 note P. Pailler). La sanction est bien insuffisante et non dissuasive, qui devrait être de nature pénale.

092. SRD – Limitation partielle de la vente dite à découvert à l'échelle européenne.

L'Union européenne elle-même est venue combattre de manière limitée et imparfaite la vente dite à découvert (interdiction des CDS dits à nu sur les dettes dites souveraines, un oxymore en réalité, et encadrement des opérations de short sur les instruments financiers telles les actions, du type de la loi RBF de 2010, avec un modèle à deux niveaux pour la publication des positions courtes nettes importantes : à partir du seuil le plus bas, les positions doivent faire l'objet d'une notification privée aux autorités de régulation ; au-delà du seuil plus élevé, elles doivent être publiquement portées à la connaissance du marché) par un règlement communautaire du 14 mars 2012 n° 236/2012 (règlement VAD), entré en vigueur en pleine crise financière, le 1er novembre 2012, complété par quatre règlements, dont un règlement d'exécution du 29 juin 2012 et un règlement délégué du 5 juillet 2012282.

Le lobby pro spéculation à la baisse est tellement puissant qu'il a tenté de faire remettre en cause cette ébauche de réglementation, recours qui a été rejeté par un arrêt de la CJUE du 22 janvier 2014283.

Contrairement à ce que peuvent prétendre certains, réécrivant l'histoire a posteriori, cette réglementation ne s'est pas imposée « naturellement ». Nous avons commencé à dénoncer la faveur envers la spéculation à la baisse dans la première édition de cette étude, en 2000, d'abord dans l'indifférence générale en doctrine, puis ensuite dans une franche hostilité, avant que la bourse aille au tapis en 2008. Il eût été intelligent d'agir avant, pas après.

Comme le règlement VAD doit être appliqué de façon homogène dans tous les pays de l'Union européenne, l'ESMA publie régulièrement un document qui reprend les principales questions suscitées par certaines dispositions du règlement VAD et ses textes d'application[284]. Les exigences en termes de localisation des titres vendus à découvert sont renforcées afin de prévenir les défauts de livraison. De même, les procédures de rachat automatique par les chambres de compensation sont harmonisées et le délai est raccourci. Les mesures d'interdiction peuvent avoir une durée de trois mois renouvelables. En cas de recours contre la décision de l'ESMA, la commission de recours doit statuer dans les deux mois et le recours n'a pas d'effet suspensif. La MIF 2 impose aux donneurs d'ordres transmettant des ordres de vente à découvert de mentionner la position à découvert sur l'ensemble des comptes détenus tous établissements financiers confondus. De même, la MIF 2 interdit, à compter de son entrée en vigueur, les OSRD portant sur des ETF (produits à effet de levier).

Enfin, le règlement VAD exige que les autorités compétentes, dont l'AMF pour la France, considèrent la nécessité d'interdire les ventes à découvert sur une plate-forme de négociation si le prix d'un instrument financier sur lequel il est négocié a chuté significativement au cours de la précédente séance de négociation. Le titre Alcatel-Lucent aurait pu fournir une bonne illustration courant 2012, dont environ plus de 20 % du capital était shorté par les hedge funds (c'était le titre le plus attaqué à la baisse dans toute l'Europe, devant PSA, qui n'est plus un groupe français, avant que Nokia ne sorte du bois pour le racheter…), avec les conséquences que l'on sait en terme d'emplois et de charges sociales. Bien que ces textes soient directement applicables, l'AMF a tenu à les accompagner par une déclaration le 17 octobre 2012, tout en attirant l'attention des investisseurs sur l'entrée en vigueur du nouveau régime. De surcroît, toute personne effectuant une vente dite à découvert est tenue, au moment de la vente, soit d'emprunter les instruments concernés, soit de conclure un accord d'emprunt portant sur ces instruments, soit de prendre d'autres dispositions en vue de garantir qu'ils pourront être empruntés de sorte que le règlement puisse être effectué. Par où nécessité fait loi. Mais ce dispositif reste bien en deça

de ce qui est nécessaire pour mettre un terme aux abus constatés en bourse et les ravages en termes de destruction de richesses causés dans les capitalisations boursières (plus de 1 000 milliards détruits pour la seule bourse française). Et des rumeurs courent selon lesquelles les titres vendus seraient prêtés à l'insu des vrais propriétaires, dans leur dos, les deux seules parades étant soit d'inscrire les titres au nominatif, soit de les mettre en vente, à un prix au-dessus de celui du marché, ce qui a pour conséquence de rendre les titres indisponibles à la vente, et donc d'en empêcher le prêt. Pour conclure ce développement sur la spéculation à la baisse, qui consiste à vendre (x fois le bien d'autrui) pour racheter (moins cher par le fait même d'avoir vendu x fois le bien d'autrui sans en être le vrai propriétaire), nous citerons ce verset de la Bible : «… entre vente et achat, une faute s'introduit » (L'Ecclésiastique, chap. 27, verset 2). Nous avons également dressé le bilan de la bourse française dans un article publié à l'étranger285.

094. SRD – Actifs admis en couverture.

Sont admis en couverture pour leur valeur nominale (AMF, règl. gén., art. 516-4 version 2007) :

les bons du Trésor en compte courant à la Banque de France ;

les bons du Trésor sur formule au porteur déposés chez le membre du marché ;

les titres de créance négociables visés par le décret n° 92-137, du 13 février 1992 (certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières, billets de trésorerie, bons à moyen terme négociables).

Lorsqu'il entend exiger de son donneur d'ordre une couverture supérieure aux minima réglementaires286, le prestataire est tenu de l'en avertir par lettre en recommandé avec accusé de réception. Le relèvement de la couverture prenait effet, en cours de liquidation, à compter de la réception de la lettre en recommandé pour les positions nouvelles, et dès le premier jour de la liquidation suivante, pour l'ensemble des positions prises. Cette règle avait été quelque peu modifiée dans ses modalités par l'article 9 de l'ancienne décision CMF n° 2000-4 : à défaut de dispositions conventionnelles, le prestataire doit avertir le client du relèvement des taux par lettre recommandée avec accusé de réception, et un délai de huit jours lui est laissé avant la date d'effet de la majoration. « À défaut de dispositions conventions (…) » : les dispositions de l'article 9 étaient supplétives, et rien n'empêchait le prestataire de prévoir des modalités différentes, dès lors qu'un délai raisonnable était laissé au client ; par exemple, cette question peut

utilement faire l'objet de clauses dans la convention d'ouverture de compte-titres.
De même, Euronext Paris peut décider, pour tout instrument financier, de relever les taux minima de couverture exigibles de leurs clients par les membres du marché. Il en est ainsi notamment lorsque la position globale faisant l'objet d'un report, à l'achat ou à la vente, enregistrée par la chambre de compensation, atteint par rapport à la moyenne des négociations courantes un niveau tel qu'elle fait courir un risque à l'intégrité ou à la sécurité du marché de l'instrument financier considéré. Le relèvement des taux peut être effectué par paliers progressifs, et un délai de sept jours est prévu entre la date de publication de la décision d'Euronext Paris et le premier jour de la liquidation à partir de laquelle la décision s'appliquera. De la sorte, l'instruction n° 4-05 reprenait les principes qui avaient été posés par la décision générale CBV n° 93-06 (SBF n° 93-1608, 14 juin 1993), tout en les assouplissant quelque peu287. Le relèvement des taux est à présent de la compétence de l'AMF, qui publie à cet effet un avis, un délai minimum de deux jours (et non sept) d'ouverture de marché après publication devant être respecté.
Enfin, compte tenu des différents pourcentages de couverture, et de l'obligation de séparer les risques afférents aux positions et les risques de pertes sur la couverture, les membres du marché doivent ventiler, pour chaque client :
le détail de ses engagements à terme ;

le solde du compte espèces ; le texte ajoute expressément que l'ouverture d'un sous-compte spécifiquement affecté à la comptabilisation des couvertures espèces ne doit pas avoir pour effet de rendre débiteur le compte espèces du client ;

le montant des capitaux employés en report ;

le montant de la couverture en OPCVM monétaires français et OPCVM monétaires à vocation internationale ;

le montant de la couverture en bons du Trésor ;

le montant de la couverture en titres de créance (obligations cotées, titres de créance négociables), OPCVM obligations et autres titres de créance français, OPCVM obligations et autres titres de créance internationaux ;

le montant de la couverture en titres de capital cotés, OPCVM actions françaises, OPCVM actions internationales, OPCVM diversifiés, OPCVM garantis ou assortis d'une protection.

096. Appels de marge pour les opérations à SRD – Margin call (ancien RM).

La couverture doit être contrôlable et réalisable à tout instant à la seule diligence du membre du marché, de sorte que ce dernier ne peut accepter en couverture que ceux des actifs cités qu'il peut réaliser de sa seule initiative. Nous en déduisons qu'un nantissements de compte-titres (C. mon. fin., art. L. 211-20) ne saurait être compris dans le calcul des marges d'un autre compte non gagé appartenant au même client, en raison du droit de rétention du créancier gagiste. De même, nous pensons qu'un PEA ne pourrait être inclus par le prestataire dans le calcul des couvertures des opérations SRD menées par le client sur un autre compte, dans la mesure où le rôle de garantie du PEA pourrait aboutir à sa liquidation avant le calendrier fiscal (ce qui entraînerait sa clôture), sauf accord exprès donné par le client, par lequel il reconnaît en même temps avoir été dûment informé des conséquences fiscales de la clôture anticipée du PEA288.

De surcroît, le membre du marché doit se prémunir contre le risque d'une variation de cours susceptible d'entraîner des pertes à la fois sur les positions prises et sur la couverture (cas où la couverture est faite d'instruments financiers cotés, ce qui ne concerne pas, a contrario, la couverture-espèces). En conséquence, le membre du marché doit dissocier les risques de pertes sur les positions prises et les risques de pertes sur la couverture d'instruments financiers, de sorte que les positions à l'achat sur un instrument financier ne peuvent être couvertes par le même instrument financier sous dossier (AMF, règl. gén., art. 516-6 version 2007, puis 315-15 version 2018)289. La couverture initialement constituée doit être réajustée en fonction de la réévaluation quotidienne de la position elle-même et des actifs admis en couverture de cette position, afin que la couverture des engagements corresponde en permanence au minimum réglementaire requis. La règle est reprise à l'article 516-10, alinéa 1 version 2007 : « La couverture initialement constituée est réajustée en cas de besoin en fonction de la réévaluation quotidienne de la position elle-même et des actifs admis en couverture de cette position, de telle sorte qu'elle corresponde en permanence au minimum réglementaire requis. », puis article 315-19 version 2018

La mise en ?uvre de ces principes est susceptible de poser de délicats problèmes de calcul et d'imputation, que la décision CMF n° 2000-04 n'avait pas résolus, puisque le texte ne prend pas position sur les différentes lectures qui sont concevables. Il faut partir de la distinction entre la couverture-espèces et la couverture d'instruments financiers.

Soit l'exemple suivant : le client dispose sur son compte-titres de 2 000 euros en espèces ; il prend un engagement à l'achat de 10 000 euros, qui est donc couvert. Première hypothèse, le montant de l'engagement passe à 12 000 euros durant le mois boursier considéré ; le prestataire doit donc procéder à un appel de couverture-espèces complémentaire de 400 euros (soit 2 000 x 20 %). Deuxième hypothèse, la couverture n'est qu'en actions et vaut initialement 4 000 euros ; mais leur valeur tombe à 3 000 euros, alors que le montant de l'engagement ne varie pas ; le prestataire demandera donc à son client de la reconstituer en apportant soit 1 000 euros en actions, soit 500 euros en espèces, étant souligné que les titres achetés ne peuvent être compris dans la couverture-titres. Troisième hypothèse, la valeur achetée subit une baisse violente de 40 %, de sorte que le montant des engagements est ramené à 6 000 euros, faisant ressortir une perte latente de 4 000 euros. L'engagement est donc apparemment largement couvert par la couverture espèces (6 000 x 20 % = 1 200, à imputer sur les 2 000 euros en espèces). Mais, certains prestataires imputent sur la couverture-titres la totalité des pertes latentes290 correspondant aux positions prises. Si l'on reprend l'exemple précédent, en précisant que la couverture est uniquement en espèces, on trouve alors ceci :
montant des engagements réactualisé : 6 000 ;

couverture-espèces requise : 1 200 ;

couverture-espèces (2 000) + couverture-titres (- 4 000 correspondant à la totalité des pertes latentes imputées sur la couverture-titres) = - 2 000, de sorte que les positions deviennent à découvert, le client étant ainsi sommé d'apporter dans le jour qui suit la mise en demeure 3 200 euros supplémentaires, à défaut desquels ses positions seront liquidées d'office.

098. Faiblesses du dispositif.
Une telle lecture a pour conséquence de rendre découvertes des positions apparemment couvertes et d'aboutir, faute de régularisation dans le jour de bourse qui suit la mise en demeure, à la liquidation des engagements et à la cristallisation des pertes. De manière plus générale, le système d'appel de marges paraît atteint d'un défaut de cohérence. Lorsque la bourse monte, le risque d'insolvabilité des donneurs d'ordre diminue et les appels de couverture complémentaires deviennent superflus, car des gains latents apparaissent. Au contraire, lorsque les valeurs baissent, des pertes latentes surgissent et le risque d'insolvabilité s'élève, qui justifierait une reconstitution de la couverture

par des appels de marge. Or, la règle selon laquelle la couverture du montant des engagements doit correspondre en permanence aux taux minima réglementaires aboutit au résultat inverse. Parallèlement, la démarche de certains prestataires, qui consiste à imputer la totalité des pertes latentes sur la couverture-espèces par le détour de la couverture-titres, a priori pertinente et légitime en ce qu'elle a pour finalité de réduire le risque d'insolvabilité des donneurs d'ordre en période de baisse, laisse perplexe, compte tenu des règles actuelles. Car elle ne tient pas compte à la fois de la règle en vertu de laquelle les positions prises à l'achat ne peuvent être comptées dans la couverture-titres, et de l'application des pourcentages (20, 25, 40 %) aux appels de marges avant l'échéance de la liquidation. Quitte à imputer le risque de perte, on ne devrait le faire qu'à hauteur du pourcentage applicable à la couverture visée (espèces, obligations, actions).
La présentation des conséquences du non-respect de la réglementation, nourissant un contentieux important, est déplacée, dans le cadre de cette édition refondue, dans la troisième partie.

Section 2 – Acheminement de l'ordre

118. Enregistrement de l'ordre.

Une fois accepté, l'ordre doit être acheminé sur le marché et enregistré auprès de la chambre de compensation364. Par le passé, l'enregistrement était une condition de validité de l'ordre sur le MATIF. Il n'est pas certain que cette condition de validité ait survécu à l'abrogation du texte qui la posait365. Selon l'ancien article 541-22 du règlement général de l'AMF (1er nov. 2007) : « Les chambres de compensation assurent l'enregistrement des transactions qu'elles sont appelées à compenser. Les chambres de compensation assurent la surveillance des engagements et positions des adhérents. » (v. à présent C. mon. fin., art. L. 440-1 et s.) L'obligation d'enregistrer les transactions figure à présent à l'article 541-26 du règlement général de l'AMF versions 2007 et 2018. Différentes procédures de transmission existent, selon le support technique utilisé. Parfois, la preuve même de la transmission et de son contenu peut poser difficulté, lorsque le donneur d'ordre élève une contestation à cet égard.

§ 1 – Procédures de transmission

120. Deux procédures.
Deux possibilités s'offrent au donneur d'ordre pour passer son ordre366, selon qu'il utilise un procédé manuel ou un procédé électronique. La convention établie entre le donneur d'ordre et le prestataire doit préciser les modalités de transmission des ordres, et peut interdire l'utilisation de tel ou tel procédé de transmission367. Des différences non négligeables existent entre les deux procédures : l'ordre électronique est beaucoup plus sûr, les frais de courtage sont nettement plus bas, le temps d'arrivée sur le marché est extrêmement court, de l'ordre de quelques secondes, facteurs qui offrent au donneur d'ordre une plus grande maîtrise, alliée à une plus grande sécurité, en comparaison des ordres manuels. Néanmoins, 75 % des ordres transmis restent des ordres manuels, ce qui peut s'expliquer par les raisons suivantes : nombre de particuliers n'ont pas l'habitude d'utiliser un minitel ou un ordinateur ; surtout, les conventions télématiques interdisent la saisie d'ordres non couverts, alors que les ordres verbaux peuvent, en principe, être saisis sans couverture préalable (066 et s.), avec tous les risques que cela comporte, en cas de fragmentation d'un ordre unique, afin d'obvier à l'absence de couverture368. Quelle que soit la procédure sollicitée, le prestataire habilité doit disposer de procédures de filtrage, afin d'empêcher l'arrivée sur le marché d'ordres aberrants.

A – Ordres manuels

122. Écrit et oral.
Constitue un ordre manuel369 un ordre qui nécessite une saisie ou une ressaisie manuelle après qu'il ait été transmis par le donneur d'ordre, soit les ordres verbaux370 et les ordres écrits, les ordres en provenance de tables de marché, ainsi que les ordres transmis par fax. En d'autres termes, l'apparition de l'informatique a entraîné comme conséquence que l'écrit et l'oral relèvent de la même catégorie, celle des ordres manuels.

B – Ordres électroniques

124. Supériorité.

L'ordre est dit électronique lorsqu'aucune nouvelle saisie humaine n'est nécessaire, dès lors que le donneur d'ordre a procédé à l'envoi de son ordre, ce qui est remarquable d'efficacité technique : les progrès informatiques et l'élaboration de logiciels financiers sophistiqués permettent ainsi au simple particulier, pour un coût dérisoire371, de transformer son ordinateur en salle de marché, la mise en place de l'Euroland ne faisant qu'accentuer cet aspect. Pour reprendre l'expression d'un auteur, « cet usage de la télématique permet ainsi d'abolir la distance et le temps ; tel gestionnaire d'un fonds de pension américain est en mesure d'adresser un ordre qui sera produit en quelques secondes sur le marché – temps de passage à travers le filtre compris. »372 La MIF 2 a interdit la transmission d'ordres par télécopie. La passation des ordres électroniques fait l'objet de conventions télématiques spécifiques, soumises à Euronext avant signature373, qui précisent l'identité des personnes habilitées par le donneur d'ordre, les moyens de transmission des ordres en cas de défaillance des liaisons informatiques, les modalités d'information du donneur d'ordre en cas de rejet de son ordre par le filtre du membre, ainsi que les modalités d'authentification de l'émetteur de l'ordre, par le biais de signatures électroniques (AMF, règl. gén., art. 314-63 et s. version 2007, puis 321-69 version 2018 pour les sociétés de gestion de portefeuille, et 322-5 s. pour les PSI). Par mesure de sécurité, ces conventions télématiques demandent au donneur d'ordre de changer sa signature électronique par intervalles de (x) connexions électroniques. Euronext et MONEP se réservent même le droit de contrôler que l'équipement dont bénéficie le donneur d'ordre est conforme aux dispositions des instructions Euronext.

C – Filtrage des ordres

126. Risques d'insolvabilité, manipulation de marché et trading haute fréquence.

Chaque prestataire habilité doit être doté d'un filtre informatisé dont l'objet est d'arrêter tout ordre aberrant, pouvant avoir pour objet ou pour effet de mettre en cause soit la sécurité du prestataire374 soit l'intégrité du marché375. Tout ordre, manuel ou électronique, doit être filtré par un membre avant son entrée dans le système de cotation Super CAC (Euronext Paris) ou Stamp, devenu NSC-VO (MONEP). Les procédures de filtrage sont définies dans la convention passée entre un membre du marché et un adhérent à la chambre de compensation,

ainsi que la responsabilité de chacune des parties dans leur mise en ?uvre. Qu'elles soient automatisées ou manuelles, les procédures de contrôle et d'enregistrement des ordres sont mises en place sous la responsabilité du membre du marché qui achemine l'ordre. En d'autres termes, la question se pose de la mise en cause éventuelle de la responsabilité de l'intermédiaire lorsque les procédures de filtrage en vigueur n'ont pas permis de stopper un ordre risquant manifestement d'entraîner l'insolvabilité du donneur d'ordre, en raison de l'absence de couverture et de la hauteur de l'engagement pris, excessive par rapport à la surface financière du donneur d'ordre.

En fonction du paramétrage du niveau de risque accepté par le membre du marché, les contrôles, dotés de fonction d'alerte et de confirmation, doivent permettre de déceler :

les ordres non couverts, de nature à entraîner un risque d'insolvabilité du donneur d'ordre ;

les ordres excédant les limites de risques fixées par la direction du membre du marché en fonction de la surface financière du donneur d'ordre376 ;

les ordres exécutables à règlement mensuel et portant sur des instruments financiers faisant l'objet d'une offre publique ou, pour le MONEP, les ordres de vente d'option d'achat portant sur une classe d'options dont les titres de la valeur sous-jacente font l'objet d'une offre publique.

De même, les contrôles doivent permettre de déjouer les man?uvres de certains donneurs d'ordre qui fractionneraient plusieurs ordres sur un même titre et transmis dans un laps de temps réduit, afin de contourner l'obstacle lié à l'absence de couverture, ou au dépassement du seuil de risque fixé377. Dans l'hypothèse où les procédures de contrôle ne seraient pas parvenues à déjouer le fractionnement des ordres et où le donneur d'ordre aurait éprouvé des pertes, la responsabilité du prestataire ne devrait cependant pas, à notre sens, être établie, pour les deux motifs suivants. D'une part, cette réglementation a la même finalité que celle qui est relative à la couverture, à savoir protéger la sécurité et l'intégrité du marché ; or, la Cour de cassation dénie au donneur d'ordre le droit de se prévaloir directement du non-respect des règles de couverture pour mettre en cause la responsabilité du prestataire 110. De l'autre, nul ne peut se prévaloir de sa propre fraude pour échapper aux conséquences de ses fautes ; or, il est clair que le donneur d'ordre qui fractionne délibérément le même ordre pour se jouer de la réglementation agit de

manière frauduleuse, et la sanction de la fraude est sa propre inefficacité.
Certains ordres doivent même faire l'objet d'une validation systématique par le responsable Super CAC (Euronext) et Stamp, devenu NSC-VO (MONEP) ou, à défaut, d'un rejet, avant leur présentation au marché. Sont affectés les ordres dont la taille est disproportionnée en comparaison de la liquidité du titre ou de la classe, et les ordres dont la stipulation de prix est soit très éloignée des cours prévalant sur le marché, soit manifestement destinée à entraver la cotation. Dans le même sens, les ordres dont la limite excède le seuil de réservation haut ou bas fixé par Euronext doivent être confirmés par le membre du marché lors de leur introduction dans Super CAC.
Enfin, les procédures de filtrage sont soumises au contrôle d'Euronext, qui peut intervenir à tout moment et porter sur les conventions signées avec les donneurs d'ordre, les règles de gestion ou de sélection des ordres, les conditions de mise en ?uvre des différentes fonctions standard du filtre et leur adéquation aux dispositions de l'instruction Euronext et l'établissement de procédures adaptées à la qualité des contrôles internes.
Les abus constatés en matière de trading haute fréquence ont conduit l'ESMA à durcir le contrôle des ordres transmis. Doit ainsi être signalée la position n° 2012-03 de l'AMF, applicable à compter du 7 mai 2012, intégrant les complexes guidelines de l'ESMA relatives au trading automatisé (dit aussi HFT). Il est intéressant de souligner que ces positions sont prises en référence à la directive Abus de marché. Figure notamment ce passage important : « Les plateformes de négociation doivent avoir des dispositifs pour prévenir une inondation excessive du carnet d'ordres à tout moment, notamment au moyen de limites par acteur de la capacité d'entrer des ordres » (orientation 3, point f). Les points suivants rendent obligatoires la prévention de la violation des limites de capacité et les mesures pour freiner ou faire cesser les échanges (points g et h). Dans l'orientation 4, point a, le texte impose des exigences en matière de blocage des ordres, tributaires du prix ou de la taille : « Les entreprises d'investissement doivent pouvoir bloquer automatiquement ou annuler des ordres qui ne satisfont pas aux paramètres de prix ou de taille fixés (différenciés selon les besoins pour des instruments financiers différents), soit pour chaque ordre individuel, soit au cours d'une période spécifique, ou les deux à la fois. » Dans l'orientation 8, point c, l'ESMA martèle et rappelle sans discussion possible : « L'accès "libre" ou "non filtré" à un marché réglementé ou à un SMN [système multilatéral de négociation], où les ordres du client ne subissent pas de contrôles pré-négociation avant

d'être envoyés à un marché réglementé ou un SMN, est interdit en vertu de la directive MIF. Dès lors, un client ayant un AS [accès sponsorisé] ne doit jamais pouvoir envoyer un ordre à une plateforme de négociation sans que l'ordre subisse les contrôles prénégociation de l'entreprise d'investissement. »

Dans le prolongement de ces dispositions, la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 a créé des obligations spécifiques en matière de trading haute fréquence, à l'article L. 451-4 du Code monétaire et financier, à travers trois séries d'obligations : se faire connaître auprès de l'AMF, assurer la traçabilité de chaque ordre, conserver tous les algorithmes utilisés pour générer les ordres transmis au marché et les transmettre à l'AMF sur sa demande, dans le cadre d'enquêtes pour abus de marché. Peut-on néanmoins croire que cette loi interdit le trading haute fréquence en France378, lorsque l'on découvre que la pratique reste libre tant que le pourcentage d'ordres annulés n'excède pas 80 %, et que l'intervalle de temps entre deux ordres n'est pas inférieur à une demi-seconde ?

La directive n° 2014/65/UE dite MIF 2 du 15 mai 2014 impose aux traders algorithmiques379 l'obligation de mettre en place des systèmes et des contrôles des risques effectifs permettant la résilience de leur système de trading et un plan de continuité d'activité en cas de défaillance de leur système (art. 17) : « (…) L'entreprise d'investissement veille à ce qu'un enregistrement soit gardé des activités visées au présent paragraphe et s'assure que celui-ci soit suffisant pour permettre à l'autorité compétente de vérifier leur conformité avec les exigences de la présente directive. Toute entreprise d'investissement qui met en ?uvre une technique de trading algorithmique à haute fréquence tient, dans une forme validée, un registre précis et chronologique de tous les ordres qu'elle passe, y compris les annulations d'ordres, les ordres exécutés et les cotations sur des plates-formes de négociations, et le met à la disposition de l'autorité compétente sur demande… ».

De même, selon l'article 48, § 5, de MiFID II, les États membres doivent imposer aux plateformes de négociation des mécanismes permettant de suspendre ou de limiter la négociation en cas de fluctuation importante des prix d'un instrument. Dans son avis technique du 19 décembre 2014, l'ESMA propose 3 options pour définir le débit intrajournalier élevé de messages, utilisé comme critère du trading haute fréquence, qui sont différents de ceux de la loi du 26 juillet 2013 : deux messages par seconde pour un instrument, ou quatre messages par seconde pour plusieurs instruments. En conséquence, grâce à l'ESMA, de manière judicieuse, davantage de transactions vont relever

de et être soumises à la réglementation du trading haute fréquence. Par exemple, envoyer deux cotations sur le même titre, l'un à l'achat, l'autre à la vente, puis les modifier dans un intervalle d'une seconde, relève du régime du trading haute fréquence, au grand dam des professionnels380.

La directive MIF 2 n'a cependant pas retenu l'obligation pour les traders haute fréquence d'être agréés en tant que PSI, ce qui aurait pourtant permis un contrôle renforcé. Alors que la nouvelle réglementation des abus de marché (Règl. (UE) n° 596/2014 du PE et du Cons., 16 avr. 2014, art. 12 § 2, c) qualifie sous certaines conditions le trading haute fréquence de manipulation de marché, pratique interdite, le législateur européen, dans le cadre de la MIF 2, a préféré encadrer, plutôt qu'interdire cette pratique. Mieux, la nouvelle réglementation MIF lie la tenue de marché, qui doit être continue, et le trading à haute fréquence, les teneurs de marché pouvant être traders à haute fréquence. Les démarches de la nouvelle réglementation Abus de marché et MIF ne nous semblent malheureusement pas cohérentes, et prouvent le poids de certains lobbies. Les mêmes errements et les mêmes ravages vont donc pouvoir se poursuivre.

L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 a repris ces obligations aux articles L. 533-10-3 et suivants du Code monétaire et financier, dans leur version à venir au 3 janvier 2018.

La directive MIF 2 (art. 57 et 58) et le règlement (art. 39 à 45) qui l'accompagne ont également confié des pouvoirs importants aux autorités de contrôle nationales et européennes, notamment en matière de limitation de position.

En définitive, on constate que le risque d'insolvabilité du donneur d'ordre est au cœur des procédures de contrôle et de filtrage, car c'est bien ce risque qui représente un danger pour le marché et son intégrité, soit que l'insolvabilité frappe au même moment une multitude de petits donneurs d'ordre, soit qu'elle n'en frappe qu'un seul, mais dont les engagements à découvert sont considérables381. S'est ajoutée à ces préoccupations, à cause du démantèlement des obligations d'intermédiation et de concentration, combiné au trading haute fréquence (ordres automatisés tributaires d'algorithmes), la volonté de combattre la manipulation de marché facilitée par les nouvelles possibilités de transmission et d'exécution des ordres.

§ 2 – Preuve de la transmission

128. Fonction de contrôle.

À sa réception par l'intermédiaire, l'ordre fait l'objet d'un horodatage (time stamping), lequel établit la preuve de l'heure de réception. Les prestataires habilités transmetteurs d'ordres doivent être en mesure de justifier que l'ordre transmis a été émis par le donneur d'ordre, et de prouver tant le moment de la réception que celui de la transmission de l'ordre (AMF, règl. gén., art. 322-63 version 2007, puis 514-2 version 2018). L'exigence d'horodatage est également consacrée pour les SMN (AMF, règl. gén., art. 523-5 version 2007, puis 521-7 et 531-7 version 2018). Parallèlement, les règles de marché imposent l'enregistrement des conversations téléphoniques et leur conservation pendant un certain nombre de jours, ce qui permet de trancher les contestations entre le donneur d'ordre et son intermédiaire relativement à l'objet de l'ordre transmis par téléphone, ces documents pouvant donner lieu à des mesures d'instruction in futurum sur le fondement de l'article 145 du Code de procédure civile. De plus, le contrôle de la conformité s'étend aux obligations de déclaration des transactions, dont le non-respect est sévèrement sanctionné par l'AMF382.

130. Horodatage.

L'horodatage des ordres383 réalise une double fonction : il établit l'heure de la réception de l'ordre, ce qui ressortit à la preuve de la transmission ; conséquemment, il permet l'établissement de l'ordre et des listes de priorité de traitement des ordres, ce qui participe de leur exécution et en assure la neutralité et l'impartialité. Seul le premier point nous intéresse ici384. Déjà ancienne385, l'obligation d'horodater les ordres vaut, que l'ordre soit manuel ou électronique, maison ou client (054 et s.), transmis directement sur le marché, ou par le truchement d'un prestataire habilité.

De manière générale386, l'horodatage des ordres est à présent imposé par le règlement général de l'AMF, l'enregistrement devant être immédiatement effectué, selon un ordre chronologique, dès la réception, s'agissant d'un ordre pour compte de client, et dès l'émission à l'égard des ordres pour compte propre, selon un procédé non manuscrit. Il doit permettre de faciliter toute reconstitution et tout contrôle a posteriori des différentes étapes de traitement de chaque ordre, et contient, à cette fin, les caractéristiques de l'ordre et l'identifiant du donneur d'ordre. Il appartient au membre du marché de déterminer le support le plus approprié pour satisfaire à l'exigence d'horodatage.

Par l'établissement de l'heure de réception de l'ordre, l'horodatage fait obstacle aux contestations prenant appui sur la modification par le

donneur d'ordre d'un ordre verbal à révocation assorti d'une limite de prix387, et accroît ainsi la sécurité des transactions.

132. Enregistrement des conversations téléphoniques.
Pour des raisons de sécurité et aussi pour empêcher le développement de contestations après la transmission d'un ordre téléphonique, les règles de marché imposent également aux prestataires habilités d'enregistrer tous les appels téléphoniques. Cette obligation couvre les conversations téléphoniques des négociateurs d'instruments financiers, des collaborateurs qui participent à la relation commerciale avec les donneurs d'ordre lorsque le déontologue l'estime nécessaire (AMF, règl. gén., art. 313-51 et s. version 2007), et cela, quelle que soit la qualité du donneur d'ordre. Le CMF avait complété son règlement général par une décision n° 99-06, en date du 31 mars 1999 (devenue les articles 313-51 et suivants du règlement général de l'AMF, puis 312-40 version 2018 et 321-72 s. pour les sociétés de gestion de portefeuille)388, qui prévoit que les collaborateurs doivent être informés des conditions dans lesquelles ils pourront écouter les enregistrements en cause389. Certains auteurs considèrent que les clients doivent donner leur accord en vue de l'enregistrement de leurs conversations téléphoniques390. Cet accord nous paraît hors de propos dans la mesure où l'obligation d'enregistrer les conversations téléphoniques est posée par les règles de marché et n'est pas de nature contractuelle. Selon l'article L. 533-10, 5°, du Code monétaire et financier (issu de Ord. n° 2007-544, 12 avr. 2007, modifié par Ord. n° 2016-827 du 23 juin 2016), les sociétés de gestion de portefeuille « conservent un enregistrement de tout service qu'elles fournissent et de toute transaction qu'ils effectuent, permettant à l'Autorité des marchés financiers de contrôler le respect des obligations du prestataire de services d'investissement et, en particulier, de toutes ses obligations à l'égard des clients, notamment des clients potentiels. » L'utilisation d'une ligne téléphonique privée, non enregistrée, par un professionnel, est intrinsèquement fautive391. L'obligation d'enregistrement des conversations téléphoniques est reprise par la directive MIF 2 du 15 mai 2014 (art. 16, 7°) et le règlement n° 596/2014 Abus de marché du 16 avril 2014 permet aux autorités de contrôle d'y avoir accès (art. 23, 2°).

134. Durée de conservation des documents.
En vertu de l'article 514-10 version 2007 du règlement général de l'AMF, « l'entreprise de marché conserve pendant au moins cinq ans

les informations relatives aux transactions effectuées sur le marché réglementé qu'elle gère. » Ce texte énonce que les « informations conservées sont, pour chaque transaction, le nom des instruments financiers achetés ou vendus, la quantité traitée, la date et l'heure de la transaction, son prix, l'indication, le cas échéant, que la transaction résulte d'un ordre exécuté dans les conditions mentionnées à l'article 3 du règlement (CE) n° 1287/2006, du 10 août 2006 ; et le nom du ou des membres du marché ayant exécuté l'ordre. », puis 321-70 s. version 2018 La même durée de conservation de cinq ans est également consacrée pour les SMN (AMF, règl. gén., art. 523-8 nouveau), puis 422-217 version 2018.

Parallèlement, les règles de marché fixent la durée minimale pendant laquelle les membres du marché doivent conserver les différents documents et les tenir à la disposition de l'entreprise de marché. Le CMF avait également pris sur ce point la décision n° 99-05, dont les dispositions ont été reprises dans le règlement général de l'AMF aux articles 313-48 et suivants version 2007. La durée varie selon la nature du document et aussi selon le marché considéré, de sorte qu'il n'y a pas, en l'état, d'homogénéisation des délais, ce qui peut paraître regrettable. La disparité des délais oblige à les présenter en dressant leur liste, et non à partir des documents visés :

quarante-deux jours : enregistrement des conversations téléphoniques (il s'agit des journées de négociation suivant l'enregistrement) ;

six mois : enregistrement des conversations téléphoniques (AMF, règl. gén., art. 313-52 version 2007, puis 321-73 version 2018) ; enregistrement de tout ordre passé par téléphone ; données relatives à la réception en vue de son exécution ou de sa transmission d'un ordre de bourse ;

deux ans : données relatives à l'ordre avant sa transmission sur Super CAC ou Stamp, devenu NSC-VO, ainsi que toute donnée relative à la non-exécution de l'ordre (ancienne instruction Euronext) ;

cinq ans : délai général de conservation prévu par la directive MIF n° 2004/39/CE, du 21 avril 2004 (art. 13 et 25) ; horodatage, duplicata d'avis d'opéré, réponse sur exécution ; les articles 313-48 et suivants du règlement général de l'AMF version 2007, même durée dans la version 2018 retiennent également le délai minimum de cinq ans (voire davantage si les règles de marché le prévoient) à l'égard des données relatives à l'exécution d'un ordre sur un marché réglementé ou sur un marché de gré à gré, et à l'égard de la conservation du compte rendu écrit de l'exécution de l'ordre, et, jusqu'à l'émission de ce dernier et

dans la limite de cinq ans, l'enregistrement du compte rendu adressé par téléphone ou par message électronique ; la durée de cinq ans s'applique aussi à la conservation des documents que l'adhérent compensateur doit tenir à la disposition de Clearnet ; la position n° 2012-03 de l'AMF, applicable à compter du 7 mai 2012, intégrant les complexes guidelines de l'ESMA relatives au trading automatisé (dit aussi HFT) prévoit également une durée d'archivage de cinq ans : « Les plateformes de négociation doivent conserver des archives concernant les questions visées aux points a à j ci-dessus, y compris les questions qui voient le jour en ce qui concerne les politiques et les procédures mentionnées. Les archives doivent être suffisamment détaillées pour permettre aux autorités compétentes de surveiller la conformité des plateformes de négociation aux obligations concernées. Les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant des systèmes multilatéraux de négociation doivent conserver les archives pendant cinq ans au moins. Les opérateurs de marché exploitant des marchés réglementés doivent les conserver au moins aussi longtemps que l'exige leur autorité compétente nationale » (orientation 3, point k) ; durée de conservation des documents et conversations téléphoniques des transmissions d'ordres à l'égard des donneurs d'ordres dans le cadre de la MIF 2.

- 7 ans : durée de conservation des documents et conversations téléphoniques des transmissions d'ordres à l'égard de l'AMF dans le cadre de la MIF 2, article 312-39 du règlement général de l'AMF version 2018.

dix ans : durée de la prescription extinctive en droit commercial et pour les actes mixtes, avant la loi n° 2008-561, du 17 juin 2008392 ; durée de conservation prévue pour les informations se rapportant aux services fournis et aux activités exercées en matière de compensation (v. Règl. UE n° 648/2012, 4 juill. 2012, EMIR, art. 29 – Standards techniques, art. 12 et s.).

Indépendamment du sentiment de pagaille qu'elle procure, cette liste fait apparaître qu'à l'exception de l'horodatage sur le MATIF et sur le MONEP depuis le 24 mars 1998, et du principe posé par l'article 514-10 du règlement général de l'AMF version 2007, aucun de ces délais ne correspondait à l'ancienne prescription décennale du Code de commerce, article L. 110-4, pourtant applicable, ce qui était gênant à l'égard des avis d'opéré et de l'horodatage des ordres. Dès lors, de deux choses, l'une : soit le prestataire fait accepter au donneur d'ordre une clause abrégeant la durée de prescription extinctive à cinq ans, clause qui est licite393 ; soit le prestataire s'expose au risque non théorique394 d'un procès intenté par un client mécontent plus de cinq

ans après la passation de l'ordre, alors que les fiches d'ordre permettant d'établir l'existence et la bonne exécution de l'ordre ont pu être détruites. Ces difficultés ont été applanies par la loi n° 2008-561, du 17 juin 2008, qui a ramené le délai de l'article L. 110-4 du Code de commerce à cinq ans.
Enfin, dernière considération, tant que le délai de conservation n'est pas expiré, le donneur d'ordre peut obtenir, soit en référé, soit sur le fondement de l'article 145 du Code de procédure civile, au besoin sous astreinte, communication des documents cités, et notamment de l'enregistrement des conversations téléphoniques, afin de vérifier le contenu des instructions transmises au prestataire habilité et l'adéquation du comportement de ce dernier, en vue d'une éventuelle action en responsabilité395. Le prestataire peut de même faire état des enregistrements ainsi effectués pour établir tant l'existence et le contenu de l'ordre oral, que la qualité d'investisseur averti du donneur d'ordre396. Il n'y a en effet aucune raison pour empêcher l'une des parties à l'ordre de bourse oral d'utiliser comme mode de preuve les enregistrements des communications téléphoniques imposés à cette fin par la réglementation boursière, de sorte que ces enregistrements ne peuvent être qualifiés de déloyaux, peu importe que le donneur d'ordre en ait, ou non, été informé.

002. Distinction entre exécution et issue de l'ordre.
Le dénouement de l'ordre de bourse s'effectue en deux temps. Le premier correspond à l'exécution proprement dite de l'ordre, conformément aux instructions du donneur d'ordre. Mais l'exécution de l'ordre ne constitue, le plus souvent, qu'une phase inachevée. En effet, lorsqu'il porte sur les marchés à terme sans avoir été stipulé à règlement immédiat, l'ordre ne connaît réellement son issue qu'à l'arrivée de l'échéance. Celle-ci permet alors au donneur d'ordre soit de lever ses positions (exemple : levée des options et conclusion du contrat sous-jacent), soit de les reporter lorsque l'évolution de la bourse dans l'intervalle de temps séparant l'exécution de l'ordre de l'arrivée de l'échéance ne lui a pas donné satisfaction. Parfois, l'issue est négative, qui correspond à la défaillance du donneur d'ordre. Dans le cadre du nouveau plan, les développements mettant l'accent sur la responsabilité du prestataire, spécialement ceux qui sont issus des directives MIF, sont regroupés dans la partie 3, Responsabilité civile des prestataires. L'issue de l'ordre est également maintenue dans la partie 3.

Chapitre 2 – Exécution de l'ordre

004. Deux phases.

Par hypothèse, l'ordre ici analysé est un ordre exécuté sur un marché réglementé. Ne sera donc pas reprise la réalisation des ordres relevant de l'intermédiation sans la concentration. L'exécution de l'ordre fait l'objet de différentes modalités. Une fois l'ordre exécuté, succède l'obligation de compte rendu, dont la mise en œuvre est susceptible de poser plusieurs difficultés lorsque le donneur d'ordre ne réagit pas à la réception de l'avis d'opéré.

Section unique – Modalités d'exécution

006. Transparence et fidélité.

Deux séries de règles vont encadrer les modalités d'exécution de l'ordre. Le prestataire doit d'une part, respecter un certain nombre de contraintes prévues par les règles de marché et instructions, qui ont pour finalité d'assurer la transparence, la loyauté et un traitement égal des ordres. Il lui incombe, d'autre part, de respecter et de faire respecter les instructions du donneur d'ordre.

§ unique – Contraintes d'exécution posées par les marchés

008. Vue générale.

Normalement, les ordres sont produits sur le marché par les prestataires qui agissent en tant que commissionnaires ducroire (le prestataire répond obligatoirement de l'exécution de l'ordre sur les marchés réglementés1), de sorte que l'identité du donneur d'ordre n'est pas révélée, et la contrepartie, recherchée auprès d'un autre prestataire. Afin d'assurer la transparence dans le traitement des ordres reçus et la loyauté des cours2, le marché fixe des règles de priorité des ordres. Parallèlement, des obligations d'information spécifiques, qui permettent elles aussi la transparence des conditions d'exécution de l'ordre, sont posées lorsque l'exécution de l'ordre est assurée en ayant recours à la contrepartie ou aux applications, afin d'empêcher que le prestataire ne cherche à tirer avantage, pour lui ou pour l'un de ses clients, du fait que la contrepartie n'est pas recherchée auprès d'un confrère.

A – Règles de priorité des ordres

010. Fonctions et critères.

Les règles de priorité des ordres ont pour objet de garantir au client du prestataire que son ordre ne fera pas l'objet d'un traitement discriminatoire en regard des variations de cours de la valeur traitée. Par exemple, sur le MATIF, il était prévu qu'à cours et horodatage identiques, les ordres de la clientèle d'un membre du marché ont priorité sur les ordres de la maison de ce même membre. Par ailleurs, entre le moment où un ordre arrive sur le marché et le moment où il est effectivement traité, des décalages de cours peuvent se produire, à la hausse ou à la baisse, de nature à nuire aux intérêts du client, spécialement lorsque son ordre, en attente, ne comporte pas de stipulations précises relatives au prix. La priorité d'un ordre dépend de plusieurs critères, dont l'heure de transmission, établie par l'horodatage , la limite de cours fixée par le donneur d'ordre3, la validité et la modification4 de l'ordre. Le règlement général de l'AMF renvoie aux règles du marché le soin de préciser les principes de priorité applicables aux ordres de même sens et de même prix qui sont produits simultanément sur le marché (AMF, règl. gén., art. 514-2 versions 2007 et 2018). La transposition de la directive MIF par l'ordonnance du 12 avril 2007 relaye dans le Code monétaire et financier ce type d'obligations à l'article L. 533-10, 5 : obligation de « conserver un enregistrement de tout service qu'ils fournissent et de toute transaction qu'ils effectuent, permettant à l'Autorité des marchés financiers de contrôler le respect des obligations du prestataire de services d'investissement et, en particulier, de toutes ses obligations à l'égard des clients, notamment des clients potentiels ». Les articles 314-67 et 314-68 du règlement général de l'AMF du 1er novembre 2007 permettent une exécution groupée des ordres sous certaines conditions v. articles 514-1 s. version 2018.

Les ordres au prix du marché n'ont de priorité qu'en fonction de leur antériorité d'arrivée par rapport aux ordres à cours touché (ordres dont la limite est le cours coté)5. En cas d'inexécution totale ou partielle, ce type d'ordre est affecté de la limite du cours coté à l'ouverture. Pour les ordres à cours limité, l'exécution est tributaire de l'existence d'une contrepartie en sens opposé sur le marché et de son heure d'arrivée. L'ordre à tout prix est un ordre prioritaire, à l'ouverture du marché, sur tous les ordres à cours limité, y compris sur les ordres au prix du marché transformés en ordre à cours limité pour la partie qui n'a pas

pu être initialement exécutée6. L'ordre à limite de déclenchement (ordre/stop) est pris en compte par le carnet central avec une priorité chronologique donnée par l'heure de son déclenchement. La stipulation excluant la session du soir appliquée à un ordre dont la durée de validité est supérieure à un jour oblige le membre du marché à réintroduire l'ordre pendant la phase de pré-ouverture du jour suivant, ce qui entraîne la perte de priorité temporelle. L'acheté/vendu a fait l'objet de dispositions spécifiques : il n'est recevable qu'en séance et déroge au principe du « premier entré/premier servi », car il ne peut être réalisé qu'à un prix correspondant à la meilleure offre ou à la meilleure demande existant au moment de son introduction ou à un cours compris entre ces deux limites, et ne sert pas le ou les ordres déjà présents à la limite d'exécution. Cette formulation a été modifiée dans la version en date du 4 avril 2001, le changement portant sur le cours compris entre les deux limites, qui se transforme en cours égal à l'une des deux limites si l'opération excède la quantité affichée dans le carnet d'ordres central à ladite limite.
La modification d'un ordre entraîne la perte de sa priorité de temps7. Pour les ordres en attente, les règles de priorité doivent être respectées dans le sens suivant8 :
cours : la priorité est conférée, à l'achat, au cours le plus haut, et à la vente, au cours le plus bas ;

quantité : on distingue entre quantité primaire et quantité additionnelle, la priorité revenant à la première si les deux ordres en concurrence ont le même cours ;

horodatage : à quantité et cours égaux, la priorité revient à l'ordre en attente le plus ancien. Pour les ordres à plage de déclenchement, les ordres déclenchés sont entrés dans le système en fonction de leur date de saisie, selon le principe « premier entré, premier servi »9.
La COB10 considérait que les obligations du prestataire n'étaient ici que de moyens, 010 et non de résultat. Cette affirmation nous semble contestable pour les ordres à tout prix, dont les modalités militent pour la qualification d'obligation de résultat11.

B – Contrepartie

012. Caractère dérogatoire avant la directive MIF.
Lorsque l'ordre est réalisé par le biais d'une contrepartie, le prestataire est directement partie à l'ordre que lui transmet son client, au lieu de

l'exécuter sur le marché en cherchant la contrepartie auprès d'un confrère. La validité de la contrepartie sur les marchés à terme est admise de longue date12, car elle contribue à la liquidité et à l'animation du marché13. Mais elle entraîne des obligations spécifiques à la charge du prestataire qui est partie à la transaction14 ; le recours à la contrepartie est restreint, voire interdit, dans certaines circonstances. Il est strictement interdit dans le cas de la gestion de portefeuille15. Ainsi, sauf autorisation expresse d'Euronext, la contrepartie est interdite lorsque la négociation de l'instrument financier est suspendue. Son utilisation ne dispense pas le donneur d'ordre de l'obligation de concentration, excepté le cas de la contrepartie sur blocs de titres16. En effet, le prix est tributaire des opérations pratiquées sur le marché central, de sorte que l'ordre n'est pas déconnecté du cours de bourse. En séance de bourse, la contrepartie ordinaire est exécutée à la limite stipulée par la meilleure offre ou par la meilleure demande existant au moment de son exécution et à un cours compris entre ces deux limites. En dehors de la séance de bourse, le cours correspond à la limite stipulée par la meilleure offre ou par la meilleure demande existant à la clôture de la dernière séance de bourse, le prix ainsi fixé dans la fourchette pouvant être augmenté ou diminué d'une marge dont Euronext fixe le taux maximal. Ainsi, s'agissant des négociations ordinaires17 portant sur les valeurs cotées en continu, l'exécution en période d'ouverture du marché (de 9 h à 17 h 30) n'est pas déconnectée du cours de bourse, mais doit avoir lieu à la limite stipulée par la meilleure offre ou par la meilleure demande au moment de la contrepartie ou à un prix compris entre ces deux limites. Hors de cette période (de 17 h 30 à 9 h), un écart de ± 1 % est accepté par rapport à la fourchette de clôture18. Quant aux instruments financiers négociés au fixage, une fourchette de ± 1 % est acceptée par rapport au dernier cours coté. Les mêmes règles s'appliquent aux applications.

La contrepartie donne lieu à une information spécifique, pour des raisons de transparence. La réglementation prévoit un statut spécifique de contrepartie éligible, détaillé et relayé par les articles L. 533-20, D. 533-12 du Code monétaire et financier et 314-8 et suivants du règlement général de l'AMF version 2007, puis 514-1 s. et 521-7 s. version 2018, dont le respect permet la conclusion de transactions sur instruments financiers. Cette information spécifique illustre la règle de l'interdiction de la contrepartie occulte19 ; elle permet aussi au client de s'assurer que le prestataire n'a pas cherché à tirer parti de cette technique pour s'avantager, au détriment de ses intérêts, en provoquant, par exemple, un décalage de cours20. La contrepartie doit avoir été prévue dans la convention initiale, avoir fait l'objet d'une

instruction individuelle du donneur d'ordre21, et son utilisation doit être mentionnée dans l'avis d'opéré. Elle fait également l'objet d'un horodatage et d'un enregistrement spécifiques, qui permettent a posteriori un contrôle d'Euronext, afin de vérifier que le prestataire n'a pas cherché à privilégier ses intérêts au détriment de ceux de son client. Euronext organise elle-même les conditions de déclaration et de publication des contreparties22. Le règlement général de l'AMF version 2018 comporte une disposition (article 315-23) qui prévoit la possibilité d'un délai supplémentaire pour la fourniture de la couverture sur les marchés à terme en présence d'une contrepartie éligible. La Cour de cassation n'a pas tenu compte de ces règles contraignantes, inapplicables à l'époque des faits, en décidant, dans un arrêt extrêmement important, apparemment de manière générale, que la qualification juridique de la relation entre le prestataire teneur de compte et le prestataire exécutant est la commission, non le mandat, avec pour conséquence la validité de l'exécution de l'ordre reposant sur une contrepartie (et non sur la présentation sur le marché), et l'impossibilité d'en demander la nullité23).

014. Internalisation des ordres.

La directive (CE) n° 2004/39 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, dite MIF, généralise l'exécution des ordres de bourse par la technique de la contrepartie, à travers la reconnaissance de l'internalisation des ordres. Pour des contraintes minimes, les banques pourront apparier les ordres de leurs clients entre eux, ou même, avec leurs propres positions (MIF, art. 21). Le risque évident est que l'internalisation génère des conflits d'intérêts au détriment des donneurs d'ordre. Les protections sont très relatives, et assorties d'exceptions. L'internalisateur doit satisfaire des obligations d'information pré et post-négociation, qui ne jouent pas pour les ordres de grande taille et pour les internalisateurs non systématiques. Il doit agir au mieux des intérêts du donneur d'ordre, en lui assurant la meilleure exécution possible (MIF, art. 27). Mais l'intensité de cette obligation est variable, qui dépend de la date de l'ordre, de sa taille, le client professionnel pouvant être mieux traité que le simple particulier. De surcroît, cette obligation cesse en présence de contreparties éligibles24. Nous considérons cette évolution comme critiquable, car elle n'était pas nécessaire, et elle est porteuse de déconvenues et de procès. L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 a transposé ces règles aux articles L. 425-1 et suivants du Code monétaire et financier, en posant de surcroît des entorses à la lutte contre les conflits

d'intérêts non prévues par la directive elle-même (C. mon. fin., art. L. 533-10, point 3°, in fine : « Lorsque ces mesures ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, le prestataire informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale ou de la source de ces conflits d'intérêts. »). La création des internalisateurs systématiques par MIF 1 a été un échec, qui est venu bouleverser bien inutilement les concepts. Seulement 11 acteurs se sont déclarés internalisateurs systématiques.
Dans la directive (UE) n° 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, dite MIF 2 (MiFID, art. 1), les internalisateurs systématiques, dont la définition dépend de critères quantitatifs devant être affinés par l'ESMA25, au contraire des marchés réglementés, MTF et OTF, ne sont pas des plateformes de négociation (MIF 2, art. 4, 1°). Ils se voient par ailleurs soumis à l'obligation de best execution, ce qui constitue une nouveauté (MiFID, art. 27), et doivent également respecter un certain nombre de contraintes dans l'exécution des ordres, avec la possibilité toutefois de retirer leur prix en cas de conditions de marché exceptionnelles, ou encore d'exécuter les ordres à un prix différent du prix proposé au moment de la réception de l'ordre (MiFID, art. 15). Leur identité ne doit pas être divulguée au marché dans le cadre de la déclaration post-négociation26. Le recours à leurs services est prohibé pour les transactions sur dérivés soumis à l'obligation de négociation centralisée (MiFIR, art. 28). L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 crée une nouvelle section 9 dans le Code monétaire et financier, relative aux internalisateurs systématiques (articles L. 533-32 et s.), entrée en vigueur le 3 janvier 2018.

C – Application

016. Exécution hors bourse ?

L'application27 est un procédé proche de la contrepartie. Deux donneurs d'ordre adressent au même prestataire deux ordres, l'un d'achat, l'autre de vente, qui se caractérisent par une identité de valeur, de cours, de quantité et de date, l'exécution devant être simultanée. Les deux donneurs d'ordre sont donc des clients du même prestataire. L'application était également appelée mariage sur le MATIF28, et, selon les cas, opération d'échange de base ou de delta sur le MONEP29. Les applications sont aussi utilisées comme technique de réalisation des opérations de prorogation d'échéance des OSRD 110. Là encore, certaines précautions sont imposées par les règles de

marché pour assurer la loyauté de l'exécution de l'ordre, et notamment pour éviter que le prestataire n'avantage l'un de ses clients au détriment de l'autre. Les deux ordres en sens inverse doivent être produits sur le marché, de sorte qu'on ne peut affirmer, de manière exacte, que les applications sont des exemples d'exécution hors-bourse30 ; l'application n'est autorisée que si elle est « fortuite ». Ce n'est qu'en cours d'exécution que le prestataire va appliquer chacun des ordres à l'autre sans chercher la contrepartie auprès d'un confrère. De surcroît, les applications sur options sont interdites, les règles du MATIF les cantonnant aux contrats fermes31. De même, sauf autorisation expresse de Euronext, l'application est interdite lorsque la négociation de l'instrument financier est suspendue. Elle est encore interdite si elle porte sur un instrument financier coté avec réduction des ordres. Sur le MONEP, aucune application ne peut être enregistrée en dehors du marché et de ses heures de fonctionnement ; les intérêts des donneurs d'ordre sont également protégés par l'interdiction faite au membre du marché et aux personnes placées sous son autorité de faire des applications à titre personnel ou d'utiliser les mandats de gestion à cette fin. Enfin, s'agissant des négociations ordinaires portant sur les valeurs cotées en continu, l'exécution en période d'ouverture du marché (de 9 h à 17 h 30) n'est pas déconnectée du cours de bourse, mais doit avoir lieu à la limite stipulée par la meilleure offre ou par la meilleure demande au moment de l'application ou à un prix compris entre ces deux limites. Hors de cette période (de 17 h 30 à 9 h), un écart de ± 1 % est accepté par rapport à la fourchette de clôture. Quant aux instruments financiers négociés au fixage, une fourchette de ± 1 % est acceptée par rapport au dernier cours coté. De même, sur le MONEP, pour le groupe continu, l'application ne peut en principe intervenir qu'à un cours compris entre les limites de la meilleure offre et de la meilleure demande existantes au moment de sa réalisation.

L'application fait, elle aussi, l'objet de déclaration et de publication organisées par Euronext.

Notes de bas de page

1 –

Sur le monopole d'intermédiation, voir nos précédentes études Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse.

2 –

V. CA Paris, 17 févr. 2005 : Banque et droit n° 104, nov.-déc. 2005, p. 54, obs. de Vauplane H. et Daigre J.-J.

– 3 –

Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, t. II, 1987-1988, fasc. IV, p. 447 ; lorsque les ordres sont transmis via Internet, v. AMF, règl. gén., art. 314-63. En cas d'ouverture d'une convention de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, la vérification préalable de l'identité, de la capacité, de la qualité et des pouvoirs du client est prévue à l'article 322-3 du règlement général de l'AMF ; sur les conséquences civiles de l'infraction de blanchiment du produit de tout crime ou délit, 052.

– 4 –

V. par exemple CA Paris, 13 oct. 1995 : BJB janv. 1996, n° 4, p. 27, note Lesguillier G. : responsabilité de la société de bourse qui, en l'absence de mandat de gestion, mène des opérations à terme à partir du compte de dépôt d'un opérateur non averti (l'abus de confiance n'était pas loin : en ayant déposé seulement 10 000 F, un simple jardinier, aux revenus modestes, s'était retrouvé avec un débit de 375 488 F, s'agissant d'opérations qu'il n'avait pas initiées).

– 5 –

V. CA Paris, 19 mai 1998 : RTD com. 1998, p. 893, obs. Storck M. – et, même affaire, Cass. com., 6 juin 2001, n° 98-18886 : BJB nov. 2001, n° 96, p. 591, note Ruet L. et erratum BJB nov. 2002, n° 6, p. 31. Sur la gestion de fait, v. aussi CA Paris, 10 avr. 1995 : BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, 2e esp., note Essombè Moussio J.-J.

– 6 –

CA Paris, 27 janv. 1998 : BJB mai 1998, n° 64, p. 245, note Essombè Moussio J.-J. ; Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs. Lucas F.-X. ; D. 1999, Somm., p. 252, obs. Bon-Garcin I. V. aussi, pour l'utilisation de critères similaires, CA Paris, 24 juin 2003 : Banque et droit n° 93, janv.-févr. 2004, p. 35, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.

– 7 –

Sur la preuve de la transmission, 128.

– 8 –

Cass 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041 : Bull. civ. I, n° 315 ; Dr. sociétés 1999, comm. 17, obs. Hovasse H. ; JCP G 1999, II 10027, obs. Piedelièvre S. ; JCP E 1999, 426, obs. Rouxel S. ; D. 1999, Jur., p. 167, note Aynès L. ; RTD civ. 1999, p. 422, obs. Zénati F. ; RTD com. 1999, p. 459, obs. Storck M. : « Si l'usufruitier d'un portefeuille de valeurs mobilières, lesquelles ne sont pas consomptibles par le premier usage, est autorisé à gérer cette universalité en cédant des titres dans la mesure où ils sont remplacés, il n'en a pas moins la charge d'en

conserver la substance et de le rendre (…) ». Sur renvoi, v. CA Toulouse, 15 mai 2000 : Dr. famille 2001, chron. 25, obs. Fiorina D. Sur le pourvoi, rejeté contre cet arrêt, v. Cass. 1re civ., 3 déc. 2002, n° 00-17870 : JCP G 2003, II 10158, note Piédelièvre S. ; D. 2003, Jur., p. 2495, note Fiorina D. Sur cette question, v. Martin D. R., « Du portefeuille de valeurs mobilières considéré comme une universalité de fait », Vie jud. 1992, n° 2392, p. 3 ; Fiorina D., « L'usufruit d'un portefeuille de valeurs mobilières », RTD civ. 1995, p. 43, favorable à l'unité de pouvoir de l'usufruitier ; Piédelièvre S., « Universalité et gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières », Dr. et patr. mai 2000, p. 96. De manière générale, v. Naudin E., Les valeurs mobilières en droit patrimonial de la famille, thèse, Defrénois, 2006.

– 9 –

Hovasse H., obs. sous Cass 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041 : Dr. sociétés 1999, comm. 17. v. aussi H. Leyrat, La pratique du démembrement de propriété du portefeuille de valeurs mobilières, Defrénois 2020, n° 30-34, p. 17.

– 10 –

Piedelièvre S., obs sous Cass 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041 : JCP G 1999, II 10027 ; Zénati F., obs sous Cass. 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041 : RTD civ. 1999, p. 422.

– 11 –

Sur le contrôle de l'usufruitier par le nu-propriétaire, v. CA Paris, 18 mars 2004 : Defrénois 15 déc. 2004, p. 1637, n° 38065, note Fiorina D.

– 12 –

V. Valuet J.-P., « Aspects juridiques des comptes de titres en indivision entre époux », Dr. et patr. oct. 1995, p. 24 ; du même auteur, « Les comptes joints de titres : aspects juridiques », Dr. et patr. déc. 1996, p. 23 ; Honorat J., « La situation des actions de sociétés anonymes dans le cadre des régimes matrimoniaux », Rev. sociétés 1999, p. 577 ; Hovasse H., « Époux et valeurs mobilières », Dr. et patr. avr. 2002, p. 42.

– 13 –

Cass. 1re civ., 14 janv. 2003, n° 00-16078 : Bull. civ. I, n° 2 ; JCP G 2003, II 10019, concl. Sainte-Rose J. ; Defrénois 30 avr. 2003, p. 550, n° 37712-31, obs. Champenois G. ; D. 2003, p. 398 et p. 2792, note Barabé-Bouchard V.

– 14 –

V. Cass. 1re civ., 11 avr. 1995, n° 93-13629 : Bull. civ. I, n° 165. De manière voisine, v. Cass. 1re civ., 3 juill. 2001, n° 99-19868 : Bull. civ. I, n° 198 ; BJS nov. 2001, p. 1172, n° 260, note Baranger G. ; JCP G 2002, I 103, spéc. n° 17, obs. Simler P. ; D. 2002, Jur., p. 1102, note

Comangès L., en matière de virement de titres effectué sans vérification des pouvoirs de l'époux. La Cour de cassation fait du respect de l'article D. 431-1 comofi (déclaration datée et signée du gage d'instrument financier) la condition de réalisation et d'opposabilité du gage à la banque ; v. Com. 23 janv. 2019 (cassation), n° 16-20582, PBR, D. 2019, p. 197.

_ 15 –

V. Cass. 1re civ., 7 oct. 2015, n° 14-22224, PB : Defrénois flash 19 oct. 2015, n° 112k7, p. 236, note Tadros A.

_ 16 –

V. Hovasse H., « PACS et portefeuille de valeurs mobilières », Dr. sociétés 2000, comm. 15 ; Raymond G., « PACS et droit des contrats », Contrats, conc. consom. oct. 2000, chron. p. 4.

_ 17 –

V. H. Fulchiron, « Les présomptions d'indivision et de communauté dans le couple », Defrénois 15 avr. 2001, n° 37391, p. 949.

_ 18 –

Sur la situation passée de la femme mariée, v. par exemple Legeais D., « Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1670, n° 49.

_ 19 –

V. Hovasse H., « Incapacités et valeurs mobilières », Defrénois 30 mars 1995, n° 36036, p. 369, qui souhaite ériger le portefeuille de valeurs mobilières en universalité de fait (n° 5), souhait qui a été entendu par Cass. 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041 : Bull. civ. I, n° 315 ; Dr. sociétés 1999, comm. 17, obs. Hovasse H. ; JCP G 1999, II 10027, note Piedelièvre S. ; JCP E 1999, 426, note Rouxel S. ; D. 1999, Jur., p. 167, note Aynès L. ; RTD civ. 1999, p. 423, obs. Zénati F. ; RTD com. 1999, p. 459, obs. Storck M.

_ 20 –

Legeais D., « Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1670, n° 39, qui observe que les intermédiaires refuseront de traiter avec des mineurs non émancipés. Plus concrètement, la passation d'ordres de bourse nécessite la mise en place préalable d'une convention-cadre (014 et s.), qui détermine notamment les personnes habilitées à transmettre les ordres, et qui permet à l'intermédiaire de vérifier que le donneur d'ordre a bien la capacité ou le pouvoir requis, compte tenu de la nature de l'ordre.

_ 21 –

La qualification est expressément fixée par le décret du 5 novembre 1965, pour les actes d'administration. Sont des actes de disposition ceux qui sont constitutifs de droits réels sur les valeurs mobilières (C.

civ., art. 457). L'intermédiaire verra sa responsabilité engagée s'il laisse le tuteur accomplir des actes de disposition sans s'être assuré que le tuteur disposait bien de l'autorisation du conseil de famille : v. TGI Bordeaux, 30 juill. 1996 : Bull. inf. C. cass. 1er avr. 1997, n° 402 ; RTD civ. 1997, p. 101, obs. Hauser J. Or, la liste des actes d'administration est aujourd'hui évolutive, ce qui doit inciter l'intermédiaire à une certaine prudence. Sur l'inadaptation du droit positif à la gestion directe des valeurs mobilières des incapables, v. Hovasse H., « Incapacités et valeurs mobilières », Defrénois 30 mars 1995, n° 36036, p. 369, spéc. nos 20 et s.

_ 22 –

Et cela, à peine de nullité (C. civ., art. 1124 et 1125, anc., devenus 1146 et 1151). En cas de désaccord, il faut l'autorisation du juge des tutelles pour procéder au placement (C. civ., art. 389-5, anc.). Selon Hovasse H., « Incapacités et valeurs mobilières », Defrénois 30 mars 1995, n° 36036, p. 369, spéc. n° 11, dès lors que les deux parents seraient d'accord sur le principe du placement, chacun aurait le pouvoir de contracter seul les actes d'emploi.

_ 23 –

Quant à la décision de placement, v. Hovasse H., « Incapacités et valeurs mobilières », Defrénois 30 mars 1995, n° 36036, p. 369, spéc. n° 8. L'emploi des fonds doit avoir lieu dans un délai de six mois à compter de l'autorisation, sauf prorogation par le conseil de famille.

_ 24 –

L'emploi de capitaux en vue d'un placement nécessite l'autorisation du juge des tutelles : v. Cass. 1re civ., 17 janv. 1978, n° 75-14302 : Bull. civ. I, n° 17 ; Defrénois 1979, p. 1498, n° 32139, note M.-P. Champenois-Marmier ; JCP G 1979, II 19175, obs. Courbe P.

_ 25 –

C. civ., art. 389-4, anc., qui pose une présomption de pouvoir à l'égard des tiers.

_ 26 –

Pour le détail, v. par ex. Batteur A. et Douville T., « Présentation critique de la réforme de l'administration légale », D. 2015, p. 2330.

_ 27 –

V. Hovasse H., Deslandes M. et Gentilhomme R., « Le paiement du dividende en actifs sociaux », Act. prat. ing. sociétaire n° 3, juill. 1992, p. 2 à 14.

_ 28 –

V. Cass. 1re civ., 2 juin 1993, n° 91-16370 : Defrénois 15 nov. 1993, n° 35638, p. 1274, note Buffeteau P. ; D. 1993, Jur., p. 613, note Martin D. R. ; JCP G 1994, II 22206, obs. Couturier J.-P. ; RTD civ. 1995, p. 149,

obs. Patarin J. et p. 395, obs. Zénati F. ; Dr. sociétés 1994, comm. 17, obs. Hovasse H.

_ 29 –

V. dans un sens similaire les interrogations de Libchaber R., « Le portefeuille de valeurs mobilières : bien unique ou pluralité de biens », Defrénois 30 janv. 1997, p. 65, n° 36464, spéc. nos 23 et 24, qui propose de recourir à la solution de C. civ., art. 454, al. 3, anc. : l'autorisation donnée au tuteur par le conseil de famille de passer un contrat pour la gestion des valeurs mobilières du pupille ; et les réserves de Menjucq M., « L'incapable majeur en droit des affaires », JCP N 1999, I 836, spéc. p. 841, pour les valeurs composées. Sur la gestion déléguée, v. Hovasse H., « Incapacités et valeurs mobilières », Defrénois 30 mars 1995, p. 369, n° 36036, spéc. n° 29, et les critiques de Menjucq M.,« L'incapable majeur en droit des affaires », JCP N 1999, I 836, qui considère les dispositions du Code civil comme peu adaptées à la gestion du portefeuille de l'incapable majeur, excepté le cas du recours à la gestion déléguée. La réforme du droit des incapables a simplifié ces questions.

_ 30 –

Le contrôle est opéré a posteriori et peut revêtir trois formes : la nullité de l'acte pour trouble mental (C. civ., anc. art. 489, devenu art. 414-1), l'action en rescision pour lésion (nullité de C. civ., anc. art. 491-2) et l'action en réduction pour excès (C. civ., anc. art. 491-2), v. C. civ., art. 435.

_ 31 –

Legeais D., « Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. n° 1670, nos 43 et s. La nullité est de droit quelle que soit la nature de l'acte, de disposition ou d'administration.

_ 32 –

V. Lemouland J.-J., « Les actes du tuteur : typologie et classification », Dr. famille 2007, comm. 19, p. 27 ; Lemouland J.-J. et Plazy J.-M., « Majeurs protégés », D. 2008, p. 313 ; Couturier M., « Le compte en banque de la personne vulnérable », JCP N 2008, 1270, qui aborde aussi la question du compte-titres de valeurs mobilières.

_ 33 –

V. sur ce décret : D. 2009, p. 83 ; comm. Fossier T., JCP N 2009, 101.

_ 34 –

V. Instr. min. Éco. et Int. 15 sept. 1992. Pour les dérivés de crédit, v. L. n° 85-695, 11 juill. 1985, art. 8, et surtout L. fin. pour 1991, n° 90-1168, 29 déc. 1990, art. 56, II, textes qui permettent à l'État français de conclure des swaps : v. Bossin J.-M. et Lefranc D., « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré »,

Banque et droit n° 54, juill.-août 1997, p. 3 et s., spéc. p. 4 ; Merville A.-D., La spéculation en droit privé, thèse, 2001, Paris 1, nos 394 et s.

– 35 –

Guillaumin V., « Le consentement échangé sur le marché financier », in L'échange des consentements, Colloque de Deauville, RJ com. 1995, n° spécial, spéc. p. 133.

– 36 –

CA Paris, 30 oct. 1984 : Juris-Data n° 1984-025314, cité par Legeais D., « Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1670, n° 16 : nullité de l'ordre dont le donneur était atteint d'une psychose le rendant irresponsable.

– 37 –

Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, t. II, 16e éd. par Delebecque P. et Germain M., 2000, LGDJ, n° 1880 ; Legeais D., « Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1670, nos 19 à 22 et les décisions citées : la plus récente date de 1934. À cette époque, la jurisprudence acceptait peut-être assez facilement la nullité pour erreur quant à la nature ou au contenu de l'ordre. On peut douter, aujourd'hui, du bien-fondé d'une telle assertion.

– 38 –

Le débat est reporté sur la violation éventuelle du devoir d'information et de conseil pesant sur l'intermédiaire.

– 39 –

Cass. 1re civ., 25 juin 1957, Rev. crit. DIP 1957, p. 680, note Batiffol H.

– 40 –

V. égal. en faveur de cette solution, de Vauplane H. et Bornet J.-P., « Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI », BJB mars 1996, n° 19, p. 83, et n° 68, p. 355 ; comp. Stoufflet J., « Bourses et opérations de bourse », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1740, n° 60, qui se prononce pour la loi de la bourse ; Martrel J.-P., « Les opérations sur valeurs mobilières dans le cadre de la CEE », in L'Europe et le droit des valeurs mobilières, Banque et droit 1991, hors-série ; v. aussi le colloque organisé par l'AEDBF, « La Convention de Rome : un nouveau droit international privé européen des contrats – application aux opérations bancaires », Banque et droit juin 1993, n° spécial hors-série. Mais il faut également tenir compte de la convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation (v. par exemple : Rev. crit. DIP 1977, p. 639), en vigueur en France depuis le 1er mai 1992, dont l'article 6 dispose : « Dans la mesure où elle n'a pas été choisie dans les conditions prévues à l'article 5, la loi applicable est la loi interne de l'État dans lequel, au moment de la formation du rapport de

représentation, l'intermédiaire a son établissement professionnel ou, à défaut, sa résidence habituelle. Toutefois, la loi interne de l'État dans lequel l'intermédiaire doit exercer à titre principal son activité est applicable, si le représenté a son établissement professionnel ou, à défaut, sa résidence habituelle dans cet État. » L'article 9 ajoute que : « Quelle que soit la loi applicable au rapport de représentation, on aura égard en ce qui concerne les modalités d'exécution à la loi du lieu d'exécution. » Cette convention ne contient aucune exclusion ni réserve à l'égard des opérations de bourse. Et la convention de La Haye écarte les dispositions de l'ancienne convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (art. 21), transformée en règlement (CE) n° 593/2008 dit Rome I en date du 17 juin 2008 ; v. de Quenaudon R., « La Convention de La Haye du 14 mars 1978 face à la Convention de Rome du 19 juin 1980 et au droit international privé commun français », LPA 26 mars 1993, p. 5, spéc. n° 10 ; v. aussi Bonneau T. et Drummond F., Droit des marchés financiers, 2001, Economica, nos 1046 et s. ; la proposition de convention de La Haye sur la loi applicable aux droits réels portant sur des titres intermédiés se réfère aussi à la loi de l'intermédiaire pertinent, à savoir le professionnel qui a conclu avec le titulaire la convention de tenue de compte-titres ; v. aussi Cremers T. : Banque et droit n° 119, mai-juin 2008, p. 11. La convention, adoptée le 5 juillet 2006, est relative à la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, qui retient comme critère principal la lex contractus, solution qui a valu son rejet par l'Union européenne. Il existe aussi un projet de convention UNIDROIT sur les titres intermédiés ; v. de Vauplane H., « Projet de convention UNIDROIT sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés », RTDF 2006/2, p. 65 ; v. aussi Dubertret M. et Mangenet D., « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », D. 2009, p. 448. Le règlement communautaire Rome I, entré en vigueur le 17 décembre 2009, contient des règles spécifiques pour les instruments financiers, qui font une large part à la loi du marché ; v. Lagarde P. et Tenenbaum A., « De la convention de Rome au règlement Rome I », Rev. crit. DIP 2008, p. 727 et s.

_ 41 –

V. CJUE, 28 janv. 2015 Kolassa, n° C-375/13 : D. 2015, p. 770, note d'Avout L.

_ 42 –

CJUE, 16 juin 2016, n° C-12/15 : D. 2016, p. 2156, note Boskovic O.

_ 43 –

V. CJUE, 28 janv. 2015 Kolassa, n° C-375/13 : D. 2015, p. 770, note d'Avout L.

_ 148 –

L. n° 98-546, 2 juill. 1998, art. 41, mod. L. n° 66-537, 24 juill. 1966, art. 217, II, al. 2 (devenu C. com., art. L. 225-206, II, al. 2) : « Les achats d'actions par une personne agissant pour le compte de la société sont interdits sauf s'il s'agit d'un prestataire de services d'investissement ou d'un membre d'un marché réglementé intervenant dans les conditions du I de l'article 43 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières. » Sur ce texte, v. Couret A., « Les dispositions de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant DDOEF concernant le droit des sociétés », BJS juill. 1998, n° 243, p. 709 ; Robineau S., « Les interventions des sociétés sur leurs propres titres de capital », BJS déc. 1998, n° 375, p. 1229, spéc. n° 5.

_ 149 –

Chez certains prestataires habilités, et en dépit des nombreux avantages liés à la passation des ordres par ordinateur, les ordres passés par téléphone représentent encore 75 % de la totalité des ordres.

_ 150 –

Par exemple : CA Paris, 10 juill. 1992 : BJB janv. 1993, n° 5, p. 40, note Faugérolas L. ; D. 1992, IR, p. 247 : le banquier qui exécute un ordre de bourse oral passé par téléphone par un de ses clients en dehors de toute convention réglementant les modalités de passation des ordres doit, en l'absence de confirmation écrite, faire la preuve du contenu de l'ordre pour établir son exacte exécution ; l'ordre était à règlement immédiat, d'un montant d'un million de francs selon l'intermédiaire, de 100 000 F, selon le client. Cependant, une jurisprudence plus récente accepte de prendre en compte les enregistrements des communications téléphoniques pour établir l'existence et le contenu de l'ordre oral ; v. CA Paris, 31 mars 1998, Brunel : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs. Lucas F.-X. Ces risques sont accentués dans la mesure où l'instruction Euronext N4-04, article 11, des Premier et Second Marchés, depuis abrogée et remplacée, le 12 juin 2001, par le Manuel de Négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, p. 381, n° 68), et l'instruction d'application du Manuel de Négociation n° 4-01, laissent aux membres de marché le soin d'organiser les procédures de filtrage et les systèmes de contrôle des ordres manuels. Sur ces questions, 126. Sur l'obligation pour le prestataire d'enregistrer les communications téléphoniques, 132 et 134.

_ 151 –
Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, t. II, 1987-1988, fasc. IV, p. 451.
_ 152 –
Bézard P. et Robert M. C., « Bourse de valeur », Rép. com. Dalloz, n° 457 – CA Reims, 9 juin 1975 : Banque 1975, p. 91 – CA Paris, 12 juill. 1993 : Gaz. Pal. Rec. 1993, 2, som., p. 589.
_ 153 –
Cass. com., 7 avr. 1998, n° 96-16373 : BJS oct. 1998, n° 327, p. 1068, note Daigre J.-J. ; Quot. jur. 1998, n° 47, p. 5 ; Dr. sociétés 1998, comm. 97, obs. Hovasse H. ; RTD com. 1998, p. 637, note Storck M. ; JCP G 1998, IV 2299 ; Banque et droit n° 60, juill.-août 1998, p. 37, obs. de Vauplane H. : « Dès lors qu'il n'était pas soutenu que la banque aurait inexactement exécuté les ordres, la cour d'appel n'avait pas à répondre aux conclusions faisant état d'un manquement aux normes professionnelles ayant consisté, pour la banque, à ne pas exiger confirmation écrite des ordres reçus. » Le principe avait déjà été posé par TGI Dijon, 13 janv. 1987 : Gaz. Pal. Rec. 1988, 1, som., p. 194.
_ 154 –
Exemple : « Le client déclare connaître et accepter les risques liés à l'utilisation de ces moyens de communication qui peuvent entraîner des dommages ou d'autres inconvénients pour lui-même. Le client déclare accepter sans réserve ni restriction toutes les conséquences qui pourraient résulter de l'exécution par le prestataire des ordres transmis oralement. Il supportera seul tout dommage qui pourrait s'ensuivre à l'exclusion de toute responsabilité du prestataire dans les limites légales (…). »
_ 155 –
V. par ex. encore : Cass. com., 10 mars 1992, n° 90-15309 : Dr. sociétés 1992, comm. 121, obs. Hovasse H. ; D. 1993, Somm., p. 55, obs. Vasseur M., responsabilité ici quasi délictuelle de la banque française qui n'avait pas informé son homologue suisse de l'existence d'une restriction légale (condition de nationalité française de l'acquéreur) affectant la négociation des titres souhaités (en l'espèce, actions de compagnies françaises d'assurances).
_ 156 –
Loi complétée par D. n° 96-117, 14 févr. 1996 et A. du même jour : D. 1996, lég., p. 103 ; v. Carreau D. et Hurstel D., « La nouvelle liberté des investissements directs étrangers en France », D. 1996, Chron., p. 239 ; textes mod. par D. n° 2003-196, 7 mars 2003 et A. de la même date (BJB mars 2003, n° 28, p. 177 ; JCP E 2003, III 20031) ; le décret n° 2003-196, du 7 mars 2003, abroge et remplace celui du 29 décembre

1989 ; Révillard M., Droit international privé et pratique notariale, 4e éd., 1998, Defrénois, nos 699 et s. Sur le placement en France d'actions de sociétés américaines, v. Cafritz E. et Tene O., « La réglementation des placements privés en France », BJB mars 2003, n° 21, p. 126.

_ 157 –

La liberté d'investissement vaut à l'égard de tous les investisseurs, qu'ils soient communautaires, ou qu'ils viennent du reste du monde.

_ 158 –

L'article 6 du décret n° 2003-196 du 7 mars 2003 pose une liste d'opérations d'investissement qui sont purement et simplement dispensées de toute obligation de déclaration à l'Administration, telles que les prises de contrôle.

_ 159 –

V. par ex. Pailleret A., Bryden D. et Hildebrand B., « Investissements étrangers dans le secteur de la défense. Encadrement en France, au Royaume-Uni et en Allemagne », JCP E 2015, 1331.

_ 160 –

L. n° 66-1008, 28 déc. 1966, art. 5-1, II, mod. par L. n° 96-109, 14 févr. 1996, codifiée à C. mon. fin., art. L. 151-1 et s.

_ 161 –

Défense des intérêts nationaux ; pour un exemple frappant l'Association Secours Mondial de France, v. CE, 3 nov. 2004, n° 262626 : D. 2005, p. 824, note Clamour G.

_ 162 –

V. Chvika E., « Aménagement du contrôle des investissements étrangers dans les secteurs stratégiques en France », D. 2006, p. 218.

_ 163 –

Le Monde, 12 mars 2005.

_ 168 –

L'intérêt pour le prestataire de procéder à la déclaration de soupçons est que sa responsabilité, quant à une éventuelle participation à l'infraction, est automatiquement écartée. L'obligation de déclaration de soupçons pèse sur le simple transmetteur d'ordres de bourse, qui doit identifier les clients occasionnels : CE, 31 mars 2004, n° 256355 : BJB sept. 2004, n° 121, p. 627, note Cutajar C. La Cour de cassation a jugé, le 28 avril 2004, que la victime d'un chèque falsifié ne pouvait invoquer la violation de l'obligation de vigilance pesant sur la banque au titre de la lutte contre le blanchiment pour obtenir réparation du préjudice subi : Cass. com., 28 avr. 2004, n° 02-15054 : Bull. civ. IV, n° 54 ; D. 2004, p. 1380, note Avena-Robardet V. ; v. aussi Bonneau T., « La responsabilité du banquier encourue pour non respect de la

législation relative au blanchiment de capitaux : panorama de jurisprudence récente », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2005, p. 41 ; Conte P., « Aspect pénal des obligations de vigilance tendant à prévenir le blanchiment », JCP E 2005, I 126 ; Dezeuze É., « La responsabilité pénale », RD bancaire et fin. nov.-déc. 2007, p. 20 ; Gérard Y., « La responsabilité civile », RD bancaire et fin. nov.-déc. 2007, p. 29.

_ 169 –

Par ex. : Cass. com., 10 févr. 1998, n° 96-12031 : JCP G 1998, II 10142, obs. Fages B. ; sur le caractère non textuel des nullités en droit civil et les liens entre sanctions pénales et nullité au civil. Comp. avec C. mon. fin., anc. art. L. 432-20, qui posait le principe de la validité des transactions sur les instruments financiers à terme, nonobstant C. civ., art. 1965, inapplicable ici, pour autant que la transaction ait un objet et une cause licites. Depuis, v. C. mon. fin., art. L. 211-35 : « Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent de contrats financiers, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence. » La nullité joue quand bien même l'une des parties serait de bonne foi et n'aurait pas eu connaissance du caractère illicite ou immoral du motif déterminant de la conclusion du contrat : Cass. 1re civ., 7 oct. 1998, n° 96-14359 : Bull. civ. I, n° 285 ; D. 1998, Jur., p. 563, concl. Sainte-Rose J. ; Defrénois 30 nov. 1998, n° 36895, p. 1408, obs. Mazeaud D. ; LPA 18 févr. 1999, p. 11, note A.-M. L. ; JCP G 1998, II 10202, obs. Malville M.-H. ; JCP G 1999, I 114, obs. Jamin C. ; Contrats, conc. consom. 1999, comm. 1, obs. Leveneur L. ; Dr. et patr. 1999, p. 62, obs. Chauvel P. ; D. 1999, Somm., n° 110, obs. Delebecque P. ; RTD civ. 1999, p. 386, obs. Mestre J.

_ 170 –

Dans le même sens, v. Baumgartner F. et Mousseron P., « Blanchiment, contrats et opinions juridiques », JCP E 2006, 2429.
s critique de Cutajar C. : D. 2009, p. 821.

_ 180 –

Bull. COB n° 228, sept. 1989.

_ 181 –

Les Échos, 17 janv. 1991, p. 20.

_ 182 –

Corpet F., « Déontologie en droit boursier », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1580, spéc. nos 17, 18, 31 et 34.

_ 183 –

L. n° 88-70, 22 janv. 1988, art. 19 : « Le règlement intérieur (…) prévoit : les conditions dans lesquelles les salariés peuvent effectuer des

opérations de bourse pour leur compte propre ; les conditions dans lesquelles ils doivent, dès lors, en informer leur employeur ; les obligations qui s'imposent à eux en vue d'éviter la circulation indue d'informations confidentielles. »

_ 184 –

Circ. 9 janv. 1989 : Rapp. COB 1988, ann. 12 – Circ. 16 oct. 1989 : Rapp. COB 1989, ann. 10 ; Bull. COB n° 212, mars 1988, p. 46.

_ 185 –

Les restrictions opérées doivent être prévues par le règlement intérieur en conformité avec C. trav., art. L. 1321-1.

_ 186 –

V. aussi Corpett F., « Déontologie en droit boursier », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1580, spéc. n° 36.

_ 187 –

V. Cass. soc., 28 mai 2008, n° 07-15744 : Bull. civ. V, n° 120 ; D. 2008, p. 1699, l'arrêt est de cassation.

_ 188 –

CE, 18 mars 1998, n° 157607 : LPA 16 juill. 1999, p. 11, concl. Maugüé C. ; D. 1998, IR, p. 115. Les faits étaient antérieurs à l'entrée en vigueur de la loi du 2 juillet 1996.

_ 189 –

Disposition qui va quelque peu au-delà de ce que prévoyait l'ancien article 2-6-5 du règlement général du CBV ; de même, l'ancien article 321-43 du règlement général de l'AMF ne semblait pas imposer une telle obligation, v. aussi l'article L. 533-10 du Code monétaire et financier, pour les prestataires de services d'investissement, et les articles 511-2 (marchés réglementés) et 512-8 (collaborateurs des entreprises de marché) du règlement général de l'AMF.

_ 190 –

Sur l'horodatage, 130. Le principe est donc que l'horodatage s'applique indifféremment aux ordres clients et aux ordres maison. Sur le MATIF, il est même prévu qu'à cours et horodatage identiques, les ordres de la clientèle d'un membre du marché ont priorité sur les ordres maison de ce même membre.

_ 191 –

Ce qu'on appelle un aller-et-retour ou un acheté/vendu, en principe licite lorsqu'il émane d'un client du prestataire, type d'ordre qui intervient en général vers la fin de l'année civile, pour toiletter le portefeuille, sous l'angle fiscal. Il était néanmoins obligatoire de respecter les dispositions de l'ancien règlement COB n° 90-04, sous peine de fausser l'établissement des cours ; v. déc. COB, 16 déc. 1997, Sté marseillaise de crédit : Bull. COB n° 321, févr. 1998, p. 9 ; Banque

et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 32, obs. de Vauplane H. ; RTD com. 1998, p. 644, obs. Rontchevsky N. ; RSC 1999, p. 126, obs. Riffault J.

192 –

C'est donc le caractère disproportionné de la mesure qui entraîne son illégalité, mais non le principe même de l'accès aux informations utiles à l'exercice de la mission du service de contrôle. Comp. avec CA Paris, 2 nov. 1995, Fournier : D. 1996, IR, p. 18 : l'objet du litige portait sur le point de savoir si l'enregistrement des conversations téléphoniques privées des salariés sur leur lieu de travail pouvait établir l'existence d'une cause réelle et sérieuse de licenciement, ce que les juges ont, bien évidemment, refusé d'admettre, le procédé constituant ici un détournement de pouvoirs, car l'arrêt énonce ensuite que l'objet exclusif de l'enregistrement est « de permettre la vérification, en cas de litige, des termes d'une transaction téléphonique passée entre un donneur d'ordre et l'organisme financier, qui sont les seuls fondements justifiant l'utilisation d'un support magnétique dans le cadre de l'activité professionnelle de l'intéressé. »

193 –

Là encore, c'est donc le caractère disproportionné de la sanction en raison de sa généralité qui entraîne son illégalité, mais non la possibilité d'interdire la passation d'un ordre de bourse, à titre de sanction disciplinaire, en raison de la gravité du manquement reproché. Sur la possibilité de restreindre la passation d'ordres de bourse maison de certains collaborateurs en dehors de toute faute professionnelle, v. AMF, règl. gén., art. 321-37 et 058. Pour un exemple de sanction infligée à des préposés de prestataire pour détention non déclarée de compte-titres et passation d'ordres de bourse, v. AMF, sanct. 21 janv. 2010 : BJB juill. 2010, n° 42, p. 323, note Kloepfer Pelèse M.

194 –

Sur leur définition, v. AMF, règl. gén., art. 313-10 et 313-21 ; Bouteiller P., « La responsabilité du banquier dépositaire de titres », Ingénierie patrimoniale sept.-oct. 1999, p. 4.

195 –

Sur les restrictions à la passation d'ordres de bourse à titre de sanction disciplinaire s'agissant de collaborateurs ordinaires, 056.

196 –

Sur les restrictions frappant les analystes financiers, v. Daigre J.-J., « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », in Mélanges J. Béguin, 2005, p. 231.

197 –

C. mon. fin., art. L. 621-18-2 – AMF, règl. gén., art. 223-22 et s. ; pour un exemple d'application, v. AMF, déc., 27 avr. 2016 : BJB juill.-août 2016, n° 114k8, p. 308, note Schmidt D.

_ 198 –

V. D. 2006, p. 1101.

_ 199 –

V. par ex., Bornet J.-P., « Deux déclinaisons liées à l'information privilégiée : l'établissement des listes d'initiés et la déclaration de soupçons des opérations de marchés », RD bancaire et fin. juill.-août 2006, p. 31 ; Bouloc B., « La portée de la transposition de la directive du 29 avril 2004 sur les opérations effectuées par des initiés et sur les opérations suspectes », RD bancaire et fin. juill.-août 2006, p. 36.

_ 200 –

V. Boursier M.-E., « L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marché », BJB sept. 2016, n° 114p3, p. 382.

_ 201 –

L'obligation de couverture ici analysée porte sur les relations entre le client donneur d'ordre et le prestataire habilité, qu'il soit simple transmetteur d'ordres ou ex-société de bourse, et non sur les obligations de couverture des adhérents à la compensation et membres des marchés réglementés. Toutefois, cette couverture obéit dans l'ensemble aux mêmes règles que celles qui s'appliquent aux couvertures que doivent appeler les membres de marché et les adhérents compensateurs. Dans les relations entre Clearnet et les adhérents compensateurs, un avis Clearnet du 20 janvier 2004 (BJB janv. 2004, n° 24, p. 132), définit les modes de calcul du risque non couvert, en faisant appel notamment à un calcul de type stress-testing, qu'il s'agisse des marchés actions (paramètre de risque spécifique : x = 10 %) ou des marchés de dérivés (plage de fluctuation du sous-jacent pour les options sur actions : +/- 20 %). V. l'instruction IV-3-2.

_ 202 –

Pour Legeais D. (« Ordre de bourse, formation du contrat », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1670, spéc. n° 11), la raison en est que le risque couru par le prestataire en raison du défaut de couverture rend le refus acceptable. C'est pour cette raison que nous traitons ici la couverture, et non lors du dénouement de l'ordre de bourse, quand bien même la couverture pourrait être présentée comme une garantie d'exécution de l'ordre. La démarche suivie est cependant pleinement justifiée : le prestataire peut toujours refuser l'ordre si la couverture fait défaut, ce qui affecte sa formation ; et dans plusieurs hypothèses, la constitution de la couverture est une condition préalable de l'ordre

(MATIF, MONEP pour le contrat à terme CAC 40, ordre passé par minitel ou par ordinateur, ordre passé sur un PEA en raison de l'instruction fiscale du 3 mars 1993). Il en est de même des ordres passés par Internet, les articles 516-2 et suivants du règlement général de l'AMF imposant au prestataire l'obligation de disposer d'un système automatisé de vérification du compte, devant assurer le blocage de l'entrée de l'ordre en cas d'insuffisance des provisions et des couvertures ; pour des faits antérieurs à la décision générale CMF n° 99-07, v. CA Paris, 18 mars 2003 : Banque et droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H., qui juge que le non-blocage d'un ordre de bourse important passé par Internet ne constitue pas une faute de l'intermédiaire. Cette jurisprudence est obsolète depuis un arrêt de Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103 : Bull. civ. IV, n° 207, qui fait du blocage de l'ordre à découvert transmis par Internet une obligation de résultat sanctionnée par l'indemnisation de la totalité des pertes ; dans le même sens, v. Cass. com., 17 nov. 2015 (cassation), n° 14-18673, PB.

La modification du règlement général du CMF par l'arrêté du 30 août 2000 (JO 8 sept. 2000, p. 14057) avait confirmé et généralisé cette analyse en subordonnant strictement l'acceptation de l'ordre à la constitution préalable de la couverture (AMF, règl. gén., anc. art. 517-2 et s. et 518-3 ; art. 516-2 et s. nouv.), qu'il s'agisse d'opérations sur titre de capital ou de créance, ou sur des instruments financiers à terme.

_ 203 –

V. Bienvenu-Perrot A., « MATIF », JCl. Commercial, fasc. 314, spéc. n° 158 ; couverture des positions prises sur le règlement mensuel : 20 % (pour les espèces)… L'effet de levier est encore accru lorsque la spéculation porte sur un produit dérivé, et non sur le produit sous-jacent. En 2009, la Société Générale a fait de la publicité pour un produit à effet de levier de 50. Le corollaire de l'effet de levier est le report des positions.

_ 204 –

Il en est malheureusement d'autres, telles que, par exemple, l'absence du caractère préalable de la constitution de la couverture par rapport à la passation de l'ordre. En d'autres termes, non seulement la réglementation se contente de pourcentages très faibles, mais, en plus, elle n'exige même pas la fourniture préalable de la couverture, sauf le cas du MATIF (lequel comporte une exception… ; 068) et celui du MONEP pour le contrat à terme CAC 40.

_ 205 –

Pour de Vauplane H. (« La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197), « on peut ramener à l'appellation commune de "couverture" l'ensemble des différentes techniques de deposits, marges et couvertures » ; la remarque est certes exacte, mais à l'analyse, des différences existent entre la couverture initiale et le calcul des appels de marge, de sorte que les uns ne se ramènent pas, en totalité, aux autres.

_ 206 –

À savoir la limite maximale de pertes sur le MONEP (070 et 080), la totalité des pertes potentielles pour le SRD 096, l'appel de marge devant être satisfait dans des délais extrêmement brefs, à peine de liquidation d'office des positions.

_ 207 –

V. CA Paris, 14 déc. 1998, n° 1998/03035 : BJB mars 1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. : pour la cour, la perte de la totalité des fonds confiés ne suffit pas à établir la responsabilité du gérant, car il n'est pas exclu que l'effet de levier soit à l'origine des pertes.

_ 208 –

De sorte que l'histoire de la couverture et de sa nature n'est pas « celle d'une longue imposture », quoiqu'en pensât Rodière R. (note sous T. com. Seine, 2 mai 1941 : JCP E 1942, II 1811).

_ 209 –

Aubry C. et Rau C., Cours de droit civil, t. IV, 4e éd., Litec, p. 581.

_ 210 –

Sur ce débat, v. Vasseur M., Cours de droit des affaires, t. II, 1987-1988, fasc. IV, p. 433 ; Didier P., Droit commercial. Le marché financier, les groupes de sociétés, t. 3, 1993, PUF, p. 201 ; de Vauplane H., « Modification des règles de couverture », BJB nov. 1993, n° 147, p. 771, spéc. p. 773, pour qui la couverture présente de nombreuses similitudes avec l'analyse du compte-courant ; v. aussi, du même auteur, sur les différentes analyses, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride » : RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197.

_ 211 –

Analyse de la SBF dans l'instruction n° 94-3, 27 avr. 1994 : BJB mai 1994, n° 64, p. 344, note de Vauplane H.

_ 212 –

Sous certaines conditions (C. mon. fin., art. L. 431-7, anc., sur lequel, v. Daigre J.-J., « Le domaine matériel de la compensation des dettes et des créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », in Mélanges Y. Guyon, 2003, Dalloz, p. 271), la constitution d'un dépôt de garantie opérant transfert de propriété est

également possible pour les opérations de gré à gré. La loi DDOEF n° 98-546 du 2 juillet 1998 était venue renforcer le dispositif en modifiant l'ancien article L. 431-2 du Code monétaire et financier, en faisant application de la propriété-garantie au dénouement d'opérations réalisées hors d'un marché réglementé et portant sur des instruments financiers inscrits en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement-livraison mentionné à l'article 93-1 de la loi du 24 janvier 1984 ; Canu V. et de Saint Mars B., « Intermédiation financière et droit des procédures collectives », RD bancaire et bourse n° 68, juill.-août 1998, p. 119 ; v. aussi l'analyse appronfondie de Chvika E., « Du security interest sur les marchés de gré à gré soumis au droit français », BJB janv. 2003, n° 3, p. 16 ; Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74.

213 –

Que de Vauplane H. (« La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197, spéc. p. 201), qualifie de fiduciaire, et même, de sûreté de droit boursier. L'expression de propriété-sûreté nous paraît erronée, car le propre des sûretés réelles est qu'elles sont soumises à la loi du concours, alors que le droit de propriété empêche précisément tout concours.

214 –

Agbayssah S., « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés. Une sûreté fiduciaire des articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », JCP E, 1996, I 603 ; Stéphan P., La compensation, 1996, GLN Joly, thème 16, p. 187, spéc. nos 489 et s. ; Stéphan P. et Najjar I., « La "couverture" du marché à terme », D. 1993, Chron., p. 45, spéc. n° 25 : on peut distinguer la couverture des contrats à terme fermes, formée par le dépôt de garantie sur lequel porte le droit de propriété de l'intermédiaire, et celle des contrats sur option, qui n'est que le montant de l'indemnité de réservation, soit le premium. Selon Cass. com., 26 juin 2012, n° 11-18337 : BJB sept. 2012, n° 155, p. 341, note Goutay P., il est logiquement décidé que « ne sont transférés en pleine propriété au prestataire de services d'investissement habilité, dès leur constitution, que les dépôts effectués par les donneurs d'ordre en couverture des positions prises par ces derniers sur un marché d'instruments financiers » et qu'en conséquence, à défaut de prouver que les titres saisis étaient affectés à la couverture des opérations à terme, le prestataire ne peut se prévaloir de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.

_ 215 –
Sur cette question, et les difficultés susceptibles d'en résulter, v. de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197.
_ 216 –
Bornet J.-P. et de Saint Mars B., « Le service de règlement différé ou comment, sans le flacon, conserver l'ivresse du règlement mensuel », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2002, p. 46, qui souhaitaient la modification de l'ancien article L. 442-6 du Code monétaire et financier pour dissiper l'incertitude.
_ 217 –
Rev. CMF n° 33, nov. 2000, p. 17. Le Comité juridique de l'AFEI avait désapprouvé l'analyse du CMF, et préférait voir dans la couverture un transfert de propriété relevant de l'ancien article L. 442-6 du Code monétaire et financier : « Le Service de règlement et livraison différé », AFEI, note n° 01-12, 28 mai 2001, nos 27 et s.
_ 218 –
Selon l'expression de MM. de Vauplane H. et Daigre J.-J., in Banque et droit n° 75, janv.-févr. 2001, p. 31.
_ 219 –
v. Cass. com., 5 avr. 2005, n° 03-17778 : BJB sept. 2005, n° 141, p. 557, note Bonneau T., à propos de l'ancien article 49 de la loi n° 96-597, du 2 juillet 1996, dans sa rédaction antérieure à la loi du 25 juin 1999 ; par cette loi, le transfert en pleine propriété des dépôts a été étendu au teneur de compte-conservateur non-adhérent ; les faits étaient relatifs à des opérations réalisées sur le MONEP en 1997.
_ 220 –
AMF, règl. gén., art. 541-26 (1er nov. 2007) : « Les règles de fonctionnement des chambres de compensation peuvent arrêter des dispositions concernant les sommes minimales que les adhérents doivent appeler auprès des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions, ainsi que les actifs ou garanties admis en représentation de ces sommes. »
_ 221 –
Ce qui n'était pas le cas avant l'arrêté du 26 août 1998, qui a homologué la modification des articles 4-2-23 et 4-2-26 du règlement général du CMF (devenus AMF, règl. gén., art. 541-24 et 541-27). La modification du règlement général du CMF par l'arrêté du 30 août 2000 a strictement subordonné l'acceptation de l'ordre à la constitution préalable de la couverture (AMF, règl. gén., anc. art. 517-2 et s. et 518-3 ; v. désormais art. 516-2 et s.), qu'il s'agisse d'opérations sur titre de

capital ou de créance, ou sur des instruments financiers à terme. À cet effet, le prestataire transmetteur d'ordre doit établir une convention avec le prestataire teneur de compte-conservateur, qui a pour objet de permettre la vérification de l'existence préalable de la couverture à l'acceptation ou à l'exécution de l'ordre. L'une des conséquences attachées à cette convention est de dispenser le membre d'un marché réglementé qui ne tient pas le compte du donneur d'ordre de vérifier l'existence préalable de la couverture, lorsque l'ordre lui est adressé par un prestataire habilité agissant en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres. Cette disposition a ainsi pour raison d'être d'éviter les vérifications en cascade, dès lors qu'en amont de la chaîne de l'ordre, cette question a dû être réglée. La notion de prestataire habilité est plus large que celle de membre de la chambre de compensation, dès lors qu'elle recouvre tout intermédiaire financier habilité à fournir au moins un service d'investissement. V. Hovasse H., « De nouvelles dispositions relatives aux couvertures dans le règlement général du CMF », Dr. sociétés 1998, comm. 130. V. aussi de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197, spéc. p. 202, qui déplore le manque de précision du texte : rien n'est dit sur la qualification de cet appel de couverture. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, n° 566 ; et de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., où a également été souligné le flou des textes quant aux conditions d'opposabilité aux tiers du transfert de propriété. Si l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier (hypothèses des opérations sur instruments financiers à terme de gré à gré régies par la convention-cadre mise en place par les parties ; v. Daigre J.-J., « Le domaine matériel de la compensation des dettes et des créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », in Mélanges Y. Guyon, 2003, Dalloz, p. 271) énonçait bien que le transfert était opposable aux tiers sans formalité, l'article 49 (opérations sur les marchés réglementés) de la loi MAF du 2 juillet 1996 gardait le silence sur ce point. Si la volonté des parties peut organiser, au sein de conventions-cadre appréhendant des opérations de gré à gré, l'opposabilité du transfert de propriété sans formalité, a fortiori le transfert doit-il être opposable aux tiers sans formalité sur les marchés réglementés.

222 –

En faveur de cette conception, qui a certes été exacte par le passé, mais qui est de plus en plus contestée actuellement, v. Piniot M.-C., « Opérations de bourse : responsabilité des intervenants », RJDA 1/95,

p. 3. Contra : v. dès 1979 : Rapp. COB 1979, p. 93 : Bull. COB n° 204, juin 1987, p. 14 ; Piedelièvre A., note sous Cass. 1re civ., 22 mai 1985, n° 83-16529 : Bull. civ. I, n° 160 ; Gaz. Pal. 1986, 1, p. 24 ; D. 1986, IR, p. 330, obs. Vasseur M. ; Leborgne A., « Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier », RTD com. 1995, p. 261, spéc. p. 273.

_ 223 –

Comp. avec Cass. crim., 5 mars 1998, n° 96-85122 : Bull. crim., n° 87 ; Rev. sociétés 1998, p. 413, note Bouloc B. ; RTD com. 1998, p. 892, obs. Rontchevsky N., qui accepte que le délit de fourniture de service de gestion de portefeuille sans l'agrément prévu par l'article 11 de la loi du 2 juillet 1996 ne protège pas seulement l'intérêt de la profession, mais aussi celui de la clientèle, de sorte qu'est recevable l'action civile des particuliers, la commission du délit susvisé leur ayant causé un préjudice direct et personnel.

_ 224 –

Rabut A., « De quelques dispositions récentes relatives aux marchés officiels de valeurs mobilières », in Études de droit commercial offertes à J. Hamel, 1961, Dalloz, p. 359, spéc. p. 362.

_ 225 –

Texte qui était complété par le règlement général de la Compagnie des agents de change, articles 90 à 93, et l'instruction de la chambre syndicale B-221. Ces textes furent abrogés par la décision n° 93-10 du CBV, créant les articles 4-6-1 et suivants du règlement général du CBV (v. de Vauplane H., « Modification des règles de couverture », BJB nov. 1993, n° 147, p. 771), articles eux-mêmes abrogés par les dispositions du règlement général du CMF et les dispositions spécifiques de chaque marché (règles de marché et instructions). La succession formelle des réformes sur plus d'un siècle n'empêche pas une grande stabilité des règles de fond, à l'exception du principe de l'affectation en garantie des positions de l'ensemble des avoirs sous dossier, qui a disparu des nouveaux textes.

_ 226 –

V. en ce sens le nouvel article L. 533-10 du Code monétaire et financier issu de l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016, applicable à compter du 3 janvier 2018.

_ 227 –

Le texte du règlement CRBF n° 87-09 du 22 juillet 1987, qui remplaçait une décision du Conseil national du crédit du 7 juillet 1955, imposait la même solution à l'égard des établissements de crédit, qu'ils transmettent ou exécutent les ordres reçus. En effet, ce texte énonçait que les établissements de crédit doivent « obtenir la constitution d'une

couverture pour toute personne qui leur confie la transmission ou l'exécution d'ordres reçus en vue d'opérations à réaliser sur un marché réglementé et portant sur des valeurs mobilières et des produits financiers. » L'expression « en vue d'opérations à réaliser » montre bien que la fourniture de la couverture doit être préalable à l'exécution de l'ordre.

_ 228 –

Par exemple, chaque contrat CAC 40 vaut 200 fois l'indice ; le gain ou la perte représente donc la variation de l'indice sur une période donnée, multipliée par 200 (seuils exprimés en francs)… Ainsi, pour un CAC à 4000 points, l'achat de 10 contrats CAC 40 suivi d'une variation de 4 % de l'indice entraîne, selon le sens de la variation, un gain ou une perte de 48 784 _. Depuis le 1er juillet 1998, l'unité de négociation a été divisée par 4. Le CAC 40 Index Future est un contrat valorisé à 10 _ par point d'indice, avec un échelon minimum de cotation de 0,5 point d'indice, soit 5 _. L'effet de levier est donc x 10.

_ 229 –

V. AMF, règl. gén., art. 541-26 (hypothèse des adhérents-compensateurs qui tiennent les comptes de donneurs d'ordre), l'article 17 de l'instruction Clearnet C1-04 (ayant fait l'objet d'un complément le 13 novembre 2000, v. Instr. Clearnet C3-01 : BJB nov. 2000, n° 130, p. 612) a maintenu l'ancienne règle ne faisant de la fourniture préalable de la couverture qu'une faculté laissée à l'appréciation de l'adhérent teneur de compte.

_ 230 –

Les articles 516-2 et suivants du règlement général de l'AMF renvoient aux règles de marché de la chambre de compensation le soin de fixer la date à laquelle la couverture doit être constituée.

_ 231 –

Pourtant, la responsabilité d'un intermédiaire a bien été retenue pour acceptation d'ordres sur le MATIF, qui excédaient manifestement le seuil de couverture, alors que le donneur d'ordre était la COGEMA : CA Paris, 10 juin 1992 : D. 1993, Jur., p. 83.

_ 232 –

Cass. com., 6 mars 2007, n° 05-20399 : Bull. civ. IV, n° 74 ; BJB mai 2007, n° 76, p. 407 ; RD bancaire et fin. mai-juin 2007, p. 38, note Bonneau T., qui critique le caractère désuet de la jurisprudence de la chambre commerciale, tournée vers le XIXe siècle, alors que nous sommes au XXIe siècle.

_ 233 –

BJB 2002, n° 20, p. 59, et n° 59, p. 267.

_ 234 –

Le dépôt de garantie doit couvrir au moins une fois la limite de cours fixée sur l'instrument financier considéré.

_ 235 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

_ 236 –

Les positions prises sur le MONEP donnent lieu à une couverture qui leur est exclusivement affectée.

_ 237 –

Le pourcentage de cette décote et son assiette sont fixés par un avis de MONEP SA ». Sur le collatéral, v. Chvika E., « Du security interest sur les marchés de gré à gré soumis au droit français », BJB janv. 2003, n° 3, p. 16. Lorsque les calculs effectués par le système informatique font apparaître un nouveau besoin de couverture par rapport à la veille, la différence constatée doit être déposée sur le compte avant l'ouverture de la bourse suivante, à peine de liquidation immédiate, totale ou partielle 104.

_ 238 –

Pour un exemple de mise en ?uvre du principe et de l'exception s'agissant de la date de constitution de la couverture et des enjeux en cas de pertes subies par le donneur d'ordre, v. TGI Paris, 13 sept. 2000, n° 99/11550 : BJB nov. 2000, n° 109, p. 521. Le transfert de ce contrat du MATIF sur le MONEP a donné lieu à des procès de la part de négociateurs individuels mécontents ; v. par ex., CA Paris, 5 oct. 2001 : RD bancaire et fin. mars-avr. 2002, p. 98, obs. Bonneau T.

_ 239 –

Les nouvelles règles (en date du 4 février 2000) ne traitent plus de cette question, remplacées par les Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

_ 240 –

Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 68.

_ 241 –

Dans un arrêt important du 14 janvier 2003, n° 99-20872 (BJB mai 2003, n° 44, p. 254, note Ruet L.), la Cour de cassation a décidé que la constitution de la couverture devait être préalable à toute opération, et même à l'ouverture du compte-titres. Or, à la date des faits (Règl. gén. CBV), les textes ne posaient pas une telle exigence.

_ 242 –

de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 1994, Litec, n° 278, note 31, et 1998, 2e éd., n° 547, note 317, qui écrivent que pour les opérations à terme, dans le réglement général du CBV, la constitution de la couverture a cessé d'être obligatoire pour devenir une faculté. En

réalité, sous l'empire du décret du 7 octobre 1890, article 69, la faculté ne portait pas sur la fourniture de couverture, mais sur la liquidation en cas de défaut de couverture, ce qui n'est pas la même chose.

_ 243 –

Cette distinction perd de son sens, cependant, pour les ordres d'achat passés à partir d'un PEA, où la couverture doit exister en espèces au plus tard au moment où l'ordre est passé (exceptée la tolérance à l'égard de l'introduction en bourse de sociétés privatisées), à peine de clôture immédiate du PEA (Instr. 3 mars 1993 : BOI 5 I-1-93).

_ 244 –

Et non devaient, jusqu'à la modification du règlement général du CMF par A. 30 août 2000 (AMF, règl. gén., art. 516-2 et s.) ; v. TGI Paris, 31 mars 2000, n° 98/25300 : BJB juill. 2000, n° 70, p. 340, note Ruet L., confirmé par CA Paris, 31 oct. 2002, arrêt dont la motivation est plus que succinte. Contra, parfois, en jurisprudence, sous l'empire de l'ancien article 89 du règlement général du CBV instauré conformément aux articles 6 et 24 de la loi du 22 janvier 1988 : CA Paris, 24 juin 1991 : D. 1993, Jur., p. 79, 1re esp.

_ 245 –

Bornet J.-P. et de Saint Mars B., « Le service de règlement différé ou comment, sans le flacon, conserver l'ivresse du règlement mensuel », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2002, p. 46.

_ 246 –

Sur l'OSRD, v. aussi Bonneau T., « Du règlement mensuel au règlement différé : un mini-séisme ou une réforme en trompe l'?il ? », BJB nov. 2000, n° 108, p. 511 ; Bornet J.-P. et de Saint Mars B., « Le SRD ou comment, sans le flacon, conserver l'ivresse du règlement mensuel », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2002, p. 46.

_ 247 –

Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, n° 336 : le versement préalable de la couverture « conditionne la validité de l'ordre, sans le respect duquel l'engagement ne pourrait être pris (…) ». V. note Ruet L. sous Cass. com., 6 mai 1996, n° 93-13292 : BJB 1996, n° 81, p. 523, spéc. n° 18 ; Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 71, qui critique l'absence du caractère préalable de la constitution de la couverture sur le MONEP, et qui déplore la jurisprudence refusant d'annuler les ordres non couverts. Contre cette analyse, v. Bornet J.-P. et de Saint Mars B., « Le service de règlement différé ou comment, sans le flacon, conserver l'ivresse du règlement mensuel », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2002, p. 46, qui souhaitent le

maintien de la jurisprudence antérieure et le prononcé de sanctions disciplinaires rigoureuses contre le prestataire négligent.
V. aussi 114, sur la validité exceptionnelle des marchés à terme, de sorte que le non-respect d'une des conditions entourant la formation de l'ordre doit être sanctionné par la nullité ; Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, 2001, Paris 2, nos 115 et s.

_ 248 –

L. 28 mars 1885, art. 9 ; texte abrogé par L. n° 96-597, 2 juill. 1996. Mais l'obligation d'enregistrement existe toujours, qui est énoncée au RM MATIF, art. M 4-8-1 et s., puis M 4-3-2 (le 4 février 2000), remplacé par les Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003. Ces textes ne reprennent cependant pas expressément le principe posé par la loi du 28 mars 1885, article 9.

_ 249 –

Ruet L., « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », BJB nov. 2000, n° 109, p. 521 ; v. aussi Bull. CMF n° 33, nov. 2000, p. 17, qui considère que le durcissement des sanctions est possible en cas de non-respect du régime de la couverture en matière d'OSRD. Toutefois, il est interdit de vendre des warrants à découvert.

_ 250 –

Textes qui viennent alors au soutien de la qualification de clause résolutoire tacite s'agissant de la liquidation d'office pour absence ou insuffisance de la couverture ; v. en ce sens, Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 70.

_ 251 –

CA Paris, 21 févr. 2003 : Banque et droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.

_ 252 –

de Vauplane H., « Modification des règles de couverture », BJB nov. 1993, n° 147, p. 771.

_ 253 –

Le prestataire ne saurait laisser son client spéculer à découvert en lui consentant des facilités de caisse et des découverts ; v. Rapp. COB 1979, p. 95 : Bull. COB n° 204, juin 1987, p. 14 ; Storck M., note sous CA Paris, 25 nov. 1988 : D. 1990, Jur., p. 9, spéc. p. 13, qui cite en ce sens CA Reims, 30 janv. 1985 : Juris-Data n° 1985-040846 ; du même auteur, « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », D. 1992, Chron., p. 71 ; Najjar I., « La couverture du marché à terme », D. 1993, Chron., p. 45. Dans son article (spéc. p. 72), Storck M. en déduit, à juste titre, qu'est frappée

d'une cause de nullité absolue pour illicéité de son objet toute ouverture de crédit expresse ou tacite permettant à un client de spéculer sur les marchés à terme. Selon CA Paris, 21 févr. 2003 : Banque et droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H., un découvert en compte consécutif à une opération de bourse ne vaut pas ouverture de crédit, ni autorisation tacite de découvert. À propos du règlement CRBF n° 86-13, du 14 mai 1986, v. Cass. com., 3 juin 2003, n° 00-19705 : Bull. civ. IV, n° 89 ; JCP E 2004, 289, note Forgues F., qui a jugé que la violation d'une interdiction édictée par un règlement CRBF homologué, ayant valeur d'arrêté, ne peut, au regard de l'article 1134 du Code civil (ancien), en l'absence de prohibition légale, être sanctionnée par une nullité de droit privé.

_ 254 –

V. notre commentaire, « À propos du Règlement CRBF 98-05 relatif au financement des transactions sur instruments financiers », in Mélanges AEDBF IV, Revue Banque, 2004, p. 353.

_ 255 –

Fusionnée désormais au sein de l'Autorité de contrôle prudentiel.

_ 256 –

V. CE, 30 mai 2007, n° 283888 : BJB juill. 2007, p. 521, n° 111, note Bonfils S.

_ 257 –

V. CA Paris, 3 févr. 2005 : Banque et droit n° 104, nov.-déc. 2005, p. 61, obs. de Vauplane H. et Daigre J.-J.

_ 258 –

V. CA Paris, 3 févr. 2005 : Banque et droit n° 104, nov.-déc. 2005, p. 61, obs. de Vauplane H. et Daigre J.-J.

_ 259 –

Cass. com., 26 juin 2012, n° 11-11450 : Bull. civ. IV, n° 133 ; BJB oct. 2012, n° 183, p. 421, note Ruet L.

_ 260 –

V. Cass. 1re civ., 22 sept. 2016, n° 15-18858, PB, cassation : D. 2016, p. 1924 ; la décision ne porte pas sur les OSRD ; sur le caractère très contestable de cette solution, v. notre article : « Quelle qualification juridique pour les débits en compte consécutifs à des opérations à découvert », in Mélanges AEDBF VI, Revue Banque, 2013, p. 621.

_ 261 –

La remise d'un chèque à l'encaissement ne vaut pas paiement. La Cour de cassation décide ainsi que la remise du chèque ne correspond pas à une provision disponible tant que le chèque n'a pas été encaissé : Cass. com., 4 mars 1986, n° 84-16880 : Bull. civ. IV, n° 37 ; D. 1987, Jur., p. 25, note Cabrillac M. De plus, en cas de contestation sur

l'existence de la provision au moment de l'émission du chèque, la charge de la preuve pèse sur le tireur, non sur le banquier : D.-L. 30 oct. 1935, art. 3, al. 3 ; Cass. com., 4 déc. 1979, n° 78-12160 : Bull. civ. IV, n° 320 ; JCP CI 1980, II 8456.

_ 262 –

L'endossement, au contraire du simple mandat d'encaissement, transfère à l'endossataire la propriété de la provision. En cas de mandat d'encaissement, il n'y a pas, en principe, d'inscription immédiate au crédit du compte, sauf en cas d'avance sur titre remis à l'encaissement. Le crédit immédiat du compte a ainsi une signification juridique ambiguë : il vaut en principe escompte du chèque par la banque, parce qu'on présume que la remise du chèque vaut escompte en cas d'endossement en blanc : D.-L. 30 oct. 1935, art. 17 et 23 ; CA Paris, 17 févr. 1982 : D. 1983, IR, p. 41 ; et en cas d'escompte, l'inscription en compte vaut paiement ; ou il peut valoir simple mandat d'encaissement en cas d'avance sur titres. En revanche, l'absence de crédit immédiat du compte exclut catégoriquement l'escompte, quand bien même l'endossement du chèque serait en blanc, de sorte que la remise s'analyse en un simple mandat d'encaissement : Rives-Lange J.-L. et Contamine-Raynaud M., Droit bancaire, 6e éd., 1995, Dalloz, n° 318. Toutes ces subtilités ne conviennent pas au besoin de sécurité inhérent à la détermination du montant de la couverture. On rappellera aussi que pour certains auteurs, l'escompte est une opération de crédit : Rives-Lange J.-L. et Contamine-Raynaud M., Droit bancaire, 6e éd., 1995, Dalloz, n° 481 ; v. aussi Bonneau T., Droit bancaire, 8 éd., 2009, Montchrestien, nos 567 et s., qui analyse l'escompte en une cession de créances à statut particulier, même si cette analyse a été contestée par d'autres, surtout par le passé. Or, le prestataire habilité ne doit pas faire crédit à ses donneurs d'ordre. Le moyen le plus simple d'éviter ces subtilités est donc encore de considérer que la remise d'un chèque ne peut être prise en compte pour le calcul de la couverture qu'à compter du moment où la provision est sur le compte du donneur d'ordre.

_ 263 –

T. com. Toulouse, 1er oct. 1998 : « (…) Attendu, par ailleurs, que si M. Portelli a été habitué à plusieurs reprises par Ferri SA au principe qu'elle acceptait de couvrir ses positions débitrices par des chèques encaissés a posteriori, malgré la réglementation qui le lui interdisait, on ne peut reprocher à Ferri SA de se conformer à celle-ci. » Confirmé expressément par CA Toulouse, 6 avr. 2000, n° 1998/04906 : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348, même affaire.

_ 264 –

Instr. Euronext n° 4-05, art. 5, al. 1 : « Les chèques remis à titre de couverture doivent être présentés immédiatement à l'encaissement. » Ce texte nous semble malvenu : il ne règle pas la question de la qualification de la remise, escompte ou mandat d'encaissement. Si l'on est dans la première hypothèse, il y a opération de crédit ; or, le prestataire ne doit pas permettre à son donneur d'ordre de spéculer à crédit. Dans la seconde, tant que la provision n'est pas sur le compte, le chèque ne peut servir de couverture. L'instruction Euronext n° 4-01 ne traite plus cette question.

_ 265 –

En général, la liste des actifs admis en couverture est plus large dans les relations entre donneurs d'ordre et compensateurs, que dans les relations entre ces derniers et la chambre de compensation. Nous nous en tiendrons, ici, au cas des donneurs d'ordre.

_ 266 –

Certaines conventions de compte imposent au donneur d'ordre une couverture de 100 %.

_ 267 –

Sur le MATIF, l'effet de levier est important : avec une couverture de 1,5, on peut spéculer sur 100 (contrat notionnel du MATIF). Sur le RM, la couverture-espèces est seulement de 20 %. Sur le MONEP, la couverture minimale représente le coût théorique maximal de liquidation de la position en options et en contrats à terme fermes détenue par le donneur d'ordre en fonction d'hypothèses sur l'évolution à venir des prix et de la volatilité des instruments sous-jacents. Il doit y avoir maintien constant de la couverture nécessaire à la liquidation éventuelle des positions en options dans l'hypothèse de l'évolution la plus défavorable de l'actif sous-jacent lors de la séance de bourse suivante. Mais il ne s'agit toujours que d'estimations faites par le MONEP, et il arrive que l'évolution réelle soit bien plus défavorable que l'évolution la plus défavorable estimée, MONEP calculant la volatilité historique de la valeur support sur la base des prix de clôture des 20 dernières séances de bourse. Si un fonds se fait surprendre à contre-courant de l'évolution du marché, comme c'est régulièrement le cas (v. par ex., Quartz Hedge Fund et Granite (!) Corporation, dirigés par Askin D., en avril 1994), il suffira donc de renvoyer ses gérants et les apporteurs de fonds à leurs propres responsabilités. En réalité, lorsque le risque systémique se profile, comme dans le cas de l'effondrement de Long Term Capital Management (LTCM), dirigé par John Meriwether, en septembre/octobre 1998, un sauvetage à échelle internationale est organisé, sous le patronage de la FED. Mais le caractère dérisoire de la couverture et l'ampleur de l'effet de levier,

pourtant cause première du désastre, ne sont guère remis en cause. LTCM appliquait pourtant un principe d'investissement (affiné qui plus est par deux prix Nobel d'économie) simple et éprouvé sur le long terme : prendre des positions à terme sur des actifs affichant des prix anormalement bas, la plupart d'entre eux devant statistiquement revenir à leur prix d'équilibre, ce qui dégage à terme des plus-values. Un rapport de la BRI, publié en mai 1997, a identifié un certain nombre de faiblesses (dont l'absence de mécanismes de maîtrise des risques encourus en fin de journée) entourant les modalités de règlement des opérations sur les marchés organisés d'instruments dérivés ; sur le risque systémique dans les opérations de règlement-livraison, v. Canu V. et de Saint Mars B., « Intermédiation financière et droit des procédures collectives » : RD bancaire et bourse n° 68, juill.-août 1998, p. 119, spéc. p. 124. Sur les méfaits causés à la France par la loi MURCEF du 11 décembre 2001, v. nos articles : D. 2002, p. 3086 ; LPA 11 févr. 2005, p. 4 ; LPA 14 févr. 2005, p. 4 ; LPA 21 juill. 2005, p. 4 ; et surtout, notre livre La vérité sur l'effondrement de la bourse, préf. Delfly E., 2007, éd. Mare & Martin. Une fois la destruction opérée, il est trop tard pour agir, et les dégâts sont irrémédiables.

_ 268 –

de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197, spéc. p. 204.

_ 269 –

Le premier était relatif aux ordres à règlement mensuel, le second, aux options ; les deux affirmaient le principe de l'affectation en garantie des positions prises de tous les avoirs sous dossier. La Cour de cassation en déduisait que les titres ou avoirs inscrits en compte du donneur d'ordre étaient insaisissables : Cass. com., 10 mai 1994, n° 92-17489 : Bull. civ. IV, n° 173 ; Dr. sociétés 1994, comm. 145, obs. crit. Hovasse H.

_ 270 –

V. aussi le site www.matif.fr. Les sites MATIF (www.matif.fr) et MONEP (www.monep.fr) ont été intégrés sur le site Euronext.com. Avec une adresse internet unique www.euronext.com, on peut obtenir des informations sur tous les produits d'Euronext, y compris les contrats dérivés d'Euronext.liffe (branche dérivés internationale d'Euronext).

_ 271 –

Instr. Clearnet C3-01, 13 nov. 2000 : BJB nov. 2000, n° 130, p. 612.

_ 272 –

Sur la limite d'emprise, v. AMF, règl. gén., art. 542-5 et 542-9 (1er nov. 2007) et 541-34 version 2018 ; l'augmentation du dépôt de garantie

contraint ainsi le donneur d'ordre à limiter ses positions et le prive d'une partie de l'effet de levier habituel. Le non-respect de la limite d'emprise peut aboutir à la liquidation d'office des positions.

_ 273 –

Cette liste s'applique aux clients des prestataires ; les adhérents à la compensation doivent constituer leur couverture exclusivement en espèces et bons du Trésor valorisés à 90 %.

_ 274 –

Ces pourcentages datent de 1966 (v. par ex. : Bull. COB n° 204, juin 1987, p. 14), à une époque où les marchés à terme ne connaissaient pas encore le succès qui est actuellement le leur. La raison historique était la suivante : à cette époque, jamais une société cotée n'avait perdu plus de 20 % dans la même journée, d'où l'effet de levier x 5 (20 x 5 = 100 ; la perte maximale en une seule journée ne pouvait dépasser, croyait-on, la totalité de la couverture). On sait ce qu'il en est depuis la fin des années 1990. Les pourcentages avaient été repris dans la décision du CBV n° 93-10, article 1. L'article 2 de l'instruction n° 4-05 a été modifié par l'avis n° 98-1934 du 14 mai 1998, puis par l'avis n° 98-4956 du 28 décembre 1998. La couverture-espèces nous semble particulièrement basse.

_ 275 –

V. Bonneau T., « Crise financière, l'AMF hors la loi… pour la bonne cause », RD bancaire et fin. sept.-oct. 2008, repère 2, qui approuve néanmoins l'interdiction sur un plan économique.

_ 276 –

V. Cass. com., 18 mai 2010, n° 09-67102, inédit ; le PSI avait exigé une couverture représentant 150 % de la position prise : le juge doit vérifier si « le montant du complément de couverture exigé n'était pas hors de proportion avec celui des risques liés à l'évolution du cours du titre ».

_ 277 –

V. Ruet L., « Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse », RD bancaire et fin. mars-avr. 2010, étude p. 33.

_ 278 –

Sur lesquelles v. notre article « Où va la bourse française ? » : lettre juridique en ligne Chronos Vivaldi, 2014.

_ 279 –

Sur la description du phénomène et ses conséquences, v. notre article, « Où va la bourse française », Ius inter gentes, Revista de derecho internacional, 2014, p. 277.

_ 280 –

Transposée par ord. n° 2016-312, 17 mars 2016 ; C. mon. fin., art. L. 214-10-3.

281 –

Sur lesquelles voir le commentaire critique de Morandeau J.-C. et Roussille M., BJB juin 2013, n° 101, p. 293.

282 –

BJB sept. 2012, n° 172, p. 366 ; D. 2012, p. 1883 ; pour une présentation détaillée, v. Broussolle Y., « La Commission européenne adopte un acte délégué et des normes techniques de réglementation sur les ventes à découvert », LPA 12 déc. 2012, p. 4.

283 –

CJUE, 22 janv. 2014, n° C-270/12 : BJB mars 2014, n° 111f5, p. 150, note Blimbaum J.

284 –

V. les Guidelines, ou « Orientations », du 1er février 2013 : BJB mai 2013, n° 83, p. 243, note Bréhier B.

285 –

Ruet L., « Où va la bourse française ? », Ius inter gentes, 2014, repris en France sur la Newsletter Chronos Vivaldi, et actualisé.

286 –

Qui peut aller jusqu'à 100 %.

287 –

La décision du CBV (SBF n° 93-1608, 14 juin 1993) prévoyait, sauf exception, le relèvement des taux lorsque la position reportée était supérieure à 100 MF et représentait plus de cinquante fois la moyenne quotidienne des transactions relevées au cours des trois derniers mois. Les taux respectifs passaient alors de 20 à 30 % (couverture-espèces), de 25 à 35 % (couverture obligations), et de 40 à 50 % (couverture actions). D'apparence abstraite, cette décision était en réalité très concrète et visait les agissements du GPG qui, par l'ampleur de la spéculation et le recours massif aux effets de levier, avaient fini par faire courir un risque au marché lui-même ; v. La Tribune Desfossés 12 juill. 1993 : avec 100 MF d'actifs, le GPG avait pris des positions à l'achat pour 500 MF. Une fois de plus, ici comme ailleurs (LTCM, l'affaire Nick Leason, l'affaire Kerviel, etc.), le problème vient de l'ampleur des effets de levier.

288 –

Exemple de clause type dans un mandat de gestion : « Sauf instruction écrite contraire du souscripteur, les titres et espèces concernés sur un PEA ne sont pas pris en compte pour le calcul de la couverture des positions prises sur le SRD sur d'autres comptes ouverts au nom du souscripteur. » Dans l'hypothèse où le client aurait refusé une telle

affectation de son PEA et que les OSRD auraient abouti à la liquidation d'office des positions et à l'apparition d'un débit en compte, le prestataire reste en droit cependant de le saisir, même avant l'arrivée du terme, et en dépit de l'indisponibilité relative des sommes et des pénalités fiscales. V. en matière de saisie de PEL : Cass. com., 8 janv. 1991, n° 89-11674 : Bull. civ. IV, n° 21 ; D. 1991, IR, p. 38 – Cass. 2e civ., 29 mai 1991, n° 90-11714 : Bull. civ. II, n° 170 ; D. 1991, IR, p. 191 ; D. 1993, Somm., p. 57, obs. Vasseur M. Pour l'incompatibilité du nantissement d'assurance-vie avec les règles de la couverture, v. expressément Cass. com., 12 juill. 2011, n° 10-16873 : Bull. civ. IV, n° 114 ; BJB nov. 2011, n° 303, p. 594, note Goutay P. ; D. 2011, p. 2109. En conséquence, n'engage pas sa responsabilité le prestataire qui le refuse, et liquide les positions à découvert.

289 –

V. déjà Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 431. Ces précautions sont loin d'être superflues. La dégringolade du titre Alcatel, le 17 septembre 1998, titre qui est passé en une seule séance de bourse de 930 à 577 F, montre que le risque pris en compte par l'ancien article 3 de l'instruction N4-05 est bien réel. Les donneurs d'ordre qui avaient pris des positions importantes à l'achat sur ce titre dans les jours précédents, en pariant sur la hausse du titre, ont eu tendance à se retrouver à découvert, et à voir leurs positions liquidées d'office.

290 –

Comp. avec Martin D.-R., « De l'idée de compte », in Mélanges AEDBF-France, Revue Banque, 1999, p. 285, spéc. p. 294, à propos de la compensation de risque : « Il est donc procédé, pour le réglage éventuel de cette couverture, à une simulation régulière des résultats de cette "compensation" : ce qui consiste, par un redoublement de virtualité, à tenir virtuellement l'état d'un compte virtuel ! » ; admettant expressément cette méthode, par référence aux usages de la place : TGI Paris, 25 avr. 2000, confirmé par CA Paris, 5 avr. 2002 – V. aussi Cass. com., 5 avr. 2011, nos 10-14916 et 10-14917, deux arrêts de cassation : la non-imputation des pertes latentes sur la couverture et le défaut d'appel de marges corrélatif engagent la responsabilité du prestataire. Il s'agit tout simplement du rappel et de la mise en ?uvre du principe de permanence et d'actualité de la couverture.

364 –

Pour l'enregistrement des ordres : C. mon. fin., art. L. 533-9 – AMF, règl. gén., art. 541-26.

L'enregistrement des négociations permet la compensation et la garantie de bonne fin à la charge de la chambre de compensation. Il porte sur les négociations fermes, les opérations de report sur instruments financiers négociés, les négociations consécutives à l'exercice ou à l'assignation d'une option négociable sur instruments financiers (MONEP), et certaines négociations effectuées hors système central.

Dans l'hypothèse où l'ordre n'aurait pas été enregistré à la suite d'une erreur, Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, n° 1295, propose que le donneur d'ordre dispose d'une action en responsabilité délictuelle à l'encontre de l'adhérent fautif afin de réparer le préjudice subi en relation avec la nullité de l'ordre ; sur un raisonnement similaire en matière de défaut de couverture, 072 116.

L'enregistrement est également une condition d'application de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation ; il entraîne aussi l'irrévocabilité de l'instruction : Règles Clearnet, 24 janv. 2001, mod. 5 nov. 2003, art. 4-4-3-6 ; puis art. 3-1-1, (mars 2009).

_ 365 –

L. 28 mars 1885, art. 9 : nullité absolue et de plein droit de l'ordre non enregistré. Ce texte a été abrogé par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996. Mais l'obligation d'enregistrement existe toujours, qui était énoncée au RM MATIF, art. M 4-8-1 et s. ; puis Règl. ch. compensation art. C 1-5-3, puis nouvelles Règles, 19 mars 2003, art. 5701 et s., pour les ordres portant sur des dérivés et exécutés sur Liffe Connect TM ; v. BJB mai 2003, n° 49, p. 266. Ces textes ne reprennent cependant pas expressément le principe posé par l' article 9 de la loi du 28 mars 1885. Il n'est donc pas certain que l'enregistrement soit encore une condition de validité. Pour le maintien de cette solution, v. Amadou S., « Bourses d'hier et de demain », in Mélanges AEDBF-France, 1997, Revue Banque, p. 13, spéc. p. 34 ; Castres Saint-Martin-Drummond F., « Le contrat comme instrument financier », in Mélanges F. Terré, 1999, Dalloz, p. 661, n° 10 ; Règles Clearnet, 24 janv. 2001, mod. 5 nov. 2003, art. 4-3-1-2, qui ne semblent plus faire de l'enregistrement une condition de validité, car il est énoncé que les transactions réalisées sur les marchés gérés par Euronext sont réputées être validées implicitement dès leur conclusion. L'article 3-1-1-10 des Règles Clearnet (mars 2009) énonce que l'enregistrement des transactions entraîne leur novation et leur irrévocabilité.

_ 366 –

Sur les ordres maison, 058.

_ 367 –

Exemple : l'ordre transmis par téléphone, ce qui est rarement le cas, pour des raisons commerciales évidentes ; lorsque les ordres sont transmis via Internet, v. AMF, règl. gén., art. 251-3 et 314-63.

_ 368 –

Exemple : A veut spéculer à très court terme, en pariant à la hausse de tel titre, sur le SRD, au cours d'une même liquidation boursière. Le montant de la couverture-espèces est de 10 000 _. Il peut donc prendre une position à l'achat pour 50 000, tout en respectant le pourcentage de couverture. Or, il entend spéculer pour un montant de 250 000 _. Compte tenu de la disproportion entre la couverture et le montant de l'ordre, il est certain que, même en passant par la voie téléphonique, le donneur d'ordre verra son interlocuteur refuser de saisir l'ordre. La question ne se pose même pas pour la voie électronique, le système refusant toute saisie dès que la couverture est dépassée. Aussi bien, pour contourner l'obstacle, le donneur d'ordre fragmente-t-il son ordre, en s'adressant, par téléphone, sur une ou deux séances de bourse, à cinq interlocuteurs différents, lesquels acceptent naturellement la saisie de chaque ordre, en apparence, mais en apparence seulement, couvert. Deux jours de bourse plus tard, le prestataire réagit, procède à l'appel de couverture avec mise en demeure, en vain. Il liquide donc les positions, faisant apparaître une perte considérable si, dans l'intervalle, le titre, objet de la spéculation, s'est écroulé (débit de 75 000 _, si le titre a baissé de 30 %). L'hypothèse n'est pas d'école. Cet exemple montre clairement que les ordres électroniques et les ordres manuels doivent suivre exactement les mêmes règles, s'agissant de la constitution de la couverture, quand bien même les textes imposent que les procédures de filtrage déjouent de telles man?uvres 126.

_ 369 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext.

_ 370 –

Sur la confirmation écrite des ordres verbaux, 046.

_ 371 –

Environ 1 % de frais de courtage, voire jusqu'à 0,3 % hors taxes, selon les intermédiaires et le montant de l'ordre, ce qui est très bas si l'on compare ces chiffres avec le coût de réalisation d'une vente immobilière. L'impôt de bourse supprimé depuis le 1er janvier 2008 était lui-même très faible.

_ 372 –

V. Stoufflet J. et Deschanel J.-P. (dir.), Études sur le cours de bourse, collectif, 1997, Economica.

_ 373 –

Toute modification ou tout avenant doit également être soumis à Euronext ou à MONEP, selon le marché sur lequel les ordres porteront.

_ 374 –

Exemple : l'ordre dépasse la limite de risque fixée par le prestataire pour tel donneur d'ordre.

_ 375 –

L'exigence du filtrage est aussi posée aux Règles de marché d'Euronext, art. 4202, en vigueur depuis le 21 mai 2001, remplacées par les Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003. L'insuffisance de surveillance du système de transmission de l'intermédiaire l'expose à des sanctions infligées par l'AMF : v. AMF sanct., 1er oct. 2014, Bourse directe et Puccio : BJB févr. 2015, n° 112d1, p. 78, note Barrière F., dans laquelle l'intermédiaire est condamné (250 000 _) pour défaut de surveillance et un particulier pour manipulation du carnet d'ordres par utilisation de techniques combinant ordres agressifs, ordres passifs et leur annulation, technique dite également du layering.

Les Règles de marché d'Euronext (févr. 2010), articles 8.1 et suivants, prévoient l'obligation d'établir des procédures de contrôle et de filtrage des ordres.

_ 376 –

La limite d'engagements ne peut, en tout état de cause, être supérieure aux limites d'emprise. En cas de dépassement de la limite d'emprise, il doit y avoir réduction des positions. L'article 542-9 (1er nov. 2007) du règlement général de l'AMF laisse aux chambres de compensation une grande liberté sur ce point.

_ 377 –

De sorte que les contrôles doivent être pratiqués ordre par ordre et aussi par consolidation des volumes d'ordres fractionnés transmis dans un espace de temps réduit au nom d'un même donneur d'ordre, que les ordres soient transmis par téléphone ou par ordinateur. Pour un exemple des difficultés auxquelles peuvent donner lieu ces règles, v. TGI Paris, 31 mars 2000 : BJB juill. 2000, n° 70, p. 340, note Ruet L. – confirmé par CA Paris, 31 oct. 2002, arrêt dont la motivation est plus que succinte.

_ 378 –

En faveur d'une telle interdiction, v. Ruet L., « Estoppel et ordres de bourse », BJB déc. 2012, n° 227, p. 613.

_ 379 –

Haute fréquence ; la définition de cette pratique a fait l'objet d'une consultation papier de l'ESMA le 22 mai 2014, qui propose deux définitions.

_ 380 –
V. Boucheta H., « MIF II : microstructure et transparence, le mécanisme de découverte des prix en question », BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 13.
_ 381 –
V. le cas de l'effondrement de Long Term Capital Management (LTCM), dirigé par John Meriwether, en septembre/octobre 1998 ; le caractère dérisoire des pourcentages de couverture et l'ampleur de l'effet de levier sont les causes premières du désastre.
_ 382 –
V. AMF, déc., 11 janv. 2016 : BJB avr. 2016, n° 113f7, p. 155 note Merville A.-D ; 2 millions d'euros d'amende infligés à Société Générale ; d'autres procédures sont en cours, notamment contre Natixis/ BPCE.
_ 383 –
Time stamping ; sur le recours aux blockchains, v. par exemple Moreau Y. et Dornbierer C., « Enjeux de la technologie de blockchain », D. 2016, p. 1856 ; H. de Vauplane, La blockchain défiera-t-elle la règle ? RDBF nov. déc. 2016, p. 115 ; Th. Bonneau et Th. Verdiest, Fintech et droit, RB édition, 2017 ; dossier RDBF janv.-févr. 2017, L'apport des fintechs au droit bancaire, p. 78 s., M. Storck, La distribution d'OPC via la blockchain, BJB 2018, p. 389. La France s'est dotée d'un cadre législatif sur les blockchains avec l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 déc. 2017, décret d'application n° 2018-1226 du 24 déc. 2018, portant sur le transfert de titres et mettant en place le dispositif d'enregistrement électronique (DEEP), son utilisation produisant les mêmes effets que l'inscription en compte ; v. aussi S. Blemus et C. Pion, *Blockchains,* minibons et titres financiers, RDBF janv.-févr. 2019, p. 25 ; T. Cremers, La *Blockchain* et les titres nominatifs, RDBF janv.-févr. 2019, p. 34 ; M. Julienne, L'inscription des titres financiers en blockchain, BJB 2019, p. 58 ; M.-A. Frison-Roche, Analyse des blockchains au regard des usages qu'elles peuvent remplir et des fonctions que les officiers ministériels doivent assurer, Defrénois 2019, n° 25, p. 23. Une réponse ministérielle du garde des sceaux n° 22103, de décembre 2019, a précisé que les blockschains ne bénéficient pas de la présomption de fiabilité prévue par le Règlement européen n° 910/2014 et ne rendent pas nécessaire une adaptation du droit de la preuve ; v. pour une présentation détaillée, Defrénois 2019, n° 51-52, p. 11.
_ 384 –
Sur l'exécution des ordres et les règles de priorité, v. infra.
_ 385 –
L'horodatage des ordres se réfère à l'un des principes du rapport Brac de la Perrière ; v. Corpet F., « Déontologie en droit boursier », JCl.

Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1580, n° 30. Sur l'incidence de l'informatique et de la télématique sur la constitution et l'administration de la preuve, v. notre article, « Quelques remarques sur l'office du juge et la preuve en droit commercial », RTD com. 1991, p. 151, spéc. nos 31 et s.

_ 386 –

Sur l'horodatage des ordres reçus par les CIF, v. AMF, règl. gén., art. 325-13. Pour une interprétation souple et discutable des exigences de la réglementation, v. AMF, déc., 8 févr. 2013 : BJB mai 2013, n° 84, p. 228, note Ruet L.

_ 387 –

Exemple : tel donneur d'ordre transmet par téléphone à son intermédiaire un ordre de vente SRD et à révocation assorti d'une limite de prix de 50 _. Le troisième jour de bourse ouvré ultérieur, la limite de prix est franchie à la hausse à l'ouverture, soit 10 h 00, de sorte que l'ordre est exécuté. Le donneur d'ordre télécopie alors à son intermédiaire un ordre d'annulation qu'il antidate, en modifiant l'heure de son fax, à 9 h 45, pour essayer de profiter de la hausse importante du titre objet de l'ordre de vente. L'horodatage de réception du fax indiquant 10 h 30, il est certain que l'ordre d'annulation est tardif, et que la responsabilité de l'intermédiaire ne pourra être mise en cause du fait de la non-exécution de l'ordre d'annulation, nonobstant les procédures judiciaires et autres diligentées par le donneur d'ordre.

_ 388 –

de Vauplane H. : Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 36. Le CMF a également publié dans sa revue des « réponses aux questions posées » par cette décision générale. L'article 313-11 du règlement général de l'AMF étend l'obligation d'enregistrement à l'égard des transactions dites personnelles qui relèvent d'un régime spécifique (Règl. gén., art. 313-9 et s.). Pour un exemple de sanction, v. Sanct. AMF, 28 janv. 2010 : BJB juill. 2010, n° 43, p. 330, note Goutay P. et Spitz N.

_ 389 –

Cette disposition cherche ainsi à réaliser un équilibre entre une certaine police du marché d'une part, et le respect de la vie privée des collaborateurs 056 et du droit du travail 134, d'autre part : CA Paris, 2 nov. 1995 : D. 1996, IR, p. 18, sous l'angle du licenciement des collaborateurs.

_ 390 –

de Vauplane H.: Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 36.

_ 391 –

AMF, déc., 16 oct. 2008 : BJB avr. 2009, n° 17, p. 115, note Tchotourian I.

_ 392 –
Pour un exemple d'application, source de déconvenues pour le prestataire condamné, alors qu'il ne disposait plus des enregistrements téléphoniques, v. CA Paris, 10 juin 2005 : D. 2005, p. 2610, note Reinhard Y. et Thomasset-Pierre S. ; Banque et droit n° 105, janv.-févr. 2006, p. 41, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.
_ 393 –
Sur le délai de contestation des avis d'opéré, v. partie 3.
_ 394 –
En matière d'ordres oraux, ce risque n'est pas négligeable, puisque, selon CA Paris, 10 juill. 1992 : BJB janv. 1993, n° 5, p. 40, note Faugérolas L. ; D. 1992, IR, p. 247, il appartient au banquier qui exécute un ordre de bourse oral passé par téléphone par un de ses clients, en dehors de toute convention réglementant les modalités de passation des ordres, de faire la preuve du contenu de l'ordre pour établir son exacte exécution en l'absence de confirmation écrite – CA Paris, 10 juin 2005 : D. 2005, p. 2610, note Reinhard Y. et Thomasset-Pierre S., où le prestataire a été condamné. Ce n'est pourtant pas faute de notre part d'avoir averti les prestataires sur les dangers de ce décalage.
_ 395 –
T. com. Toulouse, 1er oct. 1998 – confirmé par CA Toulouse, 6 avr. 2000 : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348, note Ruet L.
_ 396 –
Cass. com., 10 mai 1994, n° 91-18609 : BJB juill. 1994, n° 72, p. 392, note de Vauplane H. ; RJDA 1/95, n° 31 ; D. 1995, Somm., p. 198, note Bon-Garcin I. – CA Paris, 2 nov. 1995 : D. 1996, IR, p. 18. Cet arrêt, cité par certains auteurs comme refusant d'utiliser les enregistrements des conversations téléphoniques à titre de preuve des ordres de bourse oraux, affirme en réalité nécessairement l'inverse ! : l'objet du litige portait sur le point de savoir si l'enregistrement des conversations téléphoniques privées des salariés sur leur lieu de travail, pouvait établir l'existence d'une cause réelle et sérieuse de licenciement, procédé dont les juges ont, bien évidemment, refusé d'admettre la licéité à ce titre, le procédé constituant ici un détournement de pouvoirs, car l'arrêt énonce ensuite que l'objet exclusif de l'enregistrement est « de permettre la vérification, en cas de litige, des termes d'une transaction téléphonique passée entre un donneur d'ordre et l'organisme financier, qui sont les seuls fondements justifiant l'utilisation d'un support magnétique dans le cadre de l'activité professionnelle de l'intéressé », de sorte que l'arrêt admet bien que les ordres de bourse oraux puissent être prouvés par l'enregistrement des

conversations téléphoniques imposé par la réglementation boursière à cette seule et unique fin. Dans le procès civil, l'enregistrement clandestin, fait à l'insu de l'interlocuteur, n'est pas recevable en raison de sa déloyauté : Cass. 2e civ., 7 oct. 2004, n° 03-12653 : D. 2004, IR, p. 2764. En revanche, la Cour de cassation admet la preuve par SMS : Cass. soc., 23 mai 2007, n° 06-43209 : D. 2007, p. 2278, note Castets-Renard C. – CA Paris, 31 mars 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs. Lucas F.-X. Cet arrêt ne se fonde cependant pas sur l'obligation imposée par les règles de marché aux prestataires d'enregistrer les communications téléphoniques, ce qui nous semble pourtant la justification la meilleure. Peut-être que cet argument n'avait pas été débattu devant la cour. Bien qu'elle n'en fasse qu'un simple indice, et non directement un élément de preuve, la cour attache à l'enregistrement un effet certain. V. aussi, pour la preuve de la détention d'une information privilégiée, déc. COB, 15 déc. 1998 : Banque et droit n° 64, mars-avr. 1999, obs. de Vauplane H. La juriprudence antérieure était, au contraire, moins favorable aux ordres téléphoniques, sans que, une nouvelle fois, soit prise en compte l'obligation pour les prestataires d'enregistrer les communications téléphoniques : CA Paris, 10 juill. 1992 : BJB janv. 1993, n° 5, p. 40, note Faugérolas L. ; D. 1992, IR, p. 247 : cet arrêt énonce plus précisément que le banquier supporte la charge de la preuve du contenu d'un ordre oral, en dehors de tout contrat réglementant les modalités de passation des ordres téléphoniques et en l'absence de confirmation écrite – CA Paris, 20 mai 1994 : Gaz. Pal. 20 sept. 1994, 2, p. 627, obs. d'Arthuys I., citée par certains ; mais cette décision n'a rien à voir avec la preuve des ordres de bourse ! En revanche, le Conseil de la concurrence accepte que soient utilisées à titre de preuve les conversations téléphoniques enregistrées à l'insu de l'interlocuteur : Cons. conc., 8 sept. 1998 : Contrat, conc. consom. 1999, comm. 25, obs. Malaurie-Vignal M. – Cons. conc., 5 déc. 2005 : D. 2006, p. 225, obs. Chevrier E. Mais la Cour de cassation a jugé que le procédé était déloyal : Cass. com., 3 juin 2008, nos 07-17147 et 07-17196 : D. 2008, p. 1687 – v. également Cass. ass. plén., 7 janv. 2011, nos 09-14316 et 09-14667 : D. 2011, p. 157, obs. Chevrier E. En droit pénal, l'enregistrement clandestin fait par un particulier est une preuve recevable : Cass. crim., 23 juill. 1992, n° 92-82721 : D. 1993, somm., p. 203, obs. Pradel J. – Cass. crim., 6 avr. 1993, n° 93-80184 : JCP E 1993, II 22144, note Rassat M.-L. – Cass. crim., 15 juin 1993, n° 92-84417 : D. 1994, p. 613, note Mascala C. – Cass. crim., 30 mars 1999, n° 97-83464 : D. 2000, p. 391, note Garé T.

(nota bene : les notes 1 à 31 reproduites ci-dessous viennent du tome 3 de l'ancien plan)

1 –
Sur les garanties de bonne fin, 104.
2 –
V. Stoufflet J. et Deschanel J.-P. (dir.), Études sur le cours de bourse, 1997, Economica, spéc. nos 30 et s., sur la transparence des cours.
3 –
En général, les ordres sans limite de prix sont exécutés en priorité ; RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4401/1.
4 –
Manuel de Négociation, et Instr. application Manuel de Négociation n° 4-01.
5 –
L'ordre au prix du marché est réputé être introduit en premier par rapport aux ordres ayant une limite égale au cours coté.
6 –
Sur l'ordre à tout prix, v. partie 1.
7 –
RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4202/4.
8 –
V. Stoufflet J. et Deschanel J.-P. (dir.), Études sur le cours de bourse, 1997, Economica, spéc. nos 59 et s.
9 –
Manuel de Négociation sur les marchés cash d'Euronext, et Instr. application Manuel de Négociation n° 4-01. Sur les ordres à déclenchement v. partie 1.
10 –
Bull. COB n° 278, mars 1994, p. 51.
11 –
Sur l'intensité de cet ordre v. partie 1.
12 –
Précisément depuis la loi n° 72-650 du 11 juillet 1972 ; Martin L.-M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, t. VII, 3e éd., 1991, Montchrestien, nos 725 et s. ; Didier P., Droit commercial : Le marché financier, les groupes de sociétés, t. III, 1993, PUF, p. 229.
13 –
Qu'il s'agisse de la contrepartie ordinaire ou de la contrepartie en régularisation du marché. La contrepartie ordinaire est soumise aux

règles relatives à la garantie et à la couverture des négociations ; v. maintenant RM Euronext, art. 4403, en vigueur depuis le 14 avril 2003. Sur le contrat de liquidité, v. Jalain X. D., « Le devenir des pratiques de marché en matière d'intervention, par un émetteur, sur ses propres titres », BJB mai 2014, n° 111j4, p. 283.

_ 14 –

AMF, règl. gèn., art. 321-89 anc. : « Le prestataire habilité veille à ne pas : 1° Transmettre quand il est partie à une transaction, en relation avec cette opération et préalablement à sa réalisation, des ordres sur le marché qui ne sont pas en conformité avec l'objectif recherché par l'initiateur de la transaction (…). » V. aussi instr. AMF n° 2005-08, 6 sept. 2005.

_ 15 –

Pour un exemple, v. Sanct. AMF, 28 juin 2005 : D. 2005, p. 2381, relative à l'application de l'article. L. 533-12, C. mon. fin. et Règl. COB n° 96-03, art. 17.

_ 16 –

Créée seulement en 1989, cette contrepartie entraîne l'obligation de désintéresser le marché, peu importe que, par la suite, la cession de bloc de titres soit annulée. Elle est devenue moins intéressante depuis que les conditions d'intermédiation des ordres sans concentration ont été assouplies (v. C. mon. fin., art. L. 421-12). Elle préfigure, avec la négociation hors marché des blocs d'actions dits structurants la déconnexion des ordres des institutionnels.

_ 17 –

Sur les conditions de prix applicables aux blocs courants et aux blocs structurants réalisés par application ou par contrepartie, v. RM Euronext, 14 avr. 2003, art. 4403.

_ 18 –

Sur le régime des négociations hors séance, v. aussi RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4205.

_ 19 –

Avant la loi n° 72-650 du 11 juillet 1972, la contrepartie occulte accompagnée de man?uvres tombait sous le coup de la qualification d'escroquerie ; v. Vasseur M., Cours de droit des affaires, t. II, fasc. IV, 1987-1988, spéc. « Les valeurs mobilières », p. 467. Comp. avec les réserves de Gautier P.-Y., in RTD civ. 1998, p. 928 et ., sur le rôle de la connaissance du mandant quant à l'existence du double mandat.

_ 20 –

Auquel cas le prestataire s'exposerait à des sanctions disciplinaires ; v. déc. CMF, 21 juill. 1998, Warburg Dillon Read : Rev. CMF oct. 1998, p. 37 ; Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 33, obs. de Vauplane H.

_ 21 –
Vasseur M., Cours de droit des affaires, t. II, fasc. IV, 1987-1988, spéc. « Les valeurs mobilières »,p. 471.
_ 22 –
V. RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4205.
_ 23 –
V. Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103.
_ 24 –
Dir. MIF, art. 24.
_ 25 –
Selon Boucheta H., in BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 21, les PSI devront vérifier 4 fois par an s'ils relèvent ou non des critères et seuils d'internalisation systématique.
_ 26 –
Avis ESMA, 19 déc. 2014, p. 123.
_ 27 –
V. RM Euronext, art. 4402, en vigueur le 14 avril 2003. Martin L.-M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, 1991, 3e éd., t. VII, n° 724, la qualifie de contrat avec soi-même.
_ 28 –
Martin L.-M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, 1991, 3e éd., t. VII, n° 850, qui souligne que sur le MATIF, la possibilité d'exécuter les ordres par application ne les soustrait pas du marché.
_ 29 –
RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4402 ; v. aussi Procédures de négociation d'Euronext.liffe entrées en vigueur le 15 nov. 2004, sections 3.9 et 4.2.
_ 30 –
La violation de cette règle est de nature à justifier le prononcé de sanctions disciplinaires ; v. CE, 9 avr. 1999 : RTD com. 1999, p. 721, obs. Goyet C.
_ 31 –
Pour une critique de cette interdiction qui est contournée par la pratique des allers et retours sur options, v. Bonneau T., « Matif », Rép. sociétés Dalloz, n° 131.

Auteur :
Laurent Ruet, Agrégé des facultés de droit – Directeur du master 2 professionnel Contentieux des affaires à l'université Paris Nanterre (Paris 10)