



HAL
open science

Service d'investissement, réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, Ordres de bourse

Laurent Ruet

► To cite this version:

Laurent Ruet. Service d'investissement, réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, Ordres de bourse. Dictionnaire Bourse et produits financiers, 2018. hal-01797659

HAL Id: hal-01797659

<https://hal.parisnanterre.fr/hal-01797659>

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. Réception transmission 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. Présentation.

24. Exclusions.

3 Chapitre 1 – Définition et typologie des ordres de bourse

3.16. Définition.

3.28. Typologie.

3.3 Section 1 – Définition des ordres de bourse

3.3.110. Plan.

3.3.2 § 1 – Qualification

3.3.2.1A – Contrat

3.3.2.1.112. Caractère contractuel.

3.3.2.1.214. Standardisation.

3.3.2.2B – Instruction

3.3.2.2.116. Polysémie.

3.3.2.2.218. Ambiguïté.

3.3.2.3C – Mandat

3.3.2.3.120. Mandat et commission.

3.3.2.3.222. Conséquences.

3.3.3 § 2 – Nature

3.3.3.124. Importance de la notion.

3.3.3.2A – Détermination du caractère civil ou commercial

3.3.3.2.126. Généralités.

3.3.3.2.21 – Ordre de bourse

3.3.3.2.2.128. Critères de qualification.

3.3.3.2.32 – Donneur d'ordre

3.3.3.2.3.130. Spéculation, habitude et profession.

3.3.3.2.43 – Intermédiaire

3.3.3.2.4.132. Caractère commercial.

3.3.3.3B – Enjeux attachés au caractère civil ou commercial

3.3.3.3.134. Variété.

3.3.3.3.32 – Preuve

3.3.3.3.3.146. Évolution.

3.3.3.3.43 – Imposition des plus-values

3.3.3.3.4.148. Régime fiscal. Dérive fiscale de l'État français contre l'investissement. Effondrement corrélatif du nombre d'actionnaires individuels.

3.3.3.3.4.250. Conclusion.

3.4Section 2 – Typologie des ordres de bourse

3.4.152. Présentation.

3.4.2§ 1 – Incidences du caractère exprès et spécial du mandat

3.4.2.154. Terminologie.

3.4.2.2A – Durée de l'ordre

3.4.2.2.156. Maîtrise du temps.

3.4.2.2.21 – Durée fixée

3.4.2.2.2.158. Modalités de fixation.

3.4.2.2.32 – Durée modifiée

3.4.2.2.3.160. Hypothèses.

3.4.2.2.43 – Ordres à révocation

3.4.2.2.4.162. Diversité de règles.

3.4.2.2.4.264. Caducité automatique.

3.4.2.3B – Quantités voulues

3.4.2.3.166. Quotité de titres.

3.4.2.3.268. Ordre employer en.

3.4.2.3.370. Quantités spécifiques.

3.4.2.3.472. Manipulations de cours et de marché.

3.4.2.3.574. Conclusion.

3.4.3§ 2 – Incidences de l'obligation d'intermédiation et de concentration des ordres (avant la directive MIF)

3.4.3.176. Conception française walrassienne.

3.4.3.278. Évolution.

3.4.3.380. Acculturation.

3.4.3.4A – L'obligation d'intermédiation des ordres (jusqu'au 1er novembre 2007)

3.4.3.4.182. Présentation.

3.4.3.5B – L'obligation de concentration des ordres (jusqu'au 1er novembre 2007)

3.4.3.5.1112. Raison d'être.

3.4.3.5.43 – Le démantèlement de l'obligation de concentration (directive MIF, à partir du 1er nov. 2007)

3.4.3.5.4.1148. Suppression de l'obligation de concentration.

3.4.3.5.4.2150. Création d'obligations conditionnelles d'information.

3.4.3.5.4.3152. Mise en concurrence des marchés réglementés avec les marchés privés dits MTF ou ATS.

3.4.3.5.4.4154. Consécration de l'internalisation des ordres EI070 EI080 et généralisation potentielle des conflits d'intérêts.

3.4.3.5.4.5156. Création d'une transparence pré-négociation et obligation de négociation centralisée (MIF 2).

3.4.3.5.4.6158. Encadrement de l'activité des BCN ou OTF (MIF 2).

3.4.3.5.4.7160. Dérogations à l'obligation de transparence pré-négociation (MIF 2).

3.4.3.5.4.8162. Obligation de transparence pour les internalisateurs systématiques (MIF 2).

3.4.3.5.4.9164. Obligation de transparence post-négociation (MIF 2).

3.4.3.5.4.10166. Application dans l'espace de la MIF 2.

3.4.3.5.4.11168. Conclusion.

3.4.3.5.4.12170. Remarque.

3.4.4§ 3 – Incidences de la détermination du prix

3.4.4.1172. Importance du montant de l'ordre.

3.4.4.2A – Ordres sans limite de prix

3.4.4.2.1174. Validité.

3.4.4.2.2176. Finalité.

3.4.4.2.31 – Ordre au prix du marché

3.4.4.2.3.1178. Célérité.

3.4.4.2.42 – Ordre au marché

3.4.4.2.4.1180. Priorité.

3.4.4.2.53 – Ordre sans forcer

3.4.4.2.5.1182. Appréciation.

3.4.4.3B – Ordres avec limite de prix

3.4.4.3.1184. Intérêts.

3.4.4.3.21 – Ordre à cours limité

3.4.4.3.2.1186. Rôle de la limitation de cours.

3.4.4.3.32 – Ordre à déclenchement

3.4.4.3.3.1188. Présentation.

3.4.4.3.3.2190. Ordre à seuil de déclenchement.

3.4.4.3.3.3192. Ordre à plage de déclenchement.

3.4.4.3.43 – Ordre tout ou rien

3.4.4.3.4.1194. Indivisibilité de l'exécution.

3.4.4.4C – Ordres complexes ou mixtes

3.4.4.4.1196. Combinaison d'ordres.

3.4.4.4.21 – Ordre lié

3.4.4.4.2.1198. Typologie.

3.4.4.4.32 – Ordre à écarts

3.4.4.4.3.1200. Exécution aléatoire.

3.4.4.4.43 – Ordre d'abord et ensuite

3.4.4.4.4.1202. Ordre d'exécution.

6 Chapitre 2 – Cadre des relations entre les parties à l'ordre

6.112. Présentation.

6.2 Section unique – L'établissement d'une convention de compte

6.2.114. Diversité de conventions.

6.2.216. Mentions obligatoires.

6.2.318. Mentions facultatives.

6.2.420. Note d'information.

6.2.522. Note d'information suite (marchés étrangers et de l'EEE).

6.2.624. Portée de la note d'information.

002. Présentation.

L'ordre de bourse permet la réalisation d'opérations de bourse. Il en constitue le cœur. C'est le premier service d'investissement visé par l'article L. 321-1 comofi, dont la définition est donnée à l'article D. 321-1 du même code : « Les services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 sont définis comme suit :

1. Constitue le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers le fait de recevoir et de transmettre à un prestataire de services d'investissement ou à une entité relevant d'un Etat non membre de l'Union européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement ;
2. Constitue le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, pour le

compte d'un tiers. L'exécution d'ordres inclut la conclusion d'accords de souscription d'instruments financiers et d'unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, émis par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit au moment de leur émission. Toutefois, l'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement prises par les prestataires de services d'investissement dans le cadre du service mentionné au 4 ou de la gestion d'un placement collectif relève, selon le cas, dudit service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'OPCVM ou de FIA relevant des dispositions précitées ; ... ».

L'opération de bourse est présentée, stricto sensu, comme des ventes et achats de valeurs mobilières, d'instruments financiers¹ réalisés par l'intermédiaire de prestataires de services d'investissement (anciennes sociétés de bourse)² ou de membres de marché, ou encore, comme « des modalités ou des combinaisons d'achats et de ventes. »³ Certains auteurs en élargissent le contenu, y incluant « toutes les opérations sur les valeurs mobilières »⁴, et notamment le dépôt de titres, la gestion de portefeuille, le contrat de conseil, etc. Une ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 (D. 2017, p. 1360), transposant certaines dispositions de la MIFID 2 2014/65/UE, organise néanmoins la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement (PSI), au rebours du régime antérieur.

004. Exclusions.

L'étude des ordres de bourse doit être nettement plus délimitée. Elle a pour objet la définition des ordres de bourse, leur typologie, leur formation et leur dénouement, ainsi que l'exposé des règles de droit international privé y afférentes. Doivent en être distinguées les analyses du mandat de gestion de portefeuille EG0305, de la sincérité des cours, du statut des prestataires de services d'investissement, et des différents marchés boursiers, réglementés ou de gré à gré sur lesquels les ordres sont transmis, encore que des recoupements soient possibles, notamment avec le mandat de gestion de portefeuille. De même, sera exclue l'étude des ordres d'achat portant sur les titres de sociétés lors de leur introduction sur le marché, cette question relevant pleinement de l'analyse des règles gouvernant l'introduction en bourse EI0906.

L'analyse des ordres de bourse suppose que soient précisés leurs définition et typologie, leur passation et leur dénouement. Elle fera apparaître le raffinement et la sophistication du droit boursier. Dans le cadre de cette édition refondue, le plan d'ensemble a été modifié, pour

tenir compte de l'évolution de la réglementation. Il s'articule autour de trois axes, les deux premiers portant sur le cadre légal, le troisième sur le contentieux relatif à l'exécution des ordres de bourse. Le chapitre premier présente ainsi les services d'investissement relatifs à la réception et l'exécution des ordres de bourse et l'évolution du cadre légal de l'obligation de concentration des ordres, de la Directive DSI de 1993 à la MIF 2 entrée en vigueur en 2018 ; le chapitre deuxième porte sur l'exécution des ordres de bourse pour compte de tiers. Le troisième et dernier chapitre regroupe les développements afférents à la responsabilité des parties en présence, qu'il s'agisse de l'obligation de conseil, des appels de marge ou de l'exécution des ordres.

Chapitre 1 – Services d'investissements relatifs à la réception et l'exécution des ordres de bourse

006. Définition.

La définition des ordres de bourse doit être cernée avec précision, qui inclut la qualification et la nature de l'ordre, dans la mesure où elle influe nécessairement sur les obligations des parties. Cette tâche n'est pas très difficile à mener, compte tenu de l'ancienneté de la question et de la stabilité des solutions acquises, en dépit des changements apportés par les lois successives.

008. Typologie.

En revanche, la typologie des ordres de bourse a connu une évolution et une diversification remarquables, sous l'influence de la standardisation des opérations due à l'informatisation des programmes, des nouveaux marchés réglementés et de l'activité des entreprises de marché⁷ qui ont établi, à travers les règles de marché, et de nombreux avis et instructions, modifiés souvent à plusieurs reprises au cours d'une même année⁸, les caractéristiques des différents types d'ordres. C'est dire combien la typologie des ordres est marquée par une réglementation d'origine professionnelle, rendue obligatoire par arrêté ministériel portant homologation, et non pas tant d'origine légale. Ceci justifie aussi que la typologie des différents ordres de bourse soit exposée en tenant compte des variations existant d'un marché à l'autre, la standardisation liée à l'existence d'un marché réglementé limitant fortement la liberté des parties quant aux caractéristiques de l'ordre⁹ (obligations d'intermédiation et de concentration jusqu'à la directive MIF qui supprime celles-ci, libellé des ordres, cotation ; les

effets de la standardisation étant de surcroît renforcés par les contraintes de programmation informatique).

Section 1 – Définition des ordres de bourse

010. Plan.

La définition des ordres de bourse passe par l'analyse de leur qualification et de leur nature. L'effort de qualification des ordres de bourse varie selon les auteurs consultés. Il est possible de distinguer, au sein de la doctrine, trois approches, raisonnant en termes soit de contrat, soit d'instruction, soit de mandat. Devra suivre l'analyse de la nature de l'ordre de bourse, acte commercial, civil ou mixte, selon les cas, qui détermine les règles de compétence juridictionnelle et de preuve applicables.

§ 1 – Qualification

A – Contrat

012. Caractère contractuel.

Une première approche¹⁰ se borne à énoncer que les ordres de bourse constituent des contrats, sans autre précision. Il est certain que la mauvaise exécution d'un ordre de bourse valablement formé met en branle les règles de la responsabilité contractuelle, et non délictuelle, sauf hypothèse de l'abus de droit (dans laquelle la responsabilité redevient délictuelle¹¹).

014. Standardisation.

Pour autant, une telle qualification ne peut avoir pour conséquence que de renvoyer au droit des obligations en général, et non à une catégorie de convention particulière, de sorte que le régime à venir resterait par trop imprécis. Une telle approche, insuffisante, doit être complétée, mais elle permet de souligner la nature contractuelle de l'ordre de bourse¹², en dépit des contraintes techniques (standardisation, informatisation) pesant sur l'expression de la volonté¹³.

B – Instruction

016. Polysémie.

Une deuxième approche définit l'ordre de bourse comme une instruction donnée par un client à son intermédiaire financier afin que celui-ci procède pour son compte à l'achat ou à la vente d'instruments financiers. Exacte d'un point de vue pratique, cette définition est cependant quelque peu imprécise en ce sens qu'une instruction peut n'être qu'une « prescription pratique donnée à un subordonné pour l'exécution d'un ordre »¹⁴, soit une simple recommandation, un conseil, ou encore une règle d'interprétation, et non un contrat.

018. Ambiguïté.

La qualification d'instruction nous paraît, en d'autres termes, prêter à ambiguïté, et doit être, pour cette raison, évitée. Il existe d'ailleurs une autre raison, d'ordre terminologique, qui incline à délaissier le terme d'instruction. En effet, les ordres transmis aux prestataires de services d'investissement ou aux membres de marché négociateurs proviennent, à plus de 80 %, d'établissements collecteurs d'ordres (activité de réception et de transmission d'ordres)¹⁵, et non directement de leurs clients. La chaîne d'exécution de l'ordre va ainsi nécessiter la mise en place d'un sous-contrat, qui emprunte au contrat principal son objet¹⁶. La réalisation de l'ordre de bourse implique alors instruction et sous-instruction. Par son ambiguïté, une telle qualification, exacte en fait, mais imprécise en droit, ne peut être utilisée qu'en complément d'une autre.

C – Mandat

020. Mandat et commission.

La troisième approche est celle qui définit l'ordre de bourse comme un mandat¹⁷. En présence d'un établissement collecteur d'ordres, il y aura donc juxtaposition d'un mandat, par exemple, entre le donneur d'ordre et son banquier, et d'un sous-mandat (entre le banquier et le prestataire de services d'investissement ou le membre de marché), qui est, en réalité, une commission¹⁸ (l'objet du mandat étant d'acheter ou de vendre des instruments financiers au nom et pour le compte du donneur d'ordre). Cependant, dans la relation qui unit les prestataires de services d'investissement ou membres de marché (ex-sociétés de bourse), l'anonymat est conservé quant à l'identité du donneur d'ordre. De parfaite, la représentation devient imparfaite, l'ordinateur de négociation se chargeant de trouver la contrepartie idoine¹⁹. Il n'en demeure pas moins que l'ordre de bourse constitue bien un mandat,

gouverné à la fois par les dispositions du Code civil (art. 1984 et s.) et par les dispositions spécifiques établies par les autorités du marché sur lequel il est exécuté²⁰. Un arrêt extrêmement important pour les ordres de bourse à effet de levier a retenu la qualification de commission, et non de mandat, dans les relations entre le prestataire teneur de compte et le prestataire exécutant, avec comme conséquence la validité de l'exécution de l'ordre reposant sur une contrepartie, et l'impossibilité d'en demander la nullité²¹.

022. Conséquences.

De cette qualification, il ressort évidemment plusieurs caractéristiques, dont les trois suivantes méritent d'emblée d'être soulignées :

Tout d'abord, en présence d'un ordre de bourse ponctuel, la qualification de mandat est opératoire quand bien même il n'existerait pas de mandat de gestion de portefeuille. Lorsqu'il y a superposition d'un mandat de gestion de portefeuille (en principe, mandat général – C. civ., art. 1987 – ou conçu en termes généraux – art. 1988 –, selon que le mandataire peut ou non accomplir des actes de disposition²²), et d'un ordre de bourse donné ponctuellement par le titulaire du portefeuille sous gestion déléguée (mandat à la fois exprès et spécial²³), il y a bien coexistence de deux mandats dont l'objet est différent, avec comme conséquence que chacun des mandataires ou sous-mandataires sera personnellement tenu envers le titulaire du portefeuille²⁴. En d'autres termes, qu'il y ait ou non mandat de gestion, en présence d'un ordre de bourse devant être exécuté sur un marché réglementé, il y aura toujours un mandataire professionnel tenu en tant que tel ;

Conformément à la théorie générale du mandat, le mandant peut parfaitement accomplir ponctuellement certains actes juridiques, nonobstant l'existence d'un mandat général ou conçu en termes généraux²⁵ ;

Tenu en tant que mandataire professionnel, le prestataire habilité qui exécute un ordre de bourse ponctuel est débiteur, envers le donneur d'ordre, d'une obligation d'information renforcée, que d'aucuns qualifient de devoir de conseil²⁶, n'en déplace à certains praticiens²⁷. Mais ceci n'a rien de particulier à la bourse, car il est un fait que la jurisprudence contemporaine a tendance à mettre à la charge du professionnel un devoir implicite de conseil, peu importe que le client soit entouré de plusieurs conseils²⁸, seules les connaissances personnelles du client étant de nature à limiter, mais non à supprimer,

l'obligation d'information et de mise en garde pesant sur le mandataire professionnel²⁹.

§ 2 – Nature

024. Importance de la notion.

Doit être déterminé à la fois le caractère civil ou commercial des ordres de bourse et des intervenants. Un certain nombre d'enjeux demeurent en effet attachés à cette opposition, qui affectent la compétence juridictionnelle, la preuve, et le régime fiscal d'imposition applicable aux plus-values réalisées par les donneurs d'ordre particuliers.

A – Détermination du caractère civil ou commercial

026. Généralités.

La nature de l'ordre de bourse est variable, de même que le statut du donneur d'ordre. En revanche, l'intermédiaire est toujours un commerçant.

1 – Ordre de bourse

028. Critères de qualification.

L'ordre de bourse peut revêtir, selon les circonstances, soit une nature civile, soit une nature commerciale, soit une nature mixte³⁰, la qualification résultant de la combinaison des critères de commercialité des actes juridiques. Le critère principal de qualification est ici celui de l'intention spéculative³¹, celle-ci étant présumée sur les marchés à terme³², mais il est combiné avec deux autres critères. D'une part, l'ordre de bourse est de nature commerciale lorsqu'il est spéculatif et pratiqué en entreprise. De l'autre, l'ordre de bourse est également commercial quand il est possible de constater à la fois le caractère spéculatif et l'achat suivi à bref délai d'une revente de la même valeur³³. Dans le premier cas, c'est la succession³⁴ d'ordres de bourse qui imprime la qualification commerciale ; l'intention spéculative est assise sur le critère d'habitude. Dans le second, le caractère hautement spéculatif de l'ordre entraîne la qualification d'acte de commerce, quand bien même l'acte serait isolé³⁵. Il doit en être de

même à l'égard de l'ordre de bourse qui utilise la totalité de l'effet de levier, car, dans une telle situation, le donneur d'ordre est dans l'impossibilité de payer le prix ou de livrer les titres s'il garde la position telle quelle jusqu'à l'échéance du mois boursier³⁶. L'intention spéculative, inhérente aux marchés à terme, prend alors appui sur et se trouve renforcée par le bref délai séparant la revente de l'achat³⁷. Cette combinaison des critères de commercialité permet de la sorte de rendre compte de la jurisprudence qui, selon les circonstances, accepte³⁸ ou refuse³⁹ la nature commerciale d'ordres de bourse ponctuels émanant de non-commerçants.

2 – Donneur d'ordre

030. Spéculation, habitude et profession.

Même lorsqu'il gère personnellement et directement son portefeuille de produits financiers, le donneur d'ordre est en principe considéré comme une personne civile, et non comme un commerçant. La gestion du portefeuille est en effet perçue comme une technique de placement relevant de l'imagerie du bon père de famille, l'aspect spéculatif étant alors relégué au second plan. Mais qu'il tire une partie de ses revenus des profits dégagés en bourse, et le donneur d'ordre cessera alors d'être une personne civile, pour devenir un commerçant⁴⁰. La répétition d'ordres de bourse, même spéculatifs, ne suffirait pas à faire du donneur d'ordre un commerçant. Encore faudrait-il qu'il en fût sa source principale de revenus, c'est-à-dire sa profession⁴¹. Le critère d'habitude ne porterait donc pas ici sur les ordres, mais sur la profession pratiquée⁴². Et les métiers de la bourse sont des activités commerciales. Cependant, plusieurs décisions de la Cour de cassation et de juges du fond⁴³ ont admis que le donneur d'ordre, spéculateur d'habitude⁴⁴, devenait un commerçant pouvant faire l'objet d'une procédure collective à la demande de ses créanciers (en l'espèce, l'intermédiaire), alors même qu'il avait déjà une profession⁴⁵, exercée à titre principal, et que les opérations boursières s'étaient soldées par des pertes, et non des gains. Dans une telle situation, si le donneur d'ordre est une société civile, qui spéculé sur les marchés à terme, sans que les opérations litigieuses relèvent de la gestion de la trésorerie⁴⁶, les conséquences seront redoutables : la société civile devient une société créée de fait, relevant en tant que de besoin de la réglementation des SNC, et le régime fiscal devient celui de l'impôt sur les sociétés⁴⁷.

Mais la Cour de cassation semble refuser, sur le plan de la prescription, de tirer toutes les conséquences de la nature commerciale, parce que spéculative, de l'opération, 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 consommation⁴⁸ .

3 – Intermédiaire

032. Caractère commercial.

De même que les activités bancaires, les métiers de la bourse sont de nature commerciale, et l'intermédiaire, qu'il soit mandataire ou commissionnaire, est un commerçant⁴⁹. À son égard, l'ordre de bourse est toujours un acte de commerce, même si, du côté du donneur d'ordre, il présente un caractère civil, auquel cas l'ordre devient un acte mixte.

B – Enjeux attachés au caractère civil ou commercial

034. Variété.

Un certain nombre d'enjeux continuent d'être attachés à la qualité civile ou commerciale de l'ordre de bourse et de celui qui le donne. Sont en cause la détermination de la compétence juridictionnelle, à la fois matérielle et territoriale, les règles de preuve, et le régime fiscal applicable aux gains dégagés par le donneur d'ordre personne physique. Les questions relatives à la compétence juridictionnelle étant étroitement liées au contentieux sont déplacées dans la troisième partie (Prestataires de services d'investissement. Responsabilité civile). Sur la prescription, v. infra, § 150

1 – Compétence juridictionnelle

036. Renvoi.

L'étude du tribunal compétent est déplacée à la troisième partie.

2 – Preuve

046. Évolution.

Depuis plusieurs années, la doctrine⁷¹ déduit de la jurisprudence que l'opposition entre la nature commerciale ou mixte de l'ordre de bourse n'a plus d'incidence sur la preuve de l'existence et de l'exécution de celui-ci. Car, en dépit de la différence traditionnelle de préconstitution des preuves des actes civils (système de la preuve légale, C. civ., art. 1359) et des actes commerciaux entre commerçants (liberté de la preuve, C. com., art. L. 110-3), la jurisprudence admet largement la validité de l'ordre de bourse oral, c'est-à-dire transmis par téléphone (v. infra) et sa preuve par tous moyens. Cette déduction est incontestable, mais doit être complétée par trois remarques. D'une part, certains auteurs⁷² citent une décision des juges du fond⁷³ refusant d'admettre l'existence d'un ordre de bourse à partir des états informatiques produits par l'intermédiaire, en dépit d'une procédure d'enregistrement des communications téléphoniques prévue par les autorités de marché, lorsque le donneur d'ordre, non commerçant, était défendeur et en contestait la pertinence. À l'appui de cette décision, on rappellera que la liberté de la preuve prévue en droit commercial n'existe pas à l'encontre des personnes civiles, quand bien même elles accompliraient des actes de commerce (C. com., art. L. 110-3)⁷⁴ et que nul ne peut se forger une preuve à soi-même⁷⁵. Mais, par la suite, la Cour de cassation a admis l'utilisation et la valeur probatoire d'une attestation fournie par un prestataire informatique, c'est-à-dire un tiers, ce qui est pleinement justifié dès lors que les instructions imposent l'enregistrement et la conservation de tels documents⁷⁶. D'autre part, le mode de transmission des ordres a connu une évolution importante, le Minitel, puis l'ordinateur, via Internet⁷⁷, se substituant parfois au téléphone, les frais de courtage étant alors réduits. L'ordinateur, permet au donneur d'ordre d'identifier son ordre par la composition d'une clé alpha-numérique⁷⁸, sorte de signature informatique⁷⁹ authentifiant son identité, qui fait suite à la tape du code d'abonnement au serveur télématique, lui-même composé de sept chiffres. Or, le système est le même, que l'ordre de bourse soit de nature commerciale ou civile. Enfin, la Cour de cassation semble disposée à élargir la notion d'écrit, en y incluant la télécopie⁸⁰, laquelle, sauf système de cryptage⁸¹ ne permet pas l'authentification de l'émetteur. De sorte que ce qui vaudrait pour la télécopie s'imposerait, a fortiori, pour les ordres transmis par ordinateur ou Minitel et identifiés par une clé, le clivage traditionnel des preuves civiles et commerciales en ressortant ainsi dépassé.

La loi n° 2000-230 du 13 mars 2000 modifiant le droit de la preuve en introduisant dans le Code civil (art. 1316 devenu 1365 et s.) l'écrit et la

signature électroniques a conforté l'attitude des prestataires habilités et la réglementation boursière en vigueur, notamment quant à la validité et la portée des conventions sur la preuve⁸².

3 – Imposition des plus-values

048. Régime fiscal. Dérive fiscale de l'État français contre l'investissement. Effondrement corrélatif du nombre d'actionnaires individuels.

De lege lata, jusqu'à l'entrée en vigueur de la loi de finances pour 2000, le volume d'ordres, critère de qualification de la nature commerciale ou civile des ordres et de l'activité du donneur d'ordre, avait également une incidence sur la détermination du régime d'imposition des plus-values réalisées par celui-ci. En effet, selon la fréquence des ordres, leur importance, les sommes en cause⁸³, l'imposition des plus-values⁸⁴ qui, en principe, était frappée d'un taux forfaitaire de 16 % (porté à 19 % depuis) lorsque le cédant possédait moins de 25 % du capital social (CGI, anc. art. 92 B, devenu art. 150-0 A et 200 A), hors ponctions sociales diverses, basculait dans le régime d'imposition des BNC (CGI, art. 92, 2°⁸⁵), où le taux cessait, évidemment, d'être forfaitaire, pour dépendre du barème progressif de l'IRPP. Le critère d'habitude, déjà sollicité pour l'appréciation du caractère commercial des ordres transmis et de l'activité du donneur d'ordre, réapparaissait donc pour la détermination du régime fiscal applicable aux plus-values réalisées en bourse par le donneur d'ordre, mais de manière quelque peu singulière, puisqu'au caractère commercial de l'ordre ou de l'activité (hypothèse du spéculateur d'habitude) correspondait, non la qualification de bénéficiaires industriels et commerciaux, mais celle de bénéficiaires non commerciaux⁸⁶. De lege ferenda, certains projets gouvernementaux envisageaient d'appliquer un taux forfaitaire plus élevé aux opérations de revente de titres à bref délai (exemple : les opérations d'aller et retour), critère déjà rencontré pour la qualification commerciale des ordres de bourse 028 et utilisé par la jurisprudence administrative pour passer du régime de l'ancien article 92 B, devenu l'article 150-0 A et 200 A, à celui de l'article 92, 1°, du Code général des impôts⁸⁷.

Puis, la loi de finances n° 99-1172, du 30 décembre 1999, pour 2000 décidait que les gains de cession de valeurs mobilières cesseraient d'être considérés comme des BNC et pourraient faire l'objet de contrôle, comme les revenus fonciers et les plus-values immobilières

(LPF, art. L. 16 mod.). Parallèlement, l'article 94 de la loi de finances pour 2000 a procédé à la fusion des différents régimes d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières, dorénavant regroupés sous les articles 150-0 A à 150-0 E du Code général des impôts (en vigueur depuis le 1er janvier 2000)88. Enfin, la loi n° 2004-804, du 9 août 2004, dite de soutien à la consommation, article 12, a simplifié la définition des opérations de bourse effectuées à titre habituel par les particuliers, en retenant comme critère de qualification l'utilisation de moyens analogues à ceux qui sont utilisés par les professionnels, critère issu de la jurisprudence Boniface du Conseil d'État89.

Par ailleurs, compte tenu de l'explosion de la dette publique dont la cause est directement liée à l'effondrement des marchés financiers90, les plus-values boursières sont imposées dès le 1er euro à partir du 1er janvier 2011 (les cotisations sociales étaient déjà dues, dès le 1er euro, auparavant). Ceci n'est pas sans paradoxe, puisque, depuis le 1er janvier de l'année 2006, un mécanisme d'exonération progressive a été instauré pour les ventes d'actions détenues depuis plus de six ans. Ce dispositif devait s'appliquer aux cessions d'actions réalisées depuis le 1er janvier 2006. Pour les titres acquis avant cette date, la durée de détention ne devait être prise en compte qu'à partir du 1er janvier 2006. En conséquence, l'abattement d'un tiers ne devait s'appliquer au plus tôt qu'aux plus-values dégagées en 2012 et l'exonération totale d'impôt sur le revenu ne devait jouer qu'à partir de 2014. Il n'est pas certain que ce dispositif survive à la crise.

En effet, la loi de finances pour 2012 a remplacé ce système d'abattement par un report d'imposition. Et la loi de finances pour 2013 du 29 décembre 2012 a mis en place un régime « repoussant », faisant sans aucun doute de la France le pays le plus hostile au monde en matière de fiscalité sur le capital. Non seulement les bénéfices sont imposés deux fois (une première fois à 38 %, puis 43,3% à partir de 2017 auprès de la société émettrice, une seconde fois jusqu'à près de 66 % auprès de l'actionnaire pour le dividende distribué), contrairement au principe d'égalité devant l'impôt, mais de surcroît, les revenus du capital sont à présent davantage taxés que les revenus du travail, avec des taux de prélèvement totaux (IRPP + prélèvements sociaux) pouvant friser les 66 %. Mieux encore, les actionnaires se verront dans un certain nombre de cas imposés forfaitairement leurs dividendes à 25 % au titre de l'IRPP, et remboursés seulement un an plus tard pour la différence, dès lors que leur taux d'imposition global sera inférieur à 25 %, politique qui ne fera qu'accentuer la fuite et la disparition des petits porteurs.

Mieux encore, un système particulièrement injuste a été mis en place en 2013, compte tenu de l'effondrement de la bourse. Car l'abattement pour durée de détention va aussi s'appliquer aux moins-values. Plus les titres seront anciens, moins les pertes seront prises en compte, à cause des abattements par durée de détention (20 % pour une durée de détention de deux à quatre ans ; 30 % pour une durée de détention de quatre à six ans ; abattement plafonné à 40 % pour une durée de détention de plus de six ans). On aboutit ainsi à cette situation invraisemblable, où il faudra combiner cession de titres anciens en plus-values avec cession de titres récents en moins-values⁹¹ pour limiter les injustices créées délibérément par ce système. Mais comment y parvenir puisque la bourse n'a cessé de s'effondrer depuis l'an 2000 ? Que le Conseil constitutionnel ait pu laisser passer autant de dispositions contraires aux principes de base de la fiscalité laisse parfois (double paiement de l'impôt, impôt confiscatoire et discriminatoire, neutralisation des pertes, paiement de l'impôt avec un an d'avance).

On constate ainsi une schizophrénie certaine d'un État qui prétend, d'un côté, vouloir attirer les investisseurs pour sortir le pays de la crise, et qui, de l'autre, pratique le « matraquage fiscal » sur le capital en mettant en place le système de prélèvements le plus repoussant qui soit au monde (double imposition + prélèvements délirants, discriminatoires et de fait confiscatoires + obligation de faire une avance à l'État remboursée seulement un an plus tard + neutralisation des pertes).

Pour 2014, faites vos jeux, rien ne va plus. L'IS passe à 38 % (et même 43,3 % en 2017 pour les grands groupes), là où l'IS moyen est à peine supérieur à 20 % dans tous les autres pays de l'UE. La surtaxe de 11 % devra être payée avec un an d'avance (l'impôt 2015 payé en 2014), les sociétés ayant ainsi droit au même traitement de faveur que les actionnaires. Pour un IS à 38 %, l'avoir fiscal, illégalement supprimé, devrait être de... 62 %. Le régime précédemment exposé, mis en place par la loi de finances pour 2013, est remis en cause, ce qui amène à se poser de sérieuses questions sur la compétence de ceux qui sont au pouvoir. Une telle insécurité juridique et fiscale est sans précédent⁹². Pour 2014 (quel crédit accorder à une loi qui change tous les ans ? Pourquoi obéir à une loi si versatile ?), toute plus-value de valeur mobilière (pour une bourse en forte baisse depuis quatorze ans, l'exercice est davantage théorique qu'autre chose) est soumise au barème progressif de l'IRPP, après abattement pour durée de détention, de 50 % pour détention entre deux et huit ans, et 65 % au-delà de huit ans.

L'abattement de 65 % dans sa version initiale s'applique aussi bien aux plus-values qu'aux pertes⁹³. De manière peu surprenante, l'administration fiscale a retenu l'interprétation la plus défavorable aux actionnaires en perte, en leur interdisant le choix de l'année retenue pour le calcul de l'abattement lié aux pertes, et en imposant de retenir les pertes les plus anciennes, celles qui supportent le plus fort abattement⁹⁴. Ainsi, l'abattement de 65 % sur les pertes prises en compte fiscalement, combiné avec l'érosion liée à l'inflation, a pour but de permettre à l'État d'imposer indirectement les pertes. Mais le Conseil d'État en 2015 a condamné l'application de l'abattement de 65 % sur les pertes, en annulant le texte pour excès de pouvoir, ouvrant la voie aux remboursements de l'impôt perçu sur les pertes, et obligeant l'État à modifier le dispositif (CGI, art. 150-0 D-1) par la loi de finances rectificative pour 2015⁹⁵, ⁹⁶.

Il n'empêche, l'État français aura fait payer aux investisseurs des impôts sur leurs pertes, à la tranche marginale de l'IRPP (maximum : 50 %). Il ne faut pas s'étonner qu'il n'y ait plus d'actionnaires individuels en France⁹⁷ : leur nombre est passé de 25 % en 2004 à... 16 % en 2015, avec les conséquences bien connues des spécialistes : les sociétés françaises cotées en bourse sont sous-évaluées et forment des proies plus que bon marché pour les concurrents étrangers (ex. : Alstom qui se paye en bourse l'équivalent d'un contrat et demi, groupe qui devrait valoir en bourse près de 180 _ l'action, en se payant les mêmes multiples de chiffre d'affaires que General Electric, alors que le cours est tombé à 18 _ en 2014). En novembre 2015, le président de l'AMF a déclaré que le droit français n'incitait pas à investir en bourse, « c'est un euphémisme », pour le citer. Le mépris dont fait preuve l'État français envers les actionnaires individuels a entraîné une conséquence inattendue en décembre 2015, l'expulsion d'EDF du CAC 40 (un camouflet cinglant pour le Gouvernement), l'action étant passée de 90 euros à... 9 euros, soit une destruction de richesses pour l'État de 90 %).

Pour 2018, un nouveau régime est mis en place, qui représente l'illusion parfaite d'un faux cadeau fiscal, car le nouveau dispositif entraîne en moyenne une hausse de 50 % de l'impôt dû. Les dispositifs précédents sont remplacés par une taxe unique au taux unique, de 30 % CSG incluse (laquelle passe à 17,2%), appelée PFU (prélèvement forfaitaire unique) ou flat tax, qui frappe aussi bien la distribution de dividendes que la réalisation de plus-values dès le 1^{er} euro. Ce nouveau système, censé favoriser l'investissement, se révèle en réalité plus pénalisant que le précédent pour la plupart des investisseurs. Car les seuls gagnants sont les très grandes fortunes, et les banquiers

traders célibataires ayant réalisé des gains très importants sur une seule année. Les raisons en sont évidentes : le nouveau système pénalise l'investissement sur le long terme et les familles, de par la suppression de l'abattement pour détention de longue durée, qui était de 65 %, la suppression de l'abattement sur les dividendes distribués, qui était de 40 % (le dividende est imposé à 30 % dès le 1^{er} euro) et la suppression du quotient familial, dont le montant est tributaire du nombre d'enfants. Loin d'améliorer l'état du droit, cette énième réforme ne fait qu'aggraver les injustices d'un système déjà désastreux, dont l'élément central est la double imposition des bénéfiques (IS + flat tax). La loi de finances maintient cependant l'option entre le système précédent et le PFU, avec une régression très importante : le système d'abattement est totalement supprimé pour les actions acquises à partir du 1^{er} janvier 2018, quelle que soit l'option fiscale exercée lors de la déclaration fiscale (pour un QCM sur le nouveau régime, v. K. Meghraoui, LPA 2019, n° 127, p. 7).

050. Conclusion.

En somme, l'ordre de bourse est un mandat (obligatoire en raison de l'obligation d'intermédiation), commercial ou mixte, d'achat ou de vente (ou encore de report⁹⁸) d'instruments financiers faisant intervenir un prestataire de services d'investissement ou un membre du marché sur lequel l'ordre doit être exécuté, dès lors que l'ordre est soumis à l'obligation d'intermédiation (C. mon. fin., anc. art. L. 421-6 et s., supprimé et remplacé par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007)⁹⁹. La qualification ainsi retenue influence fortement les contours de la typologie des ordres de bourse.

Section 2 – Typologie des ordres de bourse

052. Présentation.

La qualification de mandat d'achat ou de vente appliquée à l'ordre de bourse a évidemment une influence déterminante sur sa présentation et sa typologie, en ce sens que, d'une part, il s'agit d'un mandat à la fois exprès et spécial, de sorte que les instructions sont impératives et, en général, assez précises, et que, d'autre part, l'objet du mandat étant une vente (ou un achat ou encore un report), le prix doit être déterminé ou déterminable (au sens des articles 1591 et 1592 du Code civil). Le caractère impératif des instructions contenues dans l'ordre de bourse affecte les modalités de fixation du cours d'achat ou de vente, c'est-à-dire du prix. C'est en cela qu'il est possible de dresser une liste des

différents ordres disponibles, et donc, d'établir leur typologie, en tenant compte à la fois du droit du mandat (précision des instructions, car le mandat est exprès et spécial), et des contraintes attachées à la détermination du prix (la détermination du prix conditionne la validité de la vente).

Cependant, entre le droit du mandat et la réglementation de la détermination du prix d'achat ou de vente, vient s'intercaler une double contrainte posée et renouvelée par la loi du 2 juillet 1996 (désormais codifiée dans le Code monétaire et financier), à savoir les obligations d'intermédiation et de concentration des ordres sur les marchés réglementés, du moins jusqu'à la transposition de la directive MIF. La première rend impérative l'intermédiation des prestataires de services d'investissement, ce qui affecte le droit du mandat. La seconde garantit une unité de cours, de sorte que le prix peut réellement être fixé par le marché, sans crainte d'arbitraire de la part de l'une des parties à l'ordre de bourse, et sans que les parties en aient la maîtrise complète.

La typologie des ordres de bourse sera ainsi dressée en tenant compte du caractère exprès et spécial du mandat (§ 1), de la double obligation d'intermédiation et de concentration des ordres sur les marchés réglementés (§ 2), et de l'obligation de déterminer le prix d'achat ou de vente (§ 3).

§ 1 – Incidences du caractère exprès et spécial du mandat

054. Terminologie.

Il importe tout d'abord de préciser le sens des termes exprès et spécial. L'existence d'instructions précises quant à la nature des actes à accomplir rend le mandat exprès (v. C. civ., art. 1988). L'ordre de bourse est bien un mandat exprès, car le mandant va préciser le sens de l'ordre, d'achat, de vente ou de report, que le mandataire va devoir exécuter. En ce sens est fixée la catégorie d'acte à accomplir. Mais l'ordre va en plus déterminer l'acte à accomplir quant à son objet (vendre, acheter ou reporter tel ou tel instrument financier sur tel ou tel marché), ce qui le rend spécial (v. C. civ., art. 1987). L'autorité des instructions transmises, en raison du caractère à la fois exprès et spécial du mandat, modèlent les obligations et la responsabilité du prestataire de services d'investissement ou du membre du marché chargé de l'exécution de l'ordre.

Doivent être spécialement précisées la durée de l'ordre et les quantités voulues, la question de la détermination du prix étant traitée à part, en raison de son particularisme (172 et s.).

A – Durée de l'ordre

056. Maîtrise du temps.

L'ordre peut préciser le temps durant lequel il est susceptible d'exécution. Lorsqu'il a fixé une durée d'exécution, le donneur d'ordre peut toujours la modifier tant que l'ordre n'a pas été exécuté. Enfin, des dispositions supplétives de volonté, qui varient selon le marché considéré, permettent de pallier le silence gardé par le donneur d'ordre¹⁰⁰, auquel cas l'ordre est dit à révocation.

1 – Durée fixée

058. Modalités de fixation.

Le donneur d'ordre est libre de préciser la durée de validité de l'ordre qu'il veut faire exécuter. L'ordre est alors à durée déterminée, et devient caduc s'il n'a pu être exécuté aux conditions stipulées dans le temps imparti. L'ordre caduc exécuté à tort par l'intermédiaire est frappé de nullité¹⁰¹. La durée peut correspondre à un jour (ordre dit valeur jour) ou pour tant de jours (ordre valable à une date fixe¹⁰², ou ordre valable semaine¹⁰³), mais ne peut excéder, pour des raisons de cohérence, la durée d'un ordre à révocation transmis le même jour. Lorsqu'il est valable pour un jour seulement, l'ordre de bourse est exécutable seulement pendant la séance de bourse qui suit sa transmission¹⁰⁴. Le non-respect de la durée de validité de l'ordre engage naturellement la responsabilité de l'intermédiaire¹⁰⁵. À notre sens, c'est une obligation de résultat.

2 – Durée modifiée

060. Hypothèses.

Le donneur d'ordre peut, à tout moment, modifier, voire annuler son ordre tant que celui-ci n'a pas été exécuté¹⁰⁶. Mais l'intermédiaire ne saurait le faire de son propre chef, sans engager sa responsabilité. La modification de l'ordre entraîne la perte de priorité de temps .

Lorsqu'elle caractérise l'intention du donneur d'ordre de manipuler et fausser les cotations, l'annulation de l'ordre suivie de sa réitération peut relever de l'incrimination d'abus de marché et de manipulation de cours¹⁰⁷. En dépit des alertes lancées par la doctrine dès les années 2000, rien ne change en pratique, comme l'atteste la multiplication des décisions de sanctions.

3 – Ordres à révocation

062. Diversité de règles.

En principe, l'ordre donné sans indication de durée, appelé ordre à révocation¹⁰⁸, est valable jusqu'au dernier jour de marché du mois, sauf pour les OSRD¹⁰⁹. Pour les ordres portant sur une option négociable dont la valeur sous-jacente était négociable sur l'ancien marché à règlement mensuel, c'était le dernier jour de la liquidation en cours¹¹⁰. S'il porte sur une valeur cotée au comptant, l'ordre à révocation est valable jusqu'à la dernière bourse du mois (c'est-à-dire le dernier jour du mois civil)¹¹¹. En ce sens, depuis la suppression du règlement mensuel (RM) et son remplacement par le SRD, les classes d'options sur actions du MONEP à court et long terme relèvent d'une négociation comptant, soit un dénouement des opérations à J + 3. Les ordres saisis à validité révocation sont ainsi valables jusqu'à la clôture de la dernière séance de négociation du mois civil. Cependant, sur le MATIF, l'ordre non assorti d'une indication de délai était valable jusqu'à la clôture de la journée de négociation. Il en était de même des ordres portant sur des options négociables ayant pour objet des indices boursiers sur le MONEP. Mais, sur le MONEP, l'ordre sans indication de durée de validité est distingué de l'ordre à révocation. Alors que le premier n'est qu'un ordre valable jour¹¹², le second a une durée de validité qui dépend de la nature de l'actif sous-jacent : l'ordre est valable jusqu'à la clôture de la dernière séance du mois lorsqu'il porte sur un contrat d'options dont la ou les valeurs sous-jacentes sont négociables sur un marché au comptant. Et lorsqu'il portait sur un contrat d'options dont la ou les valeurs sous-jacentes étaient négociables sur un marché à règlement mensuel, l'ordre était valable jusqu'à la clôture de la séance de liquidation générale¹¹³.

La règle relative à la durée de l'ordre sans indication de durée varie donc selon le marché considéré, la durée de validité de l'ordre, en l'absence de précision du donneur d'ordre, décroissant au fur et à mesure que le degré de spéculation du marché augmente (de la fin du

mois civil pour le comptant à la fin de la journée de négociation pour le MATIF et le MONEP), et ceci, bien évidemment, pour protéger le donneur d'ordre lui-même.

064. Caducité automatique.

Enfin, il existe une cause de caducité automatique de l'ordre, le détachement d'un droit de souscription ou d'attribution¹¹⁴. L'ordre qui n'a pas pu être exécuté est ainsi retiré du marché, et doit être renouvelé si son exécution est toujours voulue (manuel de négociation, puis nouvelles règles, 19 mars 2003). Cette cause de caducité automatique supporte elle-même une exception, qui tient au détachement d'un dividende ou d'un coupon d'intérêt. Dans ce cas, l'ordre est maintenu, et s'il comporte une limite de prix, le montant du dividende distribué en est retranché, sauf instruction contraire du donneur d'ordre¹¹⁵. La suspension des cotations ne rend pas, non plus, l'ordre caduc¹¹⁶. L'affaire dite Vinci, où l'on a vu le cours de bourse de Vinci s'effondrer de 18 % en séance en novembre 2016, suite à un faux communiqué, a conduit Euronext à modifier ses règles en matière de suspension des cotations, dits coupe-circuits, avec des intervalles de fluctuation réduits, et des temps de suspension, dits réservation à la cotation, augmentés (pour le détail, v. O. Dufour, Retour sur l'affaire Vinci, un an après, LPA 2017, n° 239, p. 3).

En raison de la crise financière, devenue manifeste aux yeux de tous en 2008, mais dont les causes juridiques existaient dès le début des années 2000, ainsi que nous l'avons montré dans nos nombreuses publications, dès 1999, chaque année (de telle sorte qu'elle aurait pu et dû être anticipée et évitée), la loi RBF a jugé utile de donner une base légale expresse à la possibilité, pour l'AMF, de restreindre et/ou suspendre les négociations sur tel ou tel instrument financier dans les termes suivants (des précédents existaient déjà, qui remontaient aux années 1990, du temps du CBV, et qui n'avaient suscité aucune réaction doctrinale) : « Article L. 421-16 Code monétaire et financier : I. - Lorsqu'un événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier d'un marché réglementé, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant légalement désigné peut suspendre tout ou partie des négociations, pour une durée n'excédant pas deux jours de négociations consécutifs. Au-delà de cette durée, la suspension est prononcée par arrêté du ministre chargé de l'Économie pris sur proposition du président de l'Autorité des marchés financiers. Ces décisions sont rendues publiques. Si la suspension sur un marché réglementé a duré plus de deux jours de négociations consécutifs, les

opérations en cours à la date de suspension peuvent être compensées et liquidées dans les conditions définies par les règles du marché. II. - En cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers pour une durée n'excédant pas quinze jours. L'application de ces dispositions peut être prorogée et, le cas échéant, ses modalités peuvent être adaptées par le collège de l'Autorité des marchés financiers pour une durée n'excédant pas trois mois à compter de la décision du président de l'Autorité. Au-delà de cette durée, l'application de ces dispositions peut être prorogée par arrêté du ministre chargé de l'Économie, pris sur proposition du président de l'Autorité des marchés financiers. Ces décisions sont rendues publiques. »

En revanche, le gel¹¹⁷ ou la réservation¹¹⁸ du titre objet de l'ordre affecte ce dernier¹¹⁹ :

En cas de gel (seuil de précaution), état qui ne concerne que les instruments financiers cotés en continu, tout nouvel ordre est interdit ; quant à l'ordre qui a déclenché le gel du titre, il est tout simplement éliminé du marché¹²⁰ ;

En cas de réservation (seuil de réservation), l'ordre confirmé par le membre du marché est éliminé, à charge pour l'émetteur de réintroduire l'ordre ; l'ordre non confirmé entraîne le dégel du titre avec refus de l'ordre qui a provoqué le gel ; inversement, si l'ordre qui a provoqué le gel du titre est confirmé, le titre est alors réservé, à la hausse ou à la baisse, selon le sens du franchissement de seuil.

Le gel ou la réservation de la négociation d'un titre sont tributaires de franchissements de seuils, lesquels seuils sont établis en appliquant un pourcentage de fluctuation à un prix de référence statique¹²¹.

Le soin ainsi apporté au libellé de l'ordre quant à sa durée de validité s'explique par les possibilités de fortes variations sur le cours d'une valeur pour une même séance de bourse, les fluctuations de cours étant accentuées sur les marchés à terme. Il correspond également au caractère exprès et spécial de l'ordre de bourse, la remarque pouvant être reconduite à l'égard des quantités voulues par le donneur d'ordre.

B – Quantités voulues

066. Quotité de titres.

L'ordre de bourse doit préciser le nombre de titres qu'il convient d'acheter ou de vendre. Par le passé, sur le RM (cette règle ne concernait pas le marché au comptant), l'ordre devait porter sur une quotité de titres (5, 10, 25, 50 ou 100), dont le montant variait selon chaque valeur, la raison d'être de cette règle étant de limiter les ordres de faible montant¹²². Le donneur d'ordre avait cependant la possibilité d'acheter ou de vendre des titres pour une quotité inférieure à celle qui était fixée par le marché, mais il était contraint pour cela d'agir sur le marché des rompus, avec les inconvénients y attachés¹²³.

Ce système, qui présentait le désagrément de faire supporter au donneur d'ordre le coût de traitement des petits ordres, mais qui garantissait aussi une égalité de traitement des ordres (tous les ordres acheminés sur le système de cotation CAC – devenu Super CAC en 1995¹²⁴ – sont traités en temps réel, quel que soit leur montant), a finalement été modifié¹²⁵, après bien des hésitations, les contraintes de traitement informatique posées par les petits ordres l'ayant emporté sur le traitement en temps égal des ordres.

Dorénavant, les donneurs d'ordre fixent comme ils l'entendent la quantité souhaitée de titres, sans avoir à se préoccuper d'éventuels rompus. On est ainsi passé du système de la quotité à celui de l'unité. Le système de la quotité continue cependant d'exister sur le MONEP et sur le MATIF.

Parallèlement, le CBV avait admis et réglementé la pratique des ordres globaux, par deux décisions générales, nos 89-5 et 92-08, la seconde ayant abrogé la première. L'ordre global permet à la personne qui gère plusieurs comptes de clientèle de « faire exécuter par une société de bourse un ordre unique pour le compte de plusieurs bénéficiaires. » Il en découle évidemment une économie de coûts (une quantité de petits ordres de même sens sont traités comme un ordre unique et global), mais pour des raisons de sécurité, l'identification des bénéficiaires de l'ordre global n'est possible qu'après son exécution, dans un laps de temps très court, le sens de l'ordre devant être identique pour tous les bénéficiaires, et un contrôle sur pièces ou sur place étant ouvert au service d'inspection de Euronext SA quant à la décomposition de l'ordre global. Depuis la transposition de la directive MIF le règlement général de l'AMF parle « d'ordres groupés » (Règl. gén. AMF 2018, art. 321-108 et s.).

Il est cependant possible de distinguer différents types d'ordres en fonction de la quantité de titres voulue.

068. Ordre employer en.

D'abord, l'ordre employer en..., qui ne comporte pas une indication de quantité de titres, mais une somme à placer sur telle valeur, ce qui correspond à une technique de gestion, consistant à placer périodiquement la même somme, de sorte que le nombre de titres acquis est plus ou moins important selon que le marché baisse ou monte.

070. Quantités spécifiques.

Ensuite, Euronext et le MONEP comprenaient des types d'ordres particuliers, prenant en compte la quantité traitée :

✍ l'ordre à quantité dévoilée (Euronext¹²⁶ et MONEP), la quantité dévoilée constituant « le maximum de titres qui sera visible à un instant donné par le marché », la quantité dévoilée d'un ordre devant être supérieure ou égale à 10 titres et inférieure ou égale à la quantité totale de l'ordre ;

✍ l'ordre à quantité montrée (MONEP), où la quantité de titres traitée est effectivement visible par le marché, et peut être inférieure ou égale à la quantité dévoilée ;

✍ l'ordre à quantité cachée, appelé aussi iceberg (MONEP et MATIF), qui est un ordre assorti d'une limite de prix, dont la quantité totale des contrats à négocier n'est pas rendue publique ;

✍ l'ordre à quantité minimale (Euronext Paris, MONEP et MATIF), qui n'est recevable qu'en séance¹²⁷ ;

✍ enfin, sur le MATIF et sur le MONEP, l'application de la limite d'emprise interdit à un donneur d'ordre de détenir, par contrat et par échéance, plus d'une certaine fraction de la position de place¹²⁸.

072. Manipulations de cours et de marché.

Les abus constatés en matière de trading haute fréquence ont obligé l'ESMA à durcir le contrôle des ordres transmis. Doit ici être rappelée 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). Ces exigences sont prises en référence à la directive Abus de marché de 2003. Figure notamment ce passage important, qui traduit bien l'inquiétude de l'ESMA et la réaction bien tardive des autorités devant la manipulation journalière du carnet d'ordre (orientation 5, orientation générale, point 2) : « Les cas éventuels de manipulation des marchés qui pourraient être

particulièrement préoccupants dans un environnement de négociation automatisé incluent ce qui suit :

✍ ordres Ping – entrée de petits ordres afin de déterminer le niveau des ordres cachés et notamment utilisés pour évaluer ce qui se trouve sur une plateforme opaque ;

✍ bourrage d'ordres – entrée d'un grand nombre d'ordres et/ou annulations/mises à jour d'ordres afin de créer une incertitude chez les autres acteurs, en ralentissant leur processus et pour camoufler leur propre stratégie ;

✍ création d'un mouvement des prix (« momentum ignition ») – entrée d'ordres ou d'une série d'ordres destinés à lancer ou à exacerber une tendance et à inciter d'autres acteurs à accélérer ou élargir la tendance afin de créer une opportunité de dénouer/ouvrir une position à un prix favorable ;

✍ empilage d'ordres et émission d'ordres trompeurs – soumission d'ordres multiples, souvent éloignés de la touche d'un côté du carnet d'ordres dans l'intention d'exécuter une transaction de l'autre côté du carnet d'ordres. Une fois que la transaction a eu lieu, les ordres destinés à la manipulation seront retirés. »

L'AMF s'est enfin décidée à sanctionner l'empilage d'ordres, dit layering, mais de manière bien peu dissuasive¹²⁹. Les quatre positions analysées par l'ESMA ne sont que la prise en compte de ce que de nombreuses affaires ont révélé, depuis de nombreuses années, sans que l'AMF ne réagisse. Nous avons synthétisé ces considérations à travers l'approche de la notion d'estoppel appliqué aux ordres de bourse¹³⁰. Dans son encadrement du trading haute fréquence, la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 ajoute des obligations à la charge des entreprises gérant des plateformes de négociation. L'idée est de mettre en place des mesures tarifaires spécifiques (et pénalisantes) en cas d'annulation excessive des ordres transmis. Le législateur européen s'est finalement décidé, avec un retard considérable, à qualifier sous certaines conditions le trading haute fréquence de manipulation de marché dans le cadre de la nouvelle directive Abus de marché du 16 avril 2014 et du règlement n° 596/2014 du même jour, article 12 § 2, c. Compte tenu du caractère non dissuasif des sanctions, il est logique que les mêmes pratiques illégales perdurent (v. AMF 28 déc. 2016, BJB 2017, p. 102 note F. Barrière, puis à nouveau AMF 2 mai 2018, BJB 2018, p. 215 note J.-Ph. Pons-Henry et C. Previtali). Le règlement (UE) n° 596/2014 Abus de marché du 16 avril 2014 interdit dorénavant

de telles sanctions non dissuasives, le principe étant celui de la sanction minimale, correspondant à la totalité du gain réalisé (v. art. 30(2)). Mais son entrée en vigueur est différée jusqu'au 3 juillet 2016 (art. 39, point 2), qui a entraîné l'abrogation de l'article 223-1 RGAMF version antérieure à 2018 (v. AMF 21 déc. 2017, BJB 2018, p. 23 note B. Keita : sur certains points - manipulation de marché -, le Règl. MAR est moins sévère, de sorte que l'AMF a fait application de la rétroactivité in mitius ; v. à nouveau AMF 18 juill. 2018, BJB 2018, p.299 note F. Martin Laprade). La bourse française est ravagée par ces pratiques. Mais la Cour de cassation considère que l'article 17 du Règlement n'interdit pas aux Etats membres de prévoir des sanctions plus sévères (v. Com. 14 nov. 2018, n° 16-22845, BJB 2019, p. 34 note J.-M. Moulin).

Pour preuve, la décision de sanction de l'AMF du 4 décembre 2015¹³¹, dans laquelle une sanction de 5 millions d'euros (ramenée à seulement 3 millions par le Conseil d'Etat ; v. CE 19 mai 2017, BJB 2017, p. 322) a été infligée à la société de trading à haute fréquence Virtu Financial Europe, anciennement Madison Tyler Europe, pour manipulation de cours et méconnaissance des règles de marché d'Euronext. L'AMF a également prononcé une sanction du même montant contre Euronext Paris pour ne pas avoir respecté l'obligation d'exercer ses activités avec neutralité et impartialité, dans le respect de l'intégrité du marché. Euronext est condamnée pour avoir accordé à Madison Tyler Europe une exemption des pénalités applicables en cas de dépassement du ratio entre le nombre d'ordres passés et le nombre de transactions exécutées pour un même titre sur une même journée, alors fixé par Euronext à 100 pour 1, soit un taux d'annulation des ordres > 99 %. La commission des sanctions a considéré qu'en accordant cette exemption pour permettre à Madison Tyler Europe d'améliorer ses algorithmes « en dehors de tout programme prédéfini, de manière non publique alors qu'elle avait annoncé à ses membres qu'aucun Apporteur de Liquidité ne pouvait intervenir sur les titres sur lesquels a pu intervenir Madison Tyler Europe, sans contrepartie, sans limitation de durée et en définitive pour une durée de seize mois », Euronext n'avait pas exercé son activité « avec neutralité et impartialité, dans le respect de l'intégrité du marché », en violation des dispositions de l'article 512-3 du règlement général de l'AMF.

La sanction infligée dans cette affaire, non dissuasive, ne fait pas obstacle à ce que d'autres fonds continuent leurs pratiques, avec toujours des sanctions non dissuasives, telle l'affaire dite de l'algorithme fou, où le carnet d'ordre a été affecté durant trois ans¹³² .

De telles sanctions sont bien insuffisantes et non dissuasives. C'est le retrait temporaire ou définitif de toute activité sur la bourse de Paris qui devrait être prononcé¹³³, en sus d'amendes au montant bien plus punitif, sur le modèle américain à la portée extraterritoriale (Exemple : les 9 milliards de dollars infligés à BNP-Paribas en 2014 par les autorités américaines ; v. Synvet H., « Les enjeux de l'extraterritorialité en droit financier », RDBF nov. déc. 2015, nos 49 et s, p. 88 et s.). D'autant que le cumul des poursuites administrative et pénale ne pose aucun problème aux autorités américaines.

L'ESMA a ensuite été amenée à rendre un avis technique en date du 3 février 2015 sur les méthodes de manipulation de cours, qui reprend et complète sa position précédente, notamment le barbouillage du carnet d'ordres, les opérations de face à face, dites aussi achetés/vendus (également condamnées par l'AMF ; v. AMF 8 nov. 2018, BJB 2019, p. 28, note F. Barrière), les interventions à la clôture, la création de prix plancher ou plafonds artificiels, la pression abusive sur le prix, les manipulations croisées, la dissimulation de propriété, la technique du agite et jette, la technique du casse et encaisse (trash and cash, non visée dans la position précédente), qui repose sur la vente à découvert, laquelle constitue intrinsèquement une manipulation de cours selon l'ESMA, le trading haute fréquence ou algorithmique, les ordres test, le bourrage d'ordres.

L'avis technique d'ESMA nous amène à souligner les points suivants : 1/ nous dénonçons personnellement certaines de ces pratiques depuis... 2001, en pure perte, le déni de réalité perdurant ; 2/ rien ne change sur la bourse française, les manipulations continuent comme avant, en toute impunité, avec notamment les bourrages d'ordres, la vente à découvert jusqu'à près de 20 % du capital des sociétés cotées, les manipulations du carnet d'ordres juste avant la clôture, avec les mêmes conséquences : la sous-valorisation criante des sociétés françaises, qui finissent par passer sous contrôle étranger pour un prix représentant quelques mois seulement de chiffre d'affaires (Alcatel-Lucent, Alstom, Arcelor, Club Méditerranée, Essilor, Lafarge, Peugeot, Technip, Vallourec à venir, exactement le casse et encaisse ; 10 des 40 sociétés ou ex sociétés du cac 40 ne sont plus françaises) et l'effondrement de la bourse française depuis 2000 ; 3/ l'ESMA retient parmi les indices d'abus de marché l'absence de transfert réel de la propriété, le vrai propriétaire le restant, et, logiquement, la vente dite à découvert, qui constitue nécessairement un procédé fictif créant une tromperie, puisque le vrai propriétaire ne vend pas. Dès lors, pourquoi la vente à découvert reste-t-elle possible en France ? On sait également que des titres seraient prêtés dans le dos des vrais

propriétaires afin d'alimenter la vente à découvert sans frais, et que les deux parades pour rendre le titre indisponible et en empêcher le prêt consistant soit à le mettre en vente à un prix supérieur au prix de marché, soit à le faire inscrire au nominatif. Pourquoi de telles pratiques peuvent-elles perdurer en France en toute impunité ?

Aussi avons-nous du mal à suivre la position de l'AMF dans son analyse du trading haute fréquence comportemental, publiée en janvier 2017. Selon l'AMF, le trading haute fréquence est un soutien important à la liquidité des marchés. Les acteurs du trading à haute fréquence sont un soutien important à la liquidité en temps ordinaires. Ils sont présents plus de 90% du temps à la meilleure limite (meilleur prix proposé à l'achat ou à la vente) et représentent en moyenne 80% de la quantité présente aux trois meilleures limites du carnet d'ordres. Ils entrent progressivement dans le carnet d'ordres et participent ainsi à réduire le spread (écart entre les prix offerts à l'achat et à la vente) en début de journée mais se retirent nettement du carnet en amont d'annonces attendues pouvant impacter les cours. Une telle description est nettement favorable. Pourtant, comment peut-on aller écrire que le cac 40 est liquide, lorsque, certaines journées, lorsque Wall Street est fermé, les volumes d'échanges sur la bourse de Paris sont limités à quelques ...centaines de millions d'euros, comme cela s'est produit, fin 2016 ? Ce fait atteste la disparition de la présence des actionnaires individuels sur la bourse de Paris, dont la présence serait autrement plus utile et importante que le trading haute fréquence, dont l'activité se résume à annuler 95 % des ordres transmis (à titre de comparaison, en 2016, la bourse américaine était détenue à 48,3 % par des actionnaires individuels qui ne s'amuse pas à spéculer à la baisse, alimenter la vente à découvert et ruiner leur patrimoine). A force de favoriser la spéculation à la baisse et le trading haute fréquence comme source de liquidité, les pouvoirs publics ont réussi l'exploit de ramener la liquidité de la bourse de Paris à quelques centaines de millions d'euros par jour ordinaire sans Wall Street, ce qui est indigne de la 6^{ème} puissance mondiale.

L'inaction des autorités françaises est d'autant plus regrettable que l'autorité anglaise, la FCA, pourtant réputée pour son laxisme, a rendu publique une étude accusant le trading haute fréquence de perturber le fonctionnement des marchés et l'établissement de la cotation des ordres, en jouant sur l'arbitrage de latence, ce qui coûte chaque année 5 milliards de dollars aux investisseurs traditionnels, le remède proposé consistant à imposer des délais de latence de quelques secondes avant chaque ordre, délai dit speed bumps (source : Tradingsat, 1^{er} févr. 2020).

§ 73. Encadrement du trading haute fréquence dans le comofi (MIF 2). L'ordonnance du 23 juin 2016 prévoit un encadrement du trading haute fréquence, à travers l'article L. 420-3 I et III, transposant la directive MIF 2, texte applicable aux marchés réglementés, aux MTF et aux OTF. Selon ce texte, « I.-Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation met en place des systèmes, des procédures et des mécanismes efficaces assurant que ses systèmes de négociation sont résilients, possèdent une capacité suffisante de gestion de volumes élevés d'ordres et de messages et permettent un processus de négociation ordonné en période de tension sur les marchés. Ces systèmes de négociation sont soumis à des tests afin de confirmer que ces conditions sont réunies dans des situations d'extrême volatilité des marchés. Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation met en place des mécanismes assurant la continuité des activités en cas de défaillance imprévue de ses systèmes de négociation.

III.-Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation met en place des systèmes, des procédures et des mécanismes efficaces, notamment en exigeant des personnes utilisant des systèmes de négociation algorithmique qu'elles procèdent à des tests appropriés d'algorithmes et disposent d'environnements de tests, afin de s'assurer que les systèmes de négociation algorithmique ne créent pas ou ne contribuent pas à des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché, et afin de gérer les conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché qui découlent de ces systèmes de négociation algorithmique.

Ces systèmes permettent également de limiter la proportion d'ordres non exécutés par rapport aux transactions réalisées sur la plate-forme par un membre de la plate-forme de négociation, de ralentir le flux d'ordres si la plate-forme risque d'atteindre sa capacité maximale, d'établir un pas de cotation minimal sur le marché et de veiller à son respect.

Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation est en mesure d'identifier, au moyen d'un marquage effectué par ses membres, les ordres générés par des systèmes de négociation algorithmique à haute

fréquence, les différents algorithmes utilisés pour la création d'ordres et les personnes initiant ces ordres ».

074. Conclusion.

En définitive, s'agissant des quantités voulues, le donneur d'ordre dispose aujourd'hui d'une liberté certaine, les limites tenant, non au libellé des ordres, mais à l'état du marché et au degré de liquidité des titres voulus. La conclusion était plus nuancée lorsqu'on envisageait la double obligation d'intermédiation et de concentration des ordres sur les marchés réglementés. Le démantèlement de cette double obligation a ainsi créé de graves effets pervers permettant la manipulation du marché, que les guidelines de l'ESMA cherchent à présent à combattre. Quand on mesure le degré de complexité de ces guidelines, s'étalant sur 28 pages, on regrette d'autant plus les anciennes obligations d'intermédiation et de concentration, qui, par leur existence, contribuaient à prévenir les abus à présent constatés.

§ 2 – Incidences de l'obligation d'intermédiation et de concentration des ordres (avant les directives MIF)

076. Conception française walrassienne.

La bourse française était traditionnellement définie comme un marché gouverné par les ordres. On entend par là que la sincérité et la transparence des cours de bourse étaient assurées par la concentration des ordres en un même lieu et en un même temps¹³⁴, ce qui justifiait en amont l'obligation d'intermédiation des ordres¹³⁵. La concentration des ordres permettait l'unité de cours, et la certitude, pour les intervenants, de payer, à un instant donné, le même prix. Dès lors qu'il n'entraît pas dans l'une des exceptions prévue par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 (dite loi MAF), l'ordre de bourse passé au mépris de cette obligation était tout simplement frappé de nullité absolue¹³⁶. C'est dire combien était importante l'obligation d'intermédiation et de concentration, caractéristique traditionnelle des ordres de bourse en France.

Jusqu'à la MIF 1, deux conceptions s'affrontaient quant à la confrontation de l'offre et de la demande sur les marchés financiers. D'un côté, l'Angleterre, qui impose la cotation par les prix, avec pour conséquence que le prix peut fluctuer, *au même moment*, d'une transaction à l'autre, selon la taille des donneurs d'ordre. Dans ce système, s'il existe jamais, le prix du marché n'a rien d'obligatoire, les parties peuvent s'en affranchir, et il ne sert à rien de bêler que le

marché a toujours raison. De l'autre, la France, attachée au principe d'égalité, qui a utilisé pendant des siècles le système dit de la cotation latine, c'est-à-dire la cotation par les ordres ; dans ce cas, à *un moment considéré*, le cours de bourse est le même pour tous, gros ou petits investisseurs. Un prix de marché existe alors, qui est impératif pour tous les intervenants, sans qu'il puisse y avoir de plateformes diverses permettant de manipuler les cours. Le marché est alors institutionnalisé et centralisé, pour citer l'analyse walrassienne (Léon Walras, célèbre économiste français, 1834-1910).

078. Évolution.

En transposant la directive Services d'investissement n° 93/22/CEE du 10 mai 1993, laquelle a une conception de l'obligation de concentration étrangère au droit français 110, la loi du 2 juillet 1996 a, en même temps, étendu et allégé, à certains égards, l'obligation d'intermédiation et de concentration des ordres de bourse. Le maintien, voire le renforcement de cette double obligation, était le signe d'une fidélité à une longue tradition historique. Si l'on s'en tient à la période postérieure au Code de commerce, le monopole d'intermédiation a d'abord été prévu au profit des agents de change, mais uniquement à l'égard des négociations¹³⁷, par l'article 76 du Code de commerce (texte abrogé par L. 22 janv. 1988, sauf pour l'alinéa 2). Pour assurer une plus grande transparence du marché, la loi du 23 décembre 1964 (art. 16) y a inclus les cessions effectuées par des personnes morales ou à leur profit¹³⁸, tout en prévoyant certaines exceptions¹³⁹, notamment au profit des personnes physiques¹⁴⁰. Étaient affectés non seulement les titres admis à la cote officielle des bourses de valeurs, mais aussi les valeurs figurant au hors-cote¹⁴¹, aujourd'hui abrogé¹⁴², et remplacé par le marché Over the counter (OTC)¹⁴³. La loi du 22 janvier 1988 (abrogée par L. 2 juill. 1996) a remanié légèrement les contours de la double obligation d'intermédiation et de concentration des ordres, la maintenant pour les négociations (art. 1er, al. 1, mod. par L. 14 févr. 1996) et les cessions dites directes et indirectes (art. 1er, al. 3)¹⁴⁴, sous peine de nullité de l'ordre de bourse (art. 2, al. 2), cependant que le monopole cessait de concerner le hors-cote¹⁴⁵.

080. Acculturation.

La loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 avait nettement réaménagé le champ d'application de la double obligation d'intermédiation et de concentration des ordres de bourse. D'une part, elle a renforcé l'obligation d'intermédiation en matière de « transactions¹⁴⁶ » ; de

l'autre, contrainte par les dispositions de la DSI, elle a augmenté les cas dans lesquels les parties peuvent conclure leur opération à un prix libre, dont elles ont la maîtrise, c'est-à-dire sans obligation de concentration, quand bien même il y aurait obligation d'intermédiation. Enfin, dans certaines hypothèses, c'est la règle du « ni-ni » qui joue, les parties étant dispensées à la fois de l'intermédiation et de la concentration des ordres. Pour reprendre la formule d'un auteur, la loi du 2 juillet 1996 a déconnecté du marché boursier le monopole des intermédiaires, le monopole d'intermédiation n'impliquant plus, actuellement, une négociation passée sur un marché réglementé au cours de bourse, ce qui est de nature à remettre profondément en cause la perception traditionnelle de l'ordre de bourse 168147.

L'analyse successive de l'obligation d'intermédiation et de l'obligation de concentration des ordres¹⁴⁸, ainsi que de leur combinaison pour la mise en œuvre de l'obligation de concentration, permettait ainsi de délimiter plus nettement le champ d'étude des ordres de bourse, ordres soumis au monopole d'intermédiation (mandat obligatoire) et passés à un cours de bourse dont les parties n'ont pas la maîtrise (concentration des ordres). Lorsqu'elle existait, l'obligation d'intermédiation ne suffisait pas, traditionnellement, à déclencher la qualification d'ordre de bourse ; il fallait, de surcroît, que le prix de la transaction fût fixé par le marché, en bourse. La transposition de la directive MIF par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 a fait voler en éclats les obligations d'intermédiation et de concentration. L'obligation de concentration n'existe plus, et la reconnaissance des systèmes multilatéraux de négociation et de l'internalisation des ordres a entraîné la disparition pure et simple de l'obligation d'intermédiation sanctionnée par la nullité de l'ordre (effacement du contenu des articles L. 421-6 et L. 421-7 du Code monétaire et financier par l'ordonnance du 12 avril 2007). Des siècles de bourse à la française ont été renvoyés dans un passé révolu avec une légèreté stupéfiante. Les conséquences de l'entrée en vigueur de la directive MIF ne sont guère plus brillantes : marchés aux mains des day traders, multipliant des ordres de petite taille (7 500 euros).

L'approche française de la bourse, gouvernée par le marché par les ordres (intermédiation + concentration), nonobstant la preuve de son efficacité et de sa pertinence sur de très nombreuses décennies, ayant été délibérément sacrifiée par les pouvoirs publics à partir de MIF 1, son étude appartient à présent à un passé révolu, de sorte que son exposé a été supprimé à partir de cette nouvelle édition (pour sa présentation, v. les éditions précédentes de nos études Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse).

A – L’obligation d’intermédiation des ordres (jusqu’au 1er novembre 2007)

082. Présentation.

Analyse supprimée ; se reporter aux éditions précédentes de nos études Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse

B – L’obligation de concentration des ordres (jusqu’au 1er novembre 2007)

112. Raison d’être.

C’était l’article ancien L. 421-12 du Code monétaire et financier qui posait le principe et certaines des dérogations à l’obligation de concentration des ordres. Dans la conception française¹⁸³, l’objectif recherché était qu’il n’existe, à tout moment, qu’un seul cours de bourse, s’imposant en principe à tous les investisseurs¹⁸⁴. L’égalité de traitement, spécifique du marché gouverné par les ordres, l’emportait ainsi sur la liberté des parties de fixer comme elles l’entendent le prix de leur transaction. L’unité de cours était assurée par la concentration des différents ordres sur les marchés réglementés. Elle était censée protéger les investisseurs eux-mêmes¹⁸⁵.

3 – Le démantèlement de l’obligation de concentration (directive MIF, à partir du 1er nov. 2007)

148. Suppression de l’obligation de concentration.

Euronext a clairement perdu la phase de négociation relative au toilettage de la directive DSI du 10 mai 1993, la volonté anglo-américaine ayant été imposée à l’Europe continentale, d’une manière que nous jugeons bien peu démocratique, c’est le moins que l’on puisse dire²³⁸. Le démantèlement des obligations d’intermédiation et de concentration va profondément modifier les modes d’exécution des ordres de bourse, au détriment non seulement de l’entreprise de marché NYSE Euronext, qui perd son monopole, mais aussi des donneurs d’ordre particuliers, qui ne seront plus protégés par l’égalité devant le prix. Euronext a incontestablement du souci à se faire quant à l’avenir de ses marges opérationnelles, sauf à prendre le contrôle d’un

certain nombre de MTF, ce qu'il est en train de faire, de même que la Deutsche Börse, pour des prix élevés, avec des primes pouvant atteindre 50 % par rapport au cours de bourse. La suppression de l'obligation de concentration fait disparaître l'unité de prix, l'ordre de bourse pouvant être exécuté à des cours différents de ceux d'un marché désormais difficilement trouvable²³⁹. Les investisseurs institutionnels bénéficieront de conditions plus avantageuses que celles des investisseurs particuliers, choix absurde tant la bourse, les sociétés cotées, et tous les professionnels du secteur ont besoin des investisseurs particuliers pour le bon fonctionnement du système.

150. Création d'obligations conditionnelles d'information.

La soi-disant contrepartie de l'anéantissement de l'obligation de concentration est la mise en place d'obligations d'information avant et après l'exécution des ordres (Dir. n° 2004/39/CE, art. 21, 27, 29, pour les MTF et 44-1 et s. ; C. mon. fin., art. anciens dans le cadre de MIF 1 L. 421-21, L. 421-22, L. 424-7, L. 424-8 et L. 533-24), afin d'essayer de juguler la nouvelle opacité du marché. Mais le régime est assorti d'un tellement grand nombre d'exceptions que l'exception (opacité du système et absence d'information ; exemple : l'obligation d'information peut être supprimée pour les ordres de grande taille) tend à supplanter le principe (obligation d'information). La mauvaise foi de ces nouvelles règles est accentuée lorsqu'on se souvient que le credo du système est la transparence du marché, l'atomicité des intervenants, l'absence de conflits d'intérêts, l'égalité de traitement. Elle relève d'une catégorie que nous dénommons the rogue law (l'appellation anglaise nous semble appropriée, compte tenu de l'origine de ces règles), où l'on se moque ouvertement de la partie faible. Ainsi, le considérant 50 de la directive MIF permet aux internalisateurs de décider de donner accès à leurs prix uniquement à leurs clients de détail, ou bien uniquement à leurs clients professionnels, ou aux deux. De plus, le considérant 51 rappelle que l'article 27 n'oblige pas les internalisateurs systématiques à publier des prix fermes pour des transactions supérieures à la taille normale du marché. Néanmoins, l'article ancien L. 533-9 du Code monétaire et financier dans le cadre de MIF 1 disposait que « les prestataires de services d'investissement qui effectuent des transactions portant sur tout instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé déclarent ces transactions à l'Autorité des marchés financiers, que ces transactions soient effectuées ou non sur un marché réglementé. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités de cette déclaration ainsi que les

conditions dans lesquelles il peut être dérogé à cette règle. » Précisément, le règlement général de l'AMF prévoit la dispense pour l'internalisateur de l'obligation d'informer l'AMF dans le cadre de MIF 2 par renvoi direct au règlement (UE) n° 600/2014 (AMF, régl. gén. 2018, art. 315-25).

152. Mise en concurrence des marchés réglementés avec les marchés privés dits MTF ou ATS.

Euronext devra affronter la concurrence de systèmes appelés ATS (alternative trading systems) ou MTF (multilateral trading facilities) offrant toutes les fonctionnalités des bourses, à l'exception de la plus importante, l'existence d'une réglementation et d'une égalité devant le prix. Il faut croire que pour les autorités communautaires, la « justice du droit » passe par la condamnation de ce qui la garantit (la loi protège le faible et l'égalité devant le prix assure un traitement juste). Selon la MIF, les MTF n'ont pas à solliciter un agrément comme marché réglementé. L'accès à cette activité n'est plus réservé aux contreparties éligibles (dir. MIF, art. 24 pour la liste), soit les utilisateurs professionnels du marché qui négocient pour compte propre. En conséquence, l'obligation d'intermédiation explose, et la nullité de l'ordre comme sanction de la violation du monopole d'intermédiation disparaît. Les clients des MTF bénéficient de l'application des règles de conduite pour la fourniture des services d'investissement (dir. MIF, art. 19), de l'obligation d'exécuter l'ordre aux conditions les plus favorables (dir. MIF, art. 21), et des règles de traitement des ordres (dir. MIF, art. 22). Ces quelques garde-fous ne jouent plus lorsque la transaction est conclue entre les membres ou participants du MTF ou entre le MTF lui-même et ses membres ou participants (dir. MIF, art. 14-3). La transposition dans le Code monétaire et financier de la directive MIF (C. mon. fin., art. L. 424-1 et s. issu de Ord. n° 2007-544, 12 avr. 2007, puis Ord. n° 2017-1107 du 22 juin 2017) donne la définition suivante : « Un système multilatéral de négociation est un système multilatéral qui assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments. Il fonctionne conformément aux dispositions du présent chapitre.

Le système compte au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix.

Le gestionnaire d'un système multilatéral de négociation est un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille agréé pour fournir le service d'investissement mentionné au 8 de l'article L. 321-1 ou une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'Autorité des marchés financiers. Lorsque l'entreprise de marché gère un système multilatéral de négociation, elle se conforme aux dispositions de l'article L. 421-11 » (C. mon. fin., art. L. 424-1). Plus encore, selon l'article L. 424-2 al. 1: «Le gestionnaire du système multilatéral de négociation établit les règles du système. Ces règles, transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et ordonnée et fixent des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres dans le système. Elles fixent également les conditions d'admission des membres conformément aux dispositions de l'article L. 424-5. » Ceci est censé être un progrès. La CJUE a retenu une interprétation large de la notion de système multilatéral de négociation, afin d'étendre le champ d'application des directives MIF 1 et 2 (v. CJUE 16 nov. 2017, C-658/15, BJB 2018, p. 112 note P. Barban).

154. Consécration de l'internalisation des ordres et généralisation potentielle des conflits d'intérêts.

L'une des règles qui garantissait l'absence de conflit d'intérêts dans l'exécution des ordres de bourse était celle qui imposait l'exécution sur le marché, de manière anonyme, des ordres de bourse. En clair, la banque ou l'entreprise d'investissement ne pouvait pas exécuter en interne les ordres de ses clients avec les positions des autres clients ou avec les positions en propre. Le droit civil connaît également la règle : le mandataire n'a pas le droit de conclure avec lui-même l'opération projetée par son mandant, de peur qu'il ne sacrifie les intérêts de son mandant au profit des siens. C'est une règle élémentaire de justice et d'équité, dont le respect ne pose aucun problème sur les marchés financiers compte tenu de leurs tailles. Néanmoins, le droit communautaire a cru utile de condamner une telle conception de la justice contractuelle, sans doute au nom du *rogue law*, les intermédiaires pouvant dorénavant appairer les ordres des clients entre eux, ou, mieux encore, avec leurs positions en propre (critère essentiel de l'internalisation systématique), en organisant une discrimination positive au profit des ordres de grande taille, et au détriment des ordres des particuliers (dir. MIF, art. 21). Là encore, la contrepartie est la création de vagues obligations d'information (dir. MIF, art. 27), dont la doctrine française a souligné le caractère largement illusoire²⁴⁰, et

d'une « obligation de meilleure exécution des ordres » (dir. MIF, art. 21), assortie, elle aussi de dérogations, de telle sorte que les protections sont relatives. De surcroît, les transactions avec les contreparties éligibles (c'est-à-dire les organismes publics, les professionnels et institutionnels, les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les OPCVM et les fonds de retraite, voire les entreprises de grande taille, sur décision d'un État membre) échappent à l'obligation d'exécuter au mieux (dir. MIF, art. 24-1). L'internalisation resterait cependant interdite aux marchés réglementés et aux MTF. Il est permis de s'interroger sur la conventionalité de règles organisant l'inégalité et la discrimination (v. CESDH, art. 14).

Le consentement à l'internalisation peut être donné par le donneur d'ordre soit transaction par transaction, soit de manière générale, ce qui atteste, de nouveau, un recul de la protection de la partie faible (dir. MIF, art. 21). Cette règle a été transposée à l'article L. 533-18, III, du Code monétaire et financier qui prévoyait : « Lorsque la politique d'exécution des ordres prévoit que les ordres des clients peuvent être exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, le prestataire de services d'investissement informe notamment ses clients ou ses clients potentiels de cette possibilité. Les prestataires obtiennent le consentement préalable exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation. Les prestataires de services d'investissement peuvent obtenir ce consentement soit sous la forme d'un accord général soit pour des transactions déterminées (...). » La formulation a été modifiée dans le cadre de MIF 2, dans un sens plus protecteur des clients. Enfin, l'obligation de transparence des prix ne frappe que les internalisateurs systématiques, c'est-à-dire ceux qui se portent toujours contrepartie des ordres de leurs clients ; par ailleurs, les ordres dépassant la taille de marché y échappent complètement. Selon la formule de l'article 27 : « Les internalisateurs systématiques qui n'effectuent que des transactions supérieures à la taille normale de marché ne sont pas soumis aux dispositions du présent article. Les internalisateurs systématiques peuvent décider de la taille ou des tailles de transaction pour lesquelles ils établissent un prix. Pour une action déterminée, chaque cotation comporte un ou des prix fermes acheteurs et/ou vendeurs, pour une taille ou des tailles qui pourraient aller jusqu'à la taille normale de marché pour la catégorie d'actions à laquelle l'action appartient. Le ou les prix reflètent également les conditions de marché prévalant pour cette action (...) » En outre, les internalisateurs

systematiques peuvent exécuter les ordres qu'ils reçoivent de leurs clients professionnels à des prix différents de leurs prix sans avoir à remplir les conditions énumérées au quatrième alinéa pour les transactions dont l'exécution relative à plusieurs valeurs mobilières ne représente qu'une seule transaction et pour les ordres qui sont soumis à des conditions autres que le prix du marché en vigueur. »

L'ordonnance du 12 avril 2007 avait transposé ces règles aux articles L. 425-1 et suivants du Code monétaire et financier. Les contraintes posées par l'ordonnance étaient minimales. Dans le cadre de la transposition de la MIF 2 par l'ordonnance, n° 2016-827 du 23 juin 2016, les articles L. 425-1 s. portent sur les systèmes organisés de négociation et leurs conditions de fonctionnement. Mieux encore, selon l'article L. 533-10, 3, du Code monétaire et financier, le PSI doit « prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients. Ces conflits d'intérêts sont ceux qui se posent entre, d'une part, les prestataires eux-mêmes, les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ou toute autre personne directement ou indirectement liée à eux par une relation de contrôle et, d'autre part, leurs clients, ou bien entre deux clients, lors de la fourniture de tout service d'investissement ou de tout service connexe ou d'une combinaison de ces services. 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 révélation du conflit d'intérêt est instrumentalisée à des fins de disclaimer comme le fait par exemple la banque Citigroup.

Le règlement général de l'AMF (version 2018) aborde à l'article 321-77 la question de la prévention des conflits d'intérêts pour les sociétés de gestion de portefeuille 241. L'article 13, point 3, de la directive MIF, ainsi transposé, relatif aux exigences organisationnelles disposait : « Toute entreprise d'investissement maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts définis à l'article 18 de porter atteinte aux intérêts de ses clients. » Le droit français se montre ainsi moins soucieux que la directive de combattre les conflits d'intérêts. Le droit boursier français donne ainsi un très mauvais exemple, mais cela fait maintenant des années que nous y sommes habitués. L'article 522-9 du règlement général de l'AMF donnait aussi un bon exemple d'« usine à gaz » s'agissant du conflit d'intérêt : « Le gestionnaire du système multilatéral de négociation établit et maintient opérationnelle une politique de

gestion des conflits d'intérêts spécifique à l'activité de gestion du système, notamment lorsqu'il intervient pour compte propre sur le système qu'il gère. » Comment peut-on continuer à croire, avec la débâcle financière, que l'auto-régulation puisse prévenir le conflit d'intérêts ? Autant demander à un renard installé dans le poulailler de cesser de manger les poules. De toutes les manières, l'internalisation est jusqu'à présent un échec²⁴². Le règlement général de l'AMF version 2018 a simplifié l'énoncé des règles de bonne conduite aux articles 522-5 s.

156. Création d'une transparence pré-négociation et obligation de négociation centralisée (MIF 2).

Fort des échecs de la directive MIF 1, le législateur européen a essayé d'y remédier en instaurant une obligation de transparence pré-négociation avec la directive dite MIF 2 n° 2014/65/UE et le règlement n° 600/2014 du 15 mai 2014²⁴³, transposés en France par l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016²⁴⁴, d'une rare complexité en raison des multiples dérogations et exceptions, fruits de compromis entre les États membres. Les textes européens de 2014 ont déjà été complétés puis modifiés par d'autres²⁴⁵.

D'une part, les opérateurs de marché et les PSI gérant une plateforme de négociation sont tenus de cette obligation de transparence pré-négociation. De l'autre, les PSI sont tenus d'une obligation de négociation centralisée (MiFIR, art. 23-1), les ordres devant être exécutés sur un marché réglementé ou négociés sur une plateforme de négociation, uniquement sur des marchés financiers, MTF, via un internalisateur systématique ou une plateforme reconnue d'un pays tiers (conformément à l'article 25-4 MiFID). L'ordonnance du 23 juin 2016 (C. mon. fin., art. L. 420-1 et s.) soumet ces plateformes de négociation (qui regroupent les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les OTF, à l'exclusion des internalisateurs systématiques) à des règles communes. Nous rappelons ici que la loi du 9 déc. 2016, dite Sapin 2, fait sortir à terme les sociétés de gestion de portefeuille faisant de la gestion collective de la liste des PSI, l'enjeu étant de les faire échapper à l'application des règles de la MIF 2 (v. pour le détail M. Storck, RDBF janv. févr. 2017, p. 65).

L'idée générale de MIF 2 est d'améliorer la transparence afin de rétablir la confiance du public dans la bourse. Pour y parvenir, MIF 2 utilise une notion-clé, la liquidité du marché, ou encore taille standard

des ordres, autour de laquelle gravitent différentes dérogations, permettant aux intermédiaires de s'affranchir des obligations de transparence pré- et post-négociations. Différentes définitions de la liquidité sont posées, en fonction du type de marché (actions, non-actions, marchés réglementés, internalisateurs systématiques), qui délimitent l'obligation de négociation et de compensation centralisées et la transparence prénégociation. Dans l'ensemble, les positions prises par l'ESMA²⁴⁶ montrent une volonté de privilégier la transparence, et donc la négociation et la compensation centralisées, notamment en matière d'internalisation systématique, d'obligations et de dérivés²⁴⁷, même lorsque, statistiquement, le marché est objectivement peu liquide. Par exemple, que 94 % des dérivés se négocient très peu ou pas du tout n'empêche pas l'ESMA de considérer que les dérivés sont liquides en présence d'un seul teneur de marché, même si le titre se négocie une seule fois par jour avec une AVT (Average Value of Transactions) supérieure à 5 000 €. De même, pour les obligations, l'ESMA retient comme critère de définition de la liquidité la taille de l'émission, et non le volume de transactions, afin de qualifier de liquides des obligations qui ne le sont pas²⁴⁸.

Deux dérogations générales sont introduites, mettant en échec l'obligation de négociation centralisée : 1/ pour les transactions non systématiques, ad hoc, irrégulières, non fréquentes ; 2/ pour les transactions négociées entre clients professionnels ou contreparties éligibles, et ne participant pas au processus de formation du prix. Il revient à l'ESMA de préciser ces dernières conditions dans le cadre de RTS²⁴⁹. Néanmoins, la détermination des dérogations à la transparence prénégociation sur actions et instruments assimilés ainsi que sur instruments non actions est du ressort des autorités nationales (MiFIR, art. 4 et 9), lesquelles peuvent décider de refuser de mettre en place les dérogations sur les marchés qu'elles contrôlent. De sorte que, comme pour les produits et pratiques nuisibles, l'AMF peut parfaitement améliorer la situation des investisseurs pour rétablir la confiance dans le fonctionnement de la bourse française.

Certains auteurs²⁵⁰ soulignent que la MIF 2 marque un retour en arrière proche des obligations prévues par la directive dite DSI de 1993. À ceci près qu'à l'époque, les MTF, OTF, créés par la MIF 2, les plateformes privées de négociation et autres internalisateurs n'existaient pas. En d'autres termes, la MIF 2 complexifie encore davantage et inutilement les structures de marché, au lieu de les simplifier. Si le législateur européen voulait réellement marquer sa préférence pour les négociations sur les marchés réglementés (l'un des enjeux étant d'éviter le fractionnement de la liquidité des marchés

actions, devenu dramatique pour la bourse française), il lui suffisait de revenir au modèle français du marché intermédié et concentré, au lieu de créer un nouvel empilement avec les OTF. Il est vrai, cependant, que la MIF 2 restaure l'obligation de concentration des ordres sur actions, en ce que son domaine englobe les MTF, et qu'il est difficile de différencier, dans le cadre de la MIF 2, les MTF des marchés réglementés (soumission à de nombreuses règles communes, dont les règles d'abus de marché, l'obligation de concentration, la résilience des systèmes, les règles de coupe-circuits, le trading haute fréquence : MiFID, art. 18 et 19).

Un auteur a expliqué que les choix de la MIF 2 exprimaient une défaveur envers la négociation de gré à gré dite OTC²⁵¹, et que l'imposition d'une « obligation de concentration centralisée radicale » pour la négociation sur actions (l'enjeu étant le processus de formation des prix, la justice du prix passant par l'obligation de concentration des ordres) ; sur cette question, voir notre livre *La vérité sur l'effondrement de la bourse, 2007*, précité, plus marquée que dans le cadre de la DSI de 1993, était due à la volonté de la France : « Les marchés actions ont en effet été perçus comme une priorité, par la France en particulier »²⁵². Il semble donc, avec un retard considérable (au minimum, une décennie perdue), que certains politiques français aient fini par comprendre qu'il y a un lien partiel, de nature strictement juridique²⁵³, entre l'effondrement de la bourse française et le démantèlement de l'obligation de concentration des ordres réalisé par la MIF 1.

158. Encadrement de l'activité des BCN ou OTF (MIF 2).

Pour mieux encadrer l'activité des BCN (broker crossing network), les PSI gérant un système dit de matching interne (exécution de manière multilatérale des ordres des clients) doivent être agréés en tant que MTF et respecter les obligations qui en découlent. En d'autres termes, les gestionnaires de BCN ne relevant pas de l'une des deux exceptions à l'obligation d'exécution centralisée ¹⁵⁶ devront transformer leur plateforme en MTF ou agir en tant qu'internalisateur systématique. La catégorie des OTF (ou système organisé de négociation) présente deux caractéristiques essentielles : ils ne peuvent exister que pour la catégorie des instruments non actions, et son opérateur jouit d'une discrétion dans l'exécution des ordres (MiFID, art. 20). La méfiance envers les OTF est également révélée à travers les deux interdictions suivantes : un OTF ne peut pas être lié à un internalisateur systématique ou un autre OTF ; conséquemment, une même entité juridique n'a pas le droit d'exploiter à la fois un OTF et un

internalisateur systématique. Une partie de la doctrine française se montre sceptique devant la création des OTF²⁵⁴. L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 introduit ces dispositions dans un nouveau chapitre du Code monétaire et financier, qui est entré en vigueur le 3 janvier 2018 (C. mon. fin., art. L. 425-1 et s.).

160. Dérogations à l'obligation de transparence pré-négociation (MIF 2).

Fruits de compromis diplomatiques laborieux, des dérogations à l'obligation de transparence pré-négociation ont été introduites. D'abord, la MIF 2 permet aux États membres de prévoir des dérogations aux dérogations, c'est-à-dire d'exclure de manière discrétionnaire les dérogations prévues par la MIF 2 : les autorités nationales compétentes, sous le contrôle de l'ESMA, peuvent décider de refuser la mise en place des dérogations pour les marchés sous leur contrôle.

Ensuite, quatre dérogations sont prévues, au bénéfice des opérateurs de marché et des PSI gérant une plateforme de négociation :

l'hypothèse du prix importé du marché de référence²⁵⁵ ;

les systèmes dans lesquels les transactions sont négociées dans la fourchette moyenne de cotation ;

les ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale du marché ;

les ordres dits iceberg.

Le dispositif est complété par un mécanisme de double plafond : 1/ limitation du volume négocié de l'instrument financier sur la plateforme à 4 % du total des négociations effectuées sur l'ensemble des plateformes de négociation de l'UE dans les douze mois précédents ; 2/ limitation du volume négocié à 8 % du volume total des négociations sur toutes les plateformes de négociation de l'UE dans les douze mois précédents. Lorsque le plafond est atteint, le recours aux dérogations est suspendu pour la plateforme ou dans toute l'UE pour une durée de six mois (Règl. (UE) n° 600/2014, art. 5, § 2 et 3). En d'autres termes, en cas de violation de la règle dite du double plafond, les sanctions sont particulièrement sévères, qui exposent la ou les plateformes à une suspension de leurs activités dans l'UE pour une durée de 6 mois, H. Boucheta souligne pour s'en indigner, à tort, que les plateformes dark violant la réglementation portant sur le second plafond devront cesser leurs activités pendant 6 mois, une discipline collective leur étant imposée de manière bienvenue, à la demande de la France, particulièrement éprouvée par les dérives de MIF 1). C'est ce qu'on

appelle trivialement un retour de bâton. Pour la dérogation en fonction de la taille des ordres, le premier seuil a été abaissé par rapport à MIF 1, qui passe de 500 000 euros à 100 000 euros, pour tenir compte de la diminution significative de la taille moyenne des ordres, autre illustration de la crise de liquidité décrite précédemment 156. Une telle baisse marque aussi l'échec de MIF 1 et le discrédit de la bourse (baisse de la taille des ordres, liquidité fictive, effondrement des pas de cotation, manipulation tous azimuts des cours grâce au trading haute fréquence), qui porte donc nécessairement atteinte à la volonté de transparence pré-négociation, puisque cette dérogation se déclenchera d'autant plus souvent que le seuil a été divisé par 5. Alors qu'en 2004, 25 % des Français détenaient des valeurs mobilières, ils n'étaient plus que 16 % en 2015²⁵⁶. Un tel discrédit affecte nécessairement le financement des sociétés françaises.

162. Obligation de transparence pour les internalisateurs systématiques (MIF 2).

Pour les actions et instruments financiers assimilés, les internalisateurs systématiques se voient imposer l'obligation de publier les cotations fermes, uniquement pour les instruments financiers négociés sur des plateformes de négociation pour lesquels il existe un marché liquide. L'obligation de transparence cesse pour les ordres dont la taille est supérieure à la taille standard du marché (SMS pour Standard Market Size), ce qui prive l'information publiée de fiabilité. Alors que dans l'hypothèse précédente 160, nous avons souligné l'extension des dérogations au principe de transparence pré-négociation en fonction de la taille des ordres, l'ESMA souhaite réduire ici les cas de dérogation en fonction de la taille standard des ordres lorsque les débiteurs de l'obligation de transparence sont des internalisateurs systématiques. En cela, l'ESMA veut imposer à ces derniers une SMS plus élevée que par le passé pour les négociations actions qu'ils réalisent, afin de rendre leur régime plus contraignant et d'améliorer la transparence, prise en défaut sous MIF 1. La SMS est fixée en fonction de l'AVT (Average Value of Transactions). Selon H. Boucheta²⁵⁷, alors que la SMS était de 7 500 _ sous MIF 1, l'ESMA doit la fixer à 10 000 euros. Enfin, l'identité des internalisateurs systématiques ne doit pas être divulguée au marché dans le cadre de la déclaration post-négociation²⁵⁸. L'ordonnance du 23 juin 2016 crée une nouvelle section 9 dans le Code monétaire et financier, relative aux internalisateurs systématiques (C. mon. fin., art. L. 533-32 et s.).

164. Obligation de transparence post-négociation (MIF 2).

La MIF 2 crée une nouvelle catégorie de professionnels, les prestataires de services de communication de données, avec trois types d'activités, APA (approved publication arrangements), CTP (consolidated tape providers), ARM (approved reporting mechanisms) 259. MiFIR (art. 7) prévoit cependant des autorisations de publication différée 260 .

166. Application dans l'espace de la MIF 2.

Selon l'article 1er de la MiFID, la nouvelle réglementation s'applique aux PSI, aux opérateurs de marché, aux PSC ainsi qu'aux entreprises de pays tiers fournissant des activités de services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement au moyen de l'établissement d'une succursale dans l'UE. Avec l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016, la France a fait le choix d'imposer aux entreprises des pays tiers l'établissement d'une succursale sur son territoire pour la fourniture des services d'investissement à destination d'une clientèle non-professionnelle (articles L. 532-47 s comofi ; l'agrément est délivré par l'ACPR ; v. A.Kannan et S. Kahn, Brexit : les perspectives offertes par MIF 2 aux entreprises d'investissement britanniques, RDBF 2017, n° 5, p. 86 ; A. Sotiropoulou, L'accès au marché européen des établissements financiers britanniques après le Brexit, BJB 2019, p. 43). De manière bienvenue, elle confère aussi une portée extraterritoriale à certaines de ses dispositions qui affecteront les acteurs hors UE. Il en est notamment ainsi à propos de la combinaison des réglementations MIF 2 et EMIR, l'obligation de négociation centralisée des dérivés s'appliquant aux contreparties d'institutions financières de pays tiers « pour autant que le contrat ait un effet direct, substantiel et prévisible au sein de l'Union ou lorsque cette obligation est nécessaire ou indiquée pour prévenir le contournement d'une disposition » du règlement. Bienvenue est cette portée extraterritoriale conférée à certaines règles, car elle prouve, au rebours des travaux préparatoires de la loi MURCEF du 11 décembre 2001 légalisant en France les put warrants pour attaquer à la baisse les sociétés françaises, que le législateur est parfaitement en droit d'imposer ses choix aux opérateurs étrangers, peu importe leur localisation, hors de l'UE, ou hors de France (la MIF 2 permet aux autorités nationales de durcir la réglementation applicable aux marchés qu'elles contrôlent). ESMA a également précisé le 13 nov. 2017 que les entreprises d'investissements qui transmettent des ordres à des entreprises qui ne relèvent pas de l'EEE doivent respecter les dispositions de l'article 23

du Règlement 600/2014 (v. commentaire Th. Bonneau, RDBF janv.-févr. 2018, p. 53). La Commission européenne a complété le dispositif en adoptant, les 13 et 21 décembre 2017, des décisions reconnaissant à des pays tiers (Australie, Hong Kong, USA, Suisse) le statut de marchés équivalents au sens de l'article 23 § 1 du Règlement du 15 mai 2014 (v. commentaire Th. Bonneau RDBF mars-avr. 2018, p. 58). La loi dite Pacte du 22 mai 2019 a introduit cette notion de marché équivalent dans le code de commerce, ce qui est susceptible d'en élargir les effets en droit des sociétés (v. article L. 228-1 code de commerce ; v. O. David, Du marché réglementé au marché équivalent. Quand la loi PACTE ouvre la boîte de Pandore, JCP E 2019, 1547). Sur l'actualisation de la liste des équivalences, v. Th. Bonneau, RDBF 2019, nov.-déc., p. 57 s., décision de la Comm UE n° 1274 et 1275 du 29 juill. 2019.

168. Conclusion.

En définitive, l'analyse de la double obligation d'intermédiation et de concentration permettait de mettre en valeur les profondes transformations apportées à la notion d'ordre de bourse par la DSI et sa transposition. La qualification d'ordre de bourse dépendait des combinaisons entre les obligations d'intermédiation et de concentration. Certainement lorsque la transaction était bien soumise à cette double contrainte, la qualification devenait incertaine dans les hypothèses d'intermédiation sans concentration. Bien que soumis à intermédiation, l'ordre était en effet exécuté hors d'un marché réglementé, les parties ayant la maîtrise de la fixation du prix. La rupture d'avec la conception des marchés gouvernés par les ordres était manifeste, le schéma de l'intermédiation sans la concentration répondant à la conception du marché gouverné par les prix, traditionnellement étranger au droit français. Dès lors, de deux choses l'une : soit l'on maintient la qualification d'ordre de bourse en changeant quelque peu le sens ; soit l'on exclut cette qualification, au risque d'ignorer bon nombre d'opérations. Il nous semble cependant critiquable d'un point de vue méthodologique de ranger sous la même bannière deux types d'ordres qui sont étrangers l'un à l'autre, la question des modalités de la fixation du prix étant essentielle. Aussi bien, nous paraissait-il préférable d'opérer une césure entre les ordres de bourse classiques (intermédiation avec concentration) et les ordres déconnectés (intermédiation sans concentration). Enfin, la qualification d'ordre, de bourse ou déconnecté, nous semblait contestable s'agissant des transactions exécutées sans intermédiation ni concentration²⁶¹,

lesquelles ne sont ni plus ni moins que des ventes directes dont les parties ont la totale maîtrise de la fixation du prix.

La directive MIF, transposée par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, fait à présent des marchés financiers une foire d'empoigne peu reluisante, où tout le monde est perdant (sociétés émettrices, entreprises de marchés, plateformes privées, investisseurs, États eux-mêmes). Elle achève de faire éclater les conceptions classiques du droit français, peu importe que celui-ci ait fait la preuve de son efficacité sur le long terme. À compter de l'entrée en vigueur de ce texte (1er nov. 2007), l'ordre peut être exécuté ou sur un marché réglementé, ou sur un marché privé concurrent, ou en interne par les banques (contrepartie propre ou contrepartie entre les clients de la banque), sans que la garantie d'égalité de traitement par le prix subsiste, grâce à la disparition des obligations d'intermédiation et de concentration. Les cessions de bloc hors marché d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé, tel qu'Euronext, peuvent également être effectuées librement, sans avoir à respecter les règles d'Euronext, et sans avoir à passer par un intermédiaire²⁶². La régression est stupéfiante. Une fois de plus, le modèle historique de l'Europe continentale est sacrifié au profit de chimères, le droit comparé illustrant ici l'aliénation de la liberté due au mimétisme²⁶³. L'administration Chirac est responsable en grande partie de ce désastre pour la France. Et pour quel résultat ? Un effondrement tellement spectaculaire que le CAC 40 est revenu, en un laps de temps inférieur à deux ans, quatorze ans en arrière, courant mars 2009, avec une destruction équivalente à 75 % du PIB, alors que jamais les bénéfices n'ont été aussi élevés, nonobstant les crises exotiques (87 milliards d'euros nets après impôts pour l'année 2010, soit plus du double des bénéfices réalisés en 2000). Dix ans après son adoption, la MIF est un désastre pour la France, notamment en ce que la directive a ruiné la transparence des négociations, et c'était totalement prévisible.

Dix ans après la MIF, les professionnels reconnaissent eux-mêmes que la MIF est un échec, qui nuit directement et gravement à leurs intérêts. En effet, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les gestionnaires d'actifs, les fonds souverains ou encore les distributeurs sont une majorité à estimer que le trading haute fréquence et les dark pools ont un impact négatif sur l'efficacité du marché. Mais ces pratiques ne sont jamais que la conséquence fatidique de la MIF. Sans cette directive, jamais de tels abus n'auraient été possibles. Pour être plus précis, selon une étude réalisée par Create Research soutenue par Principal Global Investors auprès de plus de 700 participants don

68 institutionnels à la tête de quelques 5 900 milliards de dollars d'actifs²⁶⁴, 55 % des répondants estiment que la multiplication des lieux de négoce hors marchés réglementés à l'instar des dark pools a un effet négatif sur l'efficacité du marché. Ils sont 52 % à estimer que le trading haute fréquence a également un impact négatif sur le bon fonctionnement du marché. Plus grave encore, les impacts négatifs des dark pools et du trading haute fréquence sur l'efficacité des marchés, moins transparents et moins liquides, empêchent une allocation optimale du capital, selon 36 % des participants, qui évoquent deux autres dangers: une corrélation entre classes d'actifs (27 %) plus difficile à appréhender, et un couple risque/rendement au sein des classes d'actifs actions (24 %) sujet d'une marge d'erreur inacceptable. Le sacrifice de la conception française de la bourse par la MIF a ainsi débouché sur cette monstruosité juridique et économique.

Le président de l'AMF a lui-même reconnu, lors de la présentation du rapport annuel de l'autorité en 2014, que la MIF constitue « une grave erreur politique ». Comme pour la vente dite à découvert, il eut mieux valu s'en rendre compte avant, pas après. On aurait économisé une décennie de ravages²⁶⁵. On attend toujours que ces errements soient supprimés par l'Union européenne, aucune des causes à l'origine de l'effondrement de la bourse française n'étant traitée. Les ravages peuvent donc se poursuivre. Il est à cet égard pathétique de lire dans le 1er considérant de MiFIR que « la crise financière a mis au jour des problèmes de transparence des marchés financiers qui peuvent avoir des effets socio-économiques dommageables ». MiFID n'est pas en reste, avec son 4e considérant, selon lequel « la crise financière a révélé des faiblesses en termes de fonctionnement et de transparence des marchés financiers. L'évolution des marchés financiers a mis en lumière la nécessité de renforcer le cadre prévu pour la réglementation des marchés d'instruments financiers, notamment lorsque les transactions effectuées sur ces marchés ont lieu de gré à gré, afin d'accroître la transparence, de mieux protéger les investisseurs, d'affermir la confiance, de s'attaquer aux domaines non réglementés et de faire en sorte que les autorités de surveillance soient dotées de pouvoirs adéquats pour remplir leur mission ». Il est tout aussi pathétique de devoir noter que l'ESMA admet dans son avis technique du 3 février 2015 que la légalisation des plateformes privées, due à MIF 1, favorise la manipulation de cours et de marché, notamment avec la technique dite de croisement de marchés et de croisement de produits (inter-trading venues manipulation et cross-product manipulation). Pour répondre à A. Gaudemet²⁶⁶, c'est l'obligation de

concentration qui permet le contrôle de ces infrastructures, et mieux vaut Walras que Hayek.

Il ne nous semble pas que la directive MIF 2 changera quoi que ce soit à la situation catastrophique de la bourse française, aux conséquences très délétères pour la France. Les raisons sont multiples, qui sautent aux yeux : la MIF 2 ne remet pas en cause les grandes orientations délétères de la MIF 1 (suppression de l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé, création des MTF, de l'internalisation systématique, du trading haute fréquence). Elle comprend beaucoup trop de dérogations qui affaiblissent d'autant la clarté du dispositif et les quelques efforts pour restaurer la crédibilité de la bourse (dérogations multiples aux obligations de transparence pré-négociation et d'exécution centralisée). Elle augmente la complexité des structures de marché en ajoutant un nouvel intervenant, les BCN ou OTF. Plus fondamentalement, est-il sérieux de prendre des textes faisant près de 140 pages (95 pour la directive n° 2014/65/UE, 43 pour le règlement n° 600/2014), devant être complétés par des dizaines de directives d'application, et 106 documents techniques (dits RTS, ITS et TA), dont la transposition en droit interne va être étalée sur plusieurs années, sans compter les 603 pages du RGAMF version 2018, alors que les volumes de transactions sur la bourse française sont devenus misérables (parfois, à peine quelques centaines de millions d'euros par jour), faute d'investisseurs véritables ? À une débauche de textes correspond à présent une pénurie de transactions effectives faute d'investisseurs, la bourse française n'intéressant pratiquement plus personne, et surtout pas la classe politique française qui se vante, tant à droite qu'à gauche, de ne détenir aucune action des grandes sociétés françaises, comme si être actionnaire des grandes sociétés françaises était une « tare » politique.

Si l'UE voulait réellement redonner aux marchés financiers leur mission de financement de l'économie réelle, elle se préoccuperait en toute priorité de les faire revenir aux règles qui les gouvernaient à la fin des années 1990, et s'emploierait à combattre la politique du nihilisme, le capitalisme de casino, le casse et encaisse. Elle rétablirait la justice du prix et l'égalité devant le marché avec une stricte obligation de concentration, seule voie pour rétablir la confiance, elle imposerait le rétablissement des doubles poursuites à l'encontre des délinquants financiers (sur cette question, v. notre note sous Crim. 22 janv. 2014, LPA 2014, n° 62 ; pour une critique sèche de la réforme de l'aiguillage opérée par la loi du 21 juin 2016, v. F. Drummond, La décision de la CEDH du 4 mars 2014 et la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 et leurs conséquences, BJB 2017, p. 162). Elle aurait la

décence de s'adresser aux investisseurs potentiels dans leur langue, et non dans un sabir insupportable²⁶⁷. Elle imposerait aux États membres, dont spécialement la France, une fiscalité sur le capital décente et attrayante, de nature à attirer les investisseurs, et à défaut de laquelle jamais l'épargne n'ira s'investir en bourse. En un mot, elle ne se lancerait pas dans un nouveau chantier voué à l'échec tant que les présupposés ci-dessus listés ne seront pas réglés, la prétendue Union des marchés de capitaux (UMC, un acronyme de plus). Oui les marchés financiers doivent servir à financer l'économie réelle, non la prétendue Union des marchés des capitaux ne pourra jamais y parvenir en l'état.

Du point de vue de la causalité historique²⁶⁸, il a fallu de nombreuses lois pour parvenir au résultat actuel et modifier de fond en comble la conception de la bourse à la française, pourtant prospère jusqu'à la fin des années 1990 : légalisation de la spéculation à la baisse, légalisation des put warrants (strictement interdits avant 2001), légalisation des plateformes privées, destruction des obligations d'intermédiation et de concentration, légalisation du trading haute fréquence, fiscalité repoussante sur le capital (double imposition des bénéficiaires, avec des prélèvements de 43,3 % + 17,2 % + 50 % tranche marginale maximale au titre de l'IRPP).

Et oui il y a un lien de cause à effet très fort entre la promotion politique de la spéculation à la baisse et l'état du pays. Jamais les sociétés françaises cotées n'auraient pu être aussi violemment attaquées à la baisse sans les réformes qui ont été votées, avec toutes les conséquences néfastes que cela a entraîné. Ces réformes sont le fruit de lois, expression d'une volonté, d'un choix politique délibéré, avec un objectif à atteindre. Car ce qui caractérise la situation actuelle, c'est bien le refus réitéré sur plus de 20 ans de rétablir les règles qui gouvernaient la bourse française à l'orée de l'an 2000, alors qu'il est aujourd'hui rationnellement impossible de nier la relation de cause à effet que nous décrivons, l'histoire sur 20 ans devant fournir une sagesse rétrospective. Il est incompréhensible que la prise de conscience des mécanismes destructeurs de la spéculation à la baisse par ESMA (le casse et encaisse) et les considérants de MIF 2 n'incitent pas les autorités à les défaire. Une telle attitude est contraire à toutes les lois sociales de transformation de la réalité sociale. Elle exprime le choix du nihilisme dont le dernier avatar sont les taux d'intérêts négatifs, qui menacent le financement de l'avenir. Le président de ESMA s'inquiète à présent des risques d'anarchie en raison des blockchains, du désengagement des États et de la désintermédiation (cité par 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).

Dans son livre remarquable sur Le capital au XXI^e siècle, Thomas Piketty écrit à juste titre²⁶⁹ que « il est exact que le prix des actions tend à progresser plus vite que les prix à la consommation sur longue période ». Dès lors, comment expliquer, en refusant de mettre au premier plan la faveur envers la spéculation à la baisse, que la bourse française, sur près de 20 ans, et en dépit de bénéfices nets après impôts allant jusqu'à 100 milliards d'euros par an et d'une hausse des prix à la consommation de près de 30 % sur la même période, soit en baisse considérable (7000 points en septembre 2000, 3950 points en juin 2016) ?

170. Remarque.

Ainsi délimitée, la typologie des ordres de bourse doit être complétée quant aux modalités de détermination du prix, lorsque les parties n'en ont pas la totale maîtrise (intermédiation avec concentration), ce qui rend nécessaire l'expression de certains critères, en ce sens que le caractère non déterminable du prix au moment de la conclusion de la vente est sanctionné par la nullité absolue de l'acte (C. civ., art. 1591).

§ 3 – Incidences de la détermination du prix

172. Importance du montant de l'ordre.

Portant sur des ventes ou achats d'instruments financiers, l'ordre de bourse doit régler la question de la détermination du cours, c'est-à-dire du prix²⁷⁰. Or, les parties n'ont pas la totale maîtrise de cette fixation lorsque l'ordre n'est pas déconnecté du marché central. En effet, soit le donneur d'ordre remplit les conditions de déconnexion de la transaction, et la fixation du prix est libre, hypothèse qui a déjà été examinée (122 et s.). Soit le prix peut s'écarter du marché central, tout en gardant un lien avec lui, car fixé en rapport avec le cours coté sur le carnet d'ordre central²⁷¹ ; l'hypothèse est relative aux négociations ordinaires réalisées par contrepartie ou par application en dehors des heures d'ouverture du marché, et aux blocs dits courants et structurants²⁷² d'instruments financiers, pour lesquels le prix peut s'éloigner du cours coté sur le carnet d'ordre central, dans une fourchette fixée par Euronext SA.

Soit, enfin, le donneur d'ordre n'a pas la possibilité de s'éloigner du prix fixé par le marché central, ce qui concerne concrètement « les petits ordres » (inférieurs à 7,5 millions d'euros), ne remplissant pas les

conditions de volume de déconnexion, ou de qualification de bloc courant ou structurant²⁷³. Aussi bien, lui est-il proposé par les autorités et entreprises de marché une série d'ordres standardisés²⁷⁴ et sophistiqués²⁷⁵ permettant la détermination du prix en fonction de quatre grands critères²⁷⁶, et qui viennent ainsi compléter la typologie des ordres de bourse. Leur présentation peut obéir à quatre couples d'opposition, selon que l'ordre porte sur des titres cotés en continu ou à la criée²⁷⁷, vaut mandat impératif ou avec marge d'appréciation laissée à l'intermédiaire²⁷⁸, comporte ou ne comporte pas un libellé réglementé²⁷⁹ ou, enfin, a ou n'a pas une limite de prix. La suppression du RM en septembre 2000 a ajouté une autre distinction, selon que l'ordre est ou non libellé avec service de règlement différé (OSRD)²⁸⁰. En l'absence de règlement différé, l'ordre est au comptant. En présence d'un OSRD, il y a une opération liée, composée d'une négociation au comptant, liée à une opération inverse à règlement-livraison différés. L'évolution du système de cotation et des programmes informatiques a modifié les mérites respectifs de ces différentes présentations. Une classification s'impose actuellement, selon que l'ordre est avec (B) ou sans limite de prix (A). Elle doit être complétée par la présentation des ordres complexes ou mixtes, qui associent en sens inverse des ordres simples, avec ou sans limite de prix (C). Cependant, la classification suivie est relative, car des liaisons existent en son sein, qui permettent, par exemple, à un ordre sans limite de prix de se transformer, en cours d'exécution, en ordre avec limite de prix²⁸¹. L'effondrement généralisé de la bourse a provoqué une autre conséquence : l'expression du pas de cotation avec trois chiffres après la virgule (exemple, l'action Alcatel-Lucent, dont le cours de bourse est passé de 94 _ en 2000 à 0,985 _ courant mars 2009), avec une période de transition de 2008 à juillet 2009.

La course vers le fond des tailles de cotation, symbole de la course vers le fond de la bourse française, a permis toutes sortes d'abus et de manipulations de cours ainsi que la dégradation du carnet d'ordres via le trading haute fréquence (quel autre intérêt, sinon, de permettre des ordres avec un pas d'un millième d'euro ?). Dans le cadre de la MIF 2 (consid. 63 et MiFID, art. 49), l'ESMA doit proposer une réflexion et de nouvelles RTS pour préciser le pas minimum de cotation. Il serait temps. Temps de stopper enfin le capitalisme de casino²⁸². L'ESMA a fait le choix de délimiter les pas de cotation (tick size) en fonction de la liquidité du titre. Plus le titre est liquide, plus le pas sera faible²⁸³. Dans le cadre de MIF 2, l'AMF s'est livrée à une analyse approfondie des effets du nouveau régime de pas de cotation, faisant part de sa satisfaction (communiqué de presse, 15 févr. 2019, RDBF 2019, mars

avr. 2019, p. 8). Il n'empêche, les volumes journaliers de la bourse française restent très faibles, à l'image des capitalisations boursières, indignes de la 6^{ème} puissance mondiale.

Néanmoins, il ressort des articles 49 et 18 § 5 de MiFID II que les internalisateurs systématiques échappent au régime contraignant des pas de cotation, lacune de la réglementation qui devrait permettre au trading haute fréquence à continuer de manipuler les cours comme du temps de MIF 1284 .

A – Ordres sans limite de prix

174. Validité.

A priori, l'ordre sans limite de prix paraît dangereux pour l'investisseur, puisque celui-ci sera engagé quel que soit le cours, avantageux ou non, auquel l'ordre aura été exécuté. Bien que dépourvu d'indication de cours, l'ordre est néanmoins valable, car le prix est déterminable lors de sa conclusion par référence au prix du marché, étant entendu que le cours appliqué est celui du moment d'exécution de l'ordre²⁸⁵, et non celui de sa formation. De surcroît, et au contraire des contrats d'approvisionnement, l'investisseur n'a pas à craindre ici l'arbitraire dans la fixation du prix, car l'établissement de la cotation est le fruit de la confrontation des différents ordres qui affluent sur le marché au même moment, de sorte que la fixation des cours est extérieure aux parties considérées isolément.

176. Finalité.

Pour autant, il faut se garder de croire que l'investisseur désirant passer un ordre sans limite de prix ignore le cours approximatif auquel l'ordre sera exécuté. En effet, la cotation en continu lui permet de connaître à tout moment les cours du titre objet de l'ordre. La liste des cotations peut être consultée en direct grâce aux différents services télématiques, notamment à partir d'un ordinateur équipé d'un modem²⁸⁶. En d'autres termes, lorsqu'il transmet à son intermédiaire, en cours de séance, par ordinateur, l'ordre de bourse sans limite de prix, l'investisseur est en mesure de connaître, grosso modo, le cours auquel l'ordre sera exécuté. En apparence, l'ordre est sans limite de prix ; en réalité, en choisissant l'heure de transmission de l'ordre²⁸⁷, l'investisseur assortit indirectement, mais nécessairement, son ordre d'un cours²⁸⁸. Lorsqu'il agit de la sorte, l'investisseur a pour principale

motivation la rapidité d'exécution de son ordre (1. Ordre au prix du marché), ou encore, sa liquidité. Accessoirement, il peut également désirer que son ordre ne soit pas susceptible d'exécution partielle (2. Ordre à tout prix). Enfin, il peut s'en remettre à l'appréciation de l'intermédiaire (3. Ordre sans forcer), ce qui tend à rapprocher l'ordre de bourse ponctuel du mandat de gestion de portefeuille.

1 – Ordre au prix du marché

178. Célérité.

L'ordre au prix du marché est l'ordre qui n'est assorti d'aucune limite de prix²⁸⁹. Sa réception doit donc entraîner son exécution²⁹⁰, totale ou fractionnée, selon l'état du marché²⁹¹. La fixation du cours varie selon le caractère total ou partiel de l'exécution, et le moment de transmission de l'ordre²⁹². En cas d'exécution totale, l'ordre au prix du marché, transmis à l'ouverture des cotations, a un cours tributaire des autres ordres existants, cependant qu'il se transforme en un ordre limité, au prix de la meilleure limite disponible du côté opposé du marché²⁹³, s'il est transmis en cours de séance. En d'autres termes, dans cette hypothèse, l'ordre au prix du marché présente le grand avantage d'obtenir le meilleur prix disponible lors de son entrée dans le système de cotation. En cas d'inexécution partielle ou totale, la partie non exécutée de l'ordre se transforme en ordre au premier cours ou en ordre au dernier cours selon l'heure d'arrivée : ordre au premier cours²⁹⁴ pour les ordres arrivés avant l'ouverture des cotations, ordre au dernier cours pour les ordres arrivés en séance. L'absence de limite de prix de l'ordre au prix du marché se trouve ainsi cantonnée dans sa portée, puisque l'ordre totalement ou partiellement inexécuté se transforme en un ordre avec limite de prix, et cela afin de protéger les investisseurs eux-mêmes.

La liquidité d'exécution est ainsi privilégiée, l'investisseur acceptant la possibilité d'une exécution partielle de l'ordre. Cette dernière caractéristique est en revanche écartée en présence d'un ordre à tout prix.

2 – Ordre au marché

180. Priorité.

L'ordre au marché (anciennement l'ordre à tout prix²⁹⁵) était un ordre prioritaire²⁹⁶ sans limite de prix, mais qui n'était pas susceptible d'exécution partielle. Selon l'état du marché, il pouvait donc être servi à des cours différents. Notamment, si le titre objet de l'ordre a un marché peu liquide, l'investisseur est exposé au risque de décalage entre le cours au moment de la transmission de l'ordre, et les différents cours auxquels l'ordre est servi²⁹⁷. De sorte que l'ordre au marché convenait mieux à des valeurs dont le marché était liquide. En contrepartie du risque ainsi accepté, l'investisseur était prioritaire à l'ouverture du marché²⁹⁸ sur tous les ordres à cours limité, donc y compris sur les ordres au prix du marché transformés en ordres à cours limité pour la partie qui n'a pu être exécutée. L'intitulé de l'ordre, la priorité d'exécution dont il jouit, l'obligation de l'exécuter intégralement dès la première cotation suivant son enregistrement dans le système, quel qu'en soit le coût pour l'investisseur, inclinaient à retenir une obligation de résultat²⁹⁹ à la charge de l'intermédiaire. Jusqu'à la fin de la séance boursière du 12 décembre 2003, les ordres « à tout prix » ne pouvaient pas faire l'objet d'exécutions partielles. Le 12 décembre au soir, l'ensemble des ordres « à tout prix » non exécutés ont été automatiquement annulés. Depuis le 15 décembre 2003, les ordres « au marché » peuvent faire l'objet d'exécutions partielles en cas de contrepartie insuffisante. Enfin, depuis de la séance boursière du 15 décembre 2003, les ordres « à tout prix » et « à cours limité » peuvent être exécutés après la clôture du marché, sous réserve de certaines conditions (prolongation de séance de négociation : création de la période TAL – trading at last).

La marge d'appréciation que confère à l'intermédiaire l'ordre sans forcer exclut, au contraire, la qualification d'obligation de résultat.

3 – Ordre sans forcer

182. Appréciation.

L'ordre sans forcer, ou encore dit soignant ou à appréciation³⁰⁰, est une autre variante d'ordre sans limite de prix, mais au libellé non réglementé³⁰¹, où l'investisseur s'en remet à l'appréciation de l'intermédiaire quant au moment le plus favorable pour son exécution. Cette forme d'ordre sera retenue par celui qui n'a pas d'opinion propre sur le cours³⁰², et se rapproche du mandat de gestion de portefeuille, où le gestionnaire dispose d'une latitude, qui est fonction des termes du

mandat. Bien que ponctuel, exprès et spécial, l'ordre sans forcer est un mandat comportant une souplesse certaine quant au prix et à ses modalités d'exécution (étalement, fractionnement)³⁰³, de sorte que l'obligation de l'intermédiaire n'est que de moyens³⁰⁴. Il a aussi pour objectif d'éviter le décalage des cours, qui serait défavorable à l'investisseur, et de peser sur ou de forcer le marché de la valeur. Il se conçoit pour des ordres dont le volume de titres négociés dépasse le volume habituellement traité sur le titre considéré³⁰⁵.

B – Ordres avec limite de prix

184. Intérêts.

Bien qu'elles n'eussent pas, par le passé, la totale maîtrise de la fixation du prix en raison de l'ancienne obligation de concentration des ordres, les parties ont la possibilité de passer des ordres au libellé réglementé qui, étant assortis d'une limite de prix, permettent de privilégier l'expression du prix, mais au détriment de la liquidité d'exécution. L'investisseur peut soit fixer une limite de prix au-delà (achat) ou en deçà (vente) de laquelle il ne veut pas s'engager (1. Ordre à cours limité), soit fixer des zones de déclenchement, afin de tenir compte de l'évolution du marché (2. Ordre à déclenchement), soit privilégier la limite de prix en excluant toute possibilité de fractionnement de l'ordre (3. Ordre tout ou rien). Le caractère très éloigné de la stipulation de prix par rapport aux cours (marge de fluctuation théorique de 10 %) déclenche un contrôle de validation spécifique de l'ordre avant sa présentation au marché. Cette affirmation toute théorique doit cependant être fortement nuancée à la lumière d'une affaire stupéfiante (les faits sont tellement graves qu'ils ont provoqué l'arrêt de la bourse de Paris le 8 janvier 2007), jugée par la Cour de cassation³⁰⁷. Les faits montrent que si l'ordre est exécuté par contrepartie, le donneur d'ordre ou le contrepartiste peuvent avoir tout intérêt à transmettre un ordre à un prix très éloigné du cours de bourse, car, dans les faits, les ordres ont bien été exécutés, qui portaient sur 80 millions d'euros pour un simple particulier, ce qui a permis au contrepartiste, basé aux Pays-Bas (qui avait vendu pour 4 millions de titres Gaz de France en n'en ayant strictement aucun) de réaliser une très forte plus-value, sans être aucunement inquiété au titre de la manipulation de cours. Cette affaire donne un signal fort délivré par la Cour de cassation aux spéculateurs et aux contrepartistes, qui peuvent ainsi complètement fausser le

fonctionnement de la bourse française et réaliser de juteuses plus-values en vendant par millions des actions sans les avoir aucunement et sans craindre une quelconque poursuite, même sur le marché réglementé, par où il apparaît que le marché réglementé se met à ressembler aux plateformes privées. Pendant la période intermédiaire entre 1999 et 2002, le donneur d'ordre pouvait libeller ses limites de prix en francs, son intermédiaire procédant alors à la conversion en euros³⁰⁸.

1 – Ordre à cours limité

186. Rôle de la limitation de cours.

L'ordre à cours limité comporte une limite de prix³⁰⁹, maximale à l'achat et minimale à la vente, au-delà ou en deçà de laquelle l'investisseur n'est pas disposé à contracter³¹⁰. Au contraire de l'ordre tout ou rien, son exécution peut être partielle³¹¹ ; elle est aussi incertaine, car tributaire de la limite fixée³¹². En cas de détachement d'un coupon de dividende ou d'intérêt, l'ordre assorti d'une limite de prix reste valable, mais le montant du dividende distribué en est retranché, sauf instruction contraire du donneur d'ordre (manuel de négociation, art. 2.1.3). L'expression d'une limite de cours permet de la sorte à l'investisseur d'intervenir sur le marché sans devoir suivre en temps réel l'évolution des cours, et pallie, par exemple, un manque de disponibilité de la part de l'investisseur.

2 – Ordre à déclenchement

188. Présentation.

Les ordres à déclenchement sont de deux types, qui permettent de suivre l'évolution du marché³¹³, les ordres à seuil de déclenchement et les ordres à plage de déclenchement.

190. Ordre à seuil de déclenchement.

L'ordre à seuil de déclenchement (ancien ordre stop³¹⁴), dont le libellé est dorénavant réglementé, quel que soit le type de cotation, en continu³¹⁵ ou en fixage³¹⁶, est assorti d'un prix de déclenchement dont l'atteinte le transforme en ordre à tout prix (l'exécution partielle

n'est pas admise)³¹⁷, ou en ordre au prix du marché sur le MATIF. On peut d'ailleurs s'interroger sur cette différence de terminologie entre le MATIF et les autres marchés, et notamment se demander si elle est intentionnelle ou involontaire, dans la mesure où la plupart des ouvrages présentent l'ordre à seuil de déclenchement comme un ordre à tout prix, et non comme un ordre au prix du marché, quel que soit le marché sur lequel porte l'ordre. Or, la querelle n'est pas simplement terminologique, puisque l'ordre à tout prix est prioritaire et non susceptible d'exécution partielle, au contraire de l'ordre au prix du marché. Rationnellement, la possibilité d'exécution partielle devrait fermer la voie de l'ordre à tout prix, au profit de la qualification d'ordre au prix du marché. L'atteinte ou le franchissement du cours fixé par l'investisseur constitue le signal d'exécution³¹⁸. Hormis sur le MATIF, l'ordre ne serait pas susceptible d'exécution partielle³¹⁹, et en dépit de l'expression d'un seuil de déclenchement, l'investisseur ne maîtrise pas le prix de son ordre, puisque l'ordre à tout prix l'expose au risque de décalage de cours³²⁰.

192. Ordre à plage de déclenchement.

L'ordre à plage de déclenchement comporte deux limites de cours, traçant ainsi une zone de cours dans laquelle l'achat ou la vente est acceptée par le donneur d'ordre³²¹. Une fois déclenché³²², l'ordre se transforme en ordre limité³²³, se comportant comme tel. Il permet une maîtrise assez fine du prix, mais est susceptible d'exécution partielle.

3 – Ordre tout ou rien

194. Indivisibilité de l'exécution.

L'ordre tout ou rien (ordre TOR, qui a été supprimé par Euronext le 1er septembre 2003³²⁴) privilégie la maîtrise du prix et la quantité globale de titres négociés au détriment de la liquidité d'exécution³²⁵. Par cet ordre, le donneur d'ordre se porte acquéreur ou vendeur d'une quantité globale de titres à une limite de prix donnée³²⁶, ce qui empêche le morcellement de l'exécution, et la multiplication des frais de courtage, d'autant plus élevés que le montant de l'ordre exécuté est faible. L'investisseur n'accepte donc l'exécution de son ordre que si celle-ci, tributaire de la réunion des deux conditions³²⁷, est totale, afin d'éviter les réponses partielles.

C – Ordres complexes ou mixtes

196. Combinaison d'ordres.

Les ordres complexes³²⁸ ou mixtes³²⁹ associent des ordres simples de sens opposé ou des ordres simples avec des ordres conditionnels. Ils permettent à l'investisseur de couvrir ses positions, et peuvent présenter un caractère spéculatif en raison soit de la différence de cours, soit de la différence d'échéance de chaque ordre. Il est possible d'en distinguer trois sortes, les ordres liés (1), les ordres à écarts (2), et les ordres d'abord et ensuite (3), qui ont en commun d'être des ordres au libellé non réglementé lorsqu'ils portent sur des valeurs faisant l'objet d'une cotation informatisée en continu.

1 – Ordre lié

198. Typologie.

Un ordre lié est composé d'au moins deux ordres, associant soit des ordres de sens opposé (vente et achat), portant sur des valeurs différentes ou, le plus souvent, sur la même valeur³³⁰, et qui doivent être exécutés pendant la même séance de bourse³³¹, soit des ordres aux modalités différentes (opération ferme liée à une opération conditionnelle). Sur le MONEP³³² et le MATIF, la négociation d'ordres liés est organisée, tel le spread³³³. En revanche, sur les valeurs faisant l'objet d'une cotation informatisée en continu, les intermédiaires ne sont pas tenus d'accepter des ordres liés, leur libellé n'étant pas réglementé. Cette règle n'a pas changé avec la suppression du RM et son remplacement par les OSRD en septembre 2000, qui sont des opérations liées³³⁴. Traditionnellement, en cas d'acceptation de l'ordre lié par l'intermédiaire, ce dernier n'est tenu que d'une obligation de moyens. La non-exécution de l'un des ordres rend caduc l'ordre lié, mais l'exécution peut en être partielle, ce qui fait supporter au donneur d'ordre le risque de variation de cours. Enfin, sur le MONEP, l'ordre lié peut voir sa nature varier en fonction des conditions de marché et des intérêts du donneur d'ordre. Dans le cadre des règles fiscales entourant le PEA, le Conseil d'État a jugé, dans une décision très importante, que racheter sur le PEA les mêmes titres qui ont été vendus sur le compte-titre ordinaire, pour bénéficier des avantages

fiscaux du PEA, ne constitue pas un abus de droit, désavouant de la sorte la position prise par l'administration fiscale dans un redressement³³⁵. Pour le Conseil d'État, la vente à soi-même des titres n'est pas en elle-même abusive. Les enjeux n'étaient pas mineurs. La qualification d'abus de droit aurait entraîné la clôture d'office du PEA, l'application du taux d'intérêt annuel de retard de 4,80 %, plus la pénalité de 80 % liée à l'abus.

2 – Ordre à écarts

200. Exécution aléatoire.

L'ordre à écarts est un ordre lié qui est assorti d'un écart de cours entre chacun des deux ordres simples (achat/vente) ou des options ou actifs sous-jacents le composant. Il comporte donc l'écart devant exister entre le cours des opérations de vente et le cours des opérations d'achat³³⁶, ce qui rend son exécution aléatoire. L'écart de cours est l'élément déclencheur de l'ordre, mais le prix d'achat peut le dépasser.

3 – Ordre d'abord et ensuite

202. Ordre d'exécution.

L'ordre d'abord et ensuite est également une variante de l'ordre lié, le donneur d'ordre imposant à l'intermédiaire un ordre d'exécution entre les deux ordres simples, de sens opposé, composant l'ordre complexe³³⁷. L'exécution de l'ordre d'abord et ensuite est plus ou moins aléatoire, selon que le donneur d'ordre fixe ou ne fixe pas des limites ou des écarts de cours devant exister pour chacun des ordres simples.

Chapitre 2 – Cadre des relations entre les parties à l'ordre

012. Présentation.

Pour qu'il ait la possibilité de passer des ordres de bourse, le donneur d'ordre doit avoir ouvert un compte auprès d'un intermédiaire, la convention de compte devant satisfaire à un certain nombre de mentions obligatoires. À l'occasion de l'ouverture du compte-titres, une

note d'information lui sera remise, destinée à l'éclairer sur les particularités du marché lorsqu'il entend intervenir sur les marchés à terme ou conditionnels. La note d'information marque le début de l'exécution du devoir d'information et de conseil qui pèse sur l'intermédiaire, dont l'étendue est tributaire, non des relations entre les parties, mais du degré de connaissance du donneur d'ordre et des risques inhérents au marché sur lequel le donneur d'ordre entend intervenir, et qui se manifeste tout au long des relations contractuelles entre les parties à l'ordre.

Section unique – L'établissement d'une convention de compte

014. Diversité de conventions.

Le donneur d'ordre⁴⁴ souhaitant intervenir sur un marché est obligé d'ouvrir un compte auprès d'un intermédiaire. L'hypothèse ici étudiée est celle du mandat pur et simple, soit les cas de l'article L. 321-1 du Code monétaire et financier, à l'exclusion du mandat de gestion. Deux solutions s'offrent au donneur d'ordre : soit d'ouvrir un compte directement auprès d'une entreprise d'investissement (C. mon. fin., art. L. 532-5, texte abrogé à compter du 3 janv. 2018), soit d'ouvrir un compte chez un intermédiaire agréé à collecter des ordres de bourse (établissement de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement : C. mon. fin., art. L. 531-1). Dans le premier cas, le client acquiert la qualité de donneur d'ordre à l'égard de l'entreprise d'investissement ; dans le second, l'entreprise d'investissement ignore l'identité du client, l'intermédiaire agréé intervenant en tant que commissionnaire. Le client n'a donc la qualité de donneur d'ordre que vis-à-vis de l'intermédiaire agréé.

Selon l'article L. 533-14 du Code monétaire et financier (issu de l'ordonnance n° 2007-544, du 12 avril 2007, à nouveau modifié par ord. 2016-827, puis par l'Ord. n° 2017-1107) : « Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille constituent un dossier incluant le ou les documents approuvés par eux-mêmes et leurs clients, où sont énoncés les droits et obligations des parties ainsi que les autres conditions auxquelles les premiers fournissent des services aux seconds. Pour l'application du premier alinéa, les droits et obligations des parties au contrat peuvent être déterminés par référence à d'autres documents ou textes juridiques. » La nouvelle version est entrée en vigueur le 3 janvier 2018. Par ailleurs, l'article L. 532-5 a été abrogé à compter de cette date. Les articles 314-20 et suivants du règlement général de l'AMF

d'avant 2018 détaillaient les informations que le prestataire devait transmettre au client, le moment de la transmission et les supports de communication de l'information, et notamment l'article 314-27, relatif à la fourniture d'information aux clients via un site Internet du prestataire et l'article 314-42 relatif aux frais.

L'application dans le temps des nouvelles dispositions du règlement général de l'AMF liées à la directive MIF était réglée de la sorte (anc. art. 314-58) : « Lorsque le prestataire de services d'investissement a conclu avec son client une convention avant le 1er novembre 2007, il communique au client avant cette date les modifications liées au respect des exigences introduites par le présent livre. L'absence de contestation par le client dans un délai de deux mois après cette communication vaut acceptation desdites modifications. »

Le nouveau règlement général de l'AMF (2018) comporte une disposition portant sur l'adaptation des conventions en cours aux règles de la MIF 2, l'article 314-10-1 : « Sans préjudice des dispositions de l'article 314-26, le prestataire de services d'investissement qui a conclu avec son client une convention avant le 3 janvier 2018 communique à ce client avant cette date les modifications liées au respect des exigences introduites par les dispositions du code monétaire et financier portant transposition des dispositions de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et des règlements européens complétant cette directive et celles introduites par le présent livre. L'absence de contestation par le client dans un délai de deux mois après cette communication vaut acceptation desdites modifications ». L'AMF a également publié la synthèse de cinq contrôles menés sur la connaissance et l'expérience des clients en matière d'investissement (v. communiqué AMF 18 oct. 2018, RDBF nov.-déc. 2018, p. 6).

Lorsqu'il ouvre un compte-titres chez un intermédiaire⁴⁵, le donneur d'ordre signe en même temps une convention dont l'objet est de fixer le cadre de ses relations avec le teneur du compte. Il y a donc d'une part, une convention d'ouverture de compte, qui doit être établie avant toute comptabilisation d'instruments financiers, et qui sert à comptabiliser les espèces et les instruments financiers reçus⁴⁶, et d'autre part, une convention de services écrite (AMF, règl. gén., art. 322-5 et s. et 322-80, devenu 322-68), les deux pouvant être matériellement réunies dans un même document⁴⁷. Depuis l'arrêté du 18 janvier 1999 portant homologation du titre VI du règlement général du Conseil des marchés financiers⁴⁸, il est également possible d'établir une convention de

tenue de compte-conservation d'instruments financiers (aujourd'hui AMF, règl. gén., art. 322-5 – C. mon. fin, art. L. 542-1, issu de la LSF n° 2003-706, du 1er août 2003, pour la liste des personnes pouvant être autorisées à fournir ce service)49, qui identifie les droits et obligations respectifs des parties. En d'autres termes, le donneur d'ordre peut passer une convention d'exécution d'ordres, ou une convention de réception et de transmission d'ordres, ou une convention de service de compensation, ou encore une convention de service de tenue de compte, ou enfin une convention de tenue de compte-conservation50. Lorsqu'il exerce à la fois pour le compte d'un même client les activités d'intermédiation et de gestion de portefeuille, le dépositaire teneur de compte doit ouvrir des comptes distincts.

Afin de renforcer la protection des droits du titulaire du compte-titres, en période de crise bancaire et boursière sans précédent depuis les années trente, une ordonnance n° 2009-15, du 8 janvier 2009, relative aux instruments financiers51, est venue préciser, à l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier, que le titulaire est présumé être propriétaire des titres financiers inscrits, et non simplement créancier de l'établissement qui tient le compte. L'article L. 211-16, issu de la même ordonnance, reconnaît, en liaison avec les travaux internationaux et européens, la protection du droit de propriété du titulaire du compte lorsque celui-ci a acquis les titres de bonne foi. L'obligation de résultat de restitution, qui pèse sur le dépositaire en droit français, envers le propriétaire des actifs, émeut certains praticiens de banque, au motif que d'autres droits européens, dont le droit luxembourgeois, pays dans lequel le fonds Luxalpha avait été créé (fonds ruiné par le scandale Madoff), ne prévoit qu'une simple obligation de moyens52. Des praticiens réclament l'alignement du droit français sur les moins-disants étrangers, pour ne pas pénaliser les banques françaises. La jurisprudence française a cependant fait prévaloir l'obligation de résultat53.

Ces différentes conventions doivent comporter un certain nombre de mentions obligatoires, pouvant être complétées par des mentions facultatives ; à l'occasion de leur établissement, une note d'information est remise au donneur d'ordre lorsque celui-ci envisage d'intervenir sur les marchés à terme ou conditionnels.

016. Mentions obligatoires.

Le contenu des mentions obligatoires est arrêté par les articles 322-5 et s. du règlement général de l'AMF54.

Le règlement général de l'AMF⁵⁵ distingue des mentions obligatoires communes aux différents types de conventions et des mentions spécifiques selon la nature de la convention conclue. Les mentions communes portent sur l'identité du client ainsi que sa qualité de résident pour les personnes physiques, sur les personnes habilitées à agir au nom du client, que celui-ci soit une personne morale ou une personne physique, sur la nature des services d'investissement proposés⁵⁶, et la catégorie des instruments financiers traités, la tarification des services, la durée de validité de la convention, les obligations de confidentialité du prestataire habilité.

Logiquement, la CJUE a jugé que le service de réception et de transmission d'ordres portant sur des instruments financiers ne comprend pas l'intermédiation en vue de la conclusion d'un contrat ayant pour objet une activité de gestion de portefeuille (CJUE 14 juin 2017, aff. C-678/15, D. 2017, p. 1249).

Les mentions spécifiques varient selon la nature de la convention conclue. Le nouveau règlement (2018) distingue selon que le teneur de compte-conservateur fournit ou ne fournit pas le service de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres au client.

Dans la 1^{ère} hypothèse (AMF, règl. gén., art. 322-5) : la convention définit les principes de fonctionnement du compte-titres et identifie les droits et obligations respectifs des parties. I. - Elle comporte les indications suivantes :

1. L'identité de la ou des personnes avec lesquelles est établie la convention :
 1. Lorsqu'il s'agit d'une personne morale, les modalités d'information du prestataire sur le nom de la ou des personnes habilitées à agir au nom de ladite personne morale ;
 2. Lorsqu'il s'agit d'une personne physique, sa qualité, le cas échéant, de résident français, de résident d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou de résident d'un pays tiers, en outre, le cas échéant, l'identité de la ou des personnes habilitées à agir au nom de ladite personne physique ;
2. La nature des services fournis ainsi que les catégories de titres financiers sur lesquelles portent les services ;

3. La tarification des services fournis par le teneur de compte-conservateur et le mode de rémunération de ce dernier ;
4. La durée de validité de la convention ;
5. Les obligations de confidentialité du teneur de compte-conservateur conformément aux lois et règlements en vigueur relatifs au secret professionnel.

II. - Elle précise également :

1. Les modalités selon lesquelles sont adressées au titulaire du compte-titres les informations prévues à l'article 322-12 ;
2. Les conditions d'envoi, par le teneur de compte-conservateur, des avis d'opérations sur titres, en fonction des réglementations propres au pays de résidence des intéressés et, le cas échéant, des restrictions posées par l'émetteur dans le prospectus d'émission. En cas de réglementation particulière ou de restriction, la convention prévoit les mesures prises en conséquence par le teneur de compte-conservateur ;
3. Si le teneur de compte-conservateur est également le prestataire qui fournit au client le service d'investissement de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres, les conditions dans lesquelles son client lui transmet ses ordres pour exécution et les conditions dans lesquelles le teneur de compte-conservateur mène à bonne fin et à bonne date le dénouement en cause, en empruntant si besoin les titres pour le compte du client ou en lui prêtant les espèces nécessaires ;
4. Les conditions, en particulier de délai, de transmission par le client de ses instructions relatives à une opération sur titres pour que ces instructions puissent être prises en compte par le teneur de compte-conservateur ainsi que les mesures adoptées par celui-ci si lesdites instructions ne lui sont pas transmises dans les conditions prévues par la convention. Dans le cas où ces mesures consistent en une cession systématique par le teneur de compte-conservateur des droits du titulaire, la convention le prévoit explicitement ;
5. Les informations prévues à l'article 49 du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 en

matière de modalités de détention des titres et de conditions d'utilisation de ces titres ;

6. Les informations relatives à la situation fiscale du détenteur de titres financiers dont le teneur de compte-conservateur doit disposer pour pouvoir s'acquitter de ses obligations professionnelles.

Le délai dont dispose le donneur d'ordre pour contester les conditions d'exécution de la prestation doit également être précisé⁵⁷ ;

Dans la seconde hypothèse (AMF, règl. gén., art. 322-5-1), la convention prévoit, sans préjudice des dispositions de l'article 322-5 :

1. Les conditions dans lesquelles le client transmet au teneur de compte-conservateur les instructions d'engager un processus de règlement-livraison ;
2. Le niveau, la nature et le moment de constitution de la provision titres ou espèces et, le cas échéant, de la couverture requis par le teneur de compte-conservateur pour le dénouement des opérations de règlement-livraison concernées ;
3. Sous réserve que les conditions prévues aux 1° et 2° soient satisfaites conjointement et que la convention ne requière pas que la provision soit constituée le jour du règlement-livraison, les modalités et conditions dans lesquelles le teneur de compte-conservateur effectue pour le compte du client, en vue d'assurer le dénouement de l'instruction :_- conformément au 1° de l'article 312-15, en cas de provision de titre insuffisante, un emprunt ou un rachat de titres, sauf conditions exceptionnelles de marché rendant impossible l'emprunt ou le rachat ;_- en cas de provision d'espèces insuffisante, un prêt d'espèces ;
4. Que, dans le cas particulier :
 - _ D'instruction de livraison du client au teneur de compte-conservateur de titres eux-mêmes à recevoir d'une opération appariée par le teneur de compte-conservateur et la contrepartie devant lui livrer les titres concernés ; et
 - _ De non-dénouement de cette dernière opération à la date prévue en raison de la défaillance de ladite contrepartie, le teneur de compte-conservateur prend, dès constatation du défaut, toutes les mesures nécessaires d'emprunt ou de rachat pour assurer le dénouement de l'instruction de livraison dans les meilleurs délais, sous

réserve que les conditions prévues aux 1° et 2° soient satisfaites conjointement, et sauf conditions exceptionnelles de marché rendant ces mesures impossibles ;

convention de service de compensation : conditions de constitution des couvertures, modalités d'appels de marge et dépôt de garantie, cas et conditions dans lesquels le prestataire peut procéder à la liquidation des positions et à la vente d'instruments financiers du client remis en couverture ;

convention de service de tenue de compte-conservation : modalités d'envoi de relevés mentionnant la nature et le nombre des instruments financiers inscrits en compte, ainsi que les informations prévues par la réglementation en vigueur relative à la tenue de compte-conservation.

Ces mentions ont pour finalité d'informer le donneur d'ordre dès son entrée en relation avec le prestataire de services d'investissement. Bien qu'obligatoires, elles ne sont assorties d'aucune sanction civile dans l'hypothèse où elles feraient défaut. Pour un auteur, il ne s'agit que de règles de preuve, et non de règles affectant au fond la validité des services rendus⁵⁸, de sorte que leur absence ne suffirait pas, ipso facto, à entraîner la nullité de la convention.

La pléthore de textes réglementaires a cependant une portée réduite à l'égard de l'investisseur. En effet, la jurisprudence considère que le défaut d'agrément de l'ex-CECEI (devenu l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) avec l'ordonnance n° 2010-76, du 21 janvier 2010, puis l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) avec la loi n° 2013-672, du 26 juillet 2013) pour pratiquer la transmission d'ordres pour compte de tiers reste sans incidence en termes de validité de la convention à l'égard du donneur d'ordre⁵⁹.

L'étendue des mentions obligatoires faisait l'objet de dispositions complémentaires sur le MATIF, et dépend aussi, de manière générale, du degré de compétence du donneur d'ordre.

S'agissant du MATIF, les mentions obligatoires devant figurer dans la convention étaient au nombre de cinq : les personnes habilitées à délivrer des ordres pour le compte du donneur d'ordre, le mode de passation des ordres, la rémunération du membre du marché et le cas échéant les frais accessoires aux transactions, le délai de contestation des ordres exécutés, et le mode de compensation. L'établissement de cette convention est une condition préalable à l'exécution de l'ordre, mais les règles du 4 février 2000 n'ont pas expressément repris ces conditions (art. M. 4-2-7 et s., en vigueur au 15 novembre 2004). Et sa signature ne peut intervenir qu'au moins sept jours après la date de réception de la note d'information.

S'agissant du degré de compétence du donneur d'ordre, la décision générale n° 96-03 du Conseil des bourses de valeurs (CBV), relative aux mentions devant figurer dans la convention conclue entre une société de bourse et un client professionnel, permettait d'assouplir les dispositions de la décision générale n° 89-18 lorsque le client était susceptible d'être qualifié de client professionnel⁶⁰, la décision générale n° 96-03 ne comportant cependant aucune définition des clients pouvant être qualifiés de clients professionnels⁶¹. L'allègement était toutefois très relatif, car les articles 3, 4 et 5 de la décision générale n° 96-03 prévoyaient de nombreuses mentions obligatoires, telles que les conditions de fonctionnement du compte, de transmission, d'exécution, de compte rendu de l'exécution des ordres, les délais de contestation sur l'exécution des ordres, les conditions dans lesquelles les opérations de règlement-livraison sont réalisées, les conditions de couverture des ordres, l'information de la société de bourse sur la situation financière du donneur d'ordre et les modalités de vérification des pouvoirs des mandataires. Cette démarche a été également suivie par l'article 321-68 ancien du règlement général de l'AMF, qui écartait l'application de la décision générale relative aux mentions obligatoires, sauf pour l'activité de compensation, lorsque le donneur d'ordre est un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée au Code monétaire et financier, article L. 531-2, ou un établissement non résident ayant un statut comparable. Dans le cadre de la MIF 2, les vérifications que doit faire le PSI sont prévues à l'article 322-6 du règlement général de l'AMF (2018).

018. Mentions facultatives.

À titre facultatif, les parties intervenant sur le MATIF pouvaient convenir de soumettre leurs litiges commerciaux à l'arbitrage organisé par l'AMF (AMF, règl. gén., art. 516-16) ; v. aujourd'hui (2018) l'article 516-3 du règlement.

020. Note d'information.

La remise d'une note d'information réglementaire, à l'ouverture du compte ou avant la transmission du premier ordre sur le marché, est prévue dans l'hypothèse d'une intervention sur les marchés à terme ou conditionnels, même lorsque le donneur d'ordre est un client professionnel. Cette obligation de remise pèse sur tout intermédiaire collecteur d'ordres. Elle fait intervenir un mécanisme bien connu du droit de la consommation⁶², le délai de réflexion, ici de sept jours

(AMF, règl. gén., art. 251-3), qui court à compter de la remise de la note, avant l'expiration duquel aucun ordre ni fonds ne peuvent être acceptés par l'intermédiaire, lorsque le donneur d'ordre n'intervient pas sur le marché à titre de profession habituelle⁶³. La directive n° 2002/65/CE du 23 septembre 2002 sur les services financiers commercialisés à distance, transposée par l'ordonnance n° 2005-648 du 6 juin 2005 et modifiée par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, ouvre au bénéfice du consommateur un droit de rétractation, la loi du contrat ne pouvant évincer les dispositions plus protectrices de la loi du lieu de résidence du consommateur⁶⁴. Mais les dispositions de la directive ne s'appliquent ni aux contrats soumis aux fluctuations du marché, ni aux opérations sur instruments financiers, ni aux services de réception-transmission et d'exécution d'ordres pour compte de tiers. Dans le cas du délai de réflexion de sept jours, il faut que le donneur d'ordre ait renvoyé une attestation écrite et signée de sa part, avec mention manuscrite de reconnaissance de la réception de la note d'information. L'entreprise de marché qui assure le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers à terme dont la France est l'État d'origine doit établir la note d'information décrivant l'organisation de ce marché, les opérations qui s'y font et les engagements incombant aux personnes qui y participent. L'obligation de remettre la note pèse sur les prestataires de services d'investissement, au profit de chaque donneur d'ordre avant l'ouverture du compte ou la transmission du premier ordre. La mention manuscrite est maintenue par l'article 251-3, in fine, ainsi que le délai de réflexion de sept jours. La notion de donneur d'ordre qui n'intervient pas sur le marché à titre de profession habituelle devient commune au MATIF et au MONEP. L'article 251-3 du règlement général de l'AMF, relatif aux relations des prestataires habilités avec leurs clients, y fait référence, en en faisant un minimum qui peut être complété⁶⁵.

022. Note d'information suite (marchés étrangers et de l'EEE).

La COB distinguait les obligations d'information à la charge de l'intermédiaire, au profit du donneur d'ordre, lorsque celui-ci entend passer des ordres soit sur un marché étranger reconnu, soit sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme de l'EEE. Selon les articles 251-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans cette dernière hypothèse, l'intermédiaire financier doit communiquer à chaque donneur d'ordre, ou lui transmettre par voie électronique, un certain nombre d'informations, portant notamment sur la nature du marché, les diverses modalités de passation des ordres, la nature

juridique des produits, leurs caractéristiques techniques et, s'il y a lieu, la justification des risques encourus et des rendements annoncés. De surcroît, si le donneur d'ordre n'intervient pas à titre de profession habituelle, l'article 251-3, alinéa 3, interdit à nouveau la réception de fonds ou d'ordres avant que l'intermédiaire n'ait reçu une attestation revêtue de la signature du donneur d'ordre, par laquelle celui-ci reconnaît avoir reçu les diverses informations préalablement mentionnées. Cette attestation ne doit être constituée que lors du premier ordre. Mais, dans cette situation (ordre passé sur un marché réglementé de l'EEE), aucun délai n'est imposé entre la réception de l'attestation et l'exécution du premier ordre, au contraire de l'hypothèse prévue à l'article 251-3 (ordre passé sur un marché étranger reconnu).

024. Portée de la note d'information.

En d'autres termes, la remise de la note d'information, en tant qu'elle doit être préalable à l'exécution des ordres, participe des conditions de formation de l'ordre de bourse sur les marchés à terme ou conditionnels, du moins lorsque le donneur d'ordre n'intervient pas sur le marché à titre de profession habituelle. Sa violation doit-elle être sanctionnée par la nullité de l'ordre ? Oui pour une partie de la doctrine⁶⁶, qui fait observer avec raison que la nullité est la sanction logique des conditions de formation des contrats⁶⁷. On rappellera aussi qu'en droit civil, les nullités ne sont pas, en principe, textuelles. Si tel devait être le fondement de l'obligation de remettre la note d'information (analysée comme une condition de formation de la convention imposée par la réglementation boursière), on devrait alors en déduire que la notion de réparation d'une faute est surabondante⁶⁸, de telle sorte que la nullité devrait être prononcée indépendamment de la preuve d'un préjudice subi par le donneur d'ordre⁶⁹. Non pour une autre partie de la doctrine, qui raisonne en termes de responsabilité pour violation de l'obligation d'information, auquel cas, effectivement, la condamnation de l'intermédiaire à des dommages-intérêts nécessite la double preuve d'une faute de sa part (le défaut de remise de la notice réglementaire ou l'acceptation d'un ordre dans le délai de sept jours) et d'un préjudice subi par le donneur d'ordre, ce qui ne se conçoit que si le donneur d'ordre n'avait pas de connaissances personnelles des risques inhérents au marché en cause⁷⁰, cas dans lequel le défaut d'information est bien en relation de cause à effet avec le préjudice subi. Resterait cependant à expliquer pourquoi la sanction d'une des conditions de formation d'une convention n'est pas la nullité, mais l'obligation d'information⁷¹. À notre sens, il convient de distinguer selon

que le donneur d'ordre intervient ou n'intervient pas sur le marché à titre de profession habituelle. Lorsqu'il n'intervient pas à titre de profession habituelle, un délai impératif de sept jours lui est imposé par la réglementation, paralysant la passation des ordres et même la simple réception de fonds, de telle sorte que la violation de ce dernier serait sanctionnée par la nullité de l'ordre, de nature absolue si l'on s'inspire de la jurisprudence rendue par le passé en matière de prêts immobiliers sur le fondement de l'ancien article L. 312-10 du Code de la consommation⁷², dans sa rédaction à la date des faits, encore que cette analyse soit actuellement des plus incertaines en raison de l'évolution de la jurisprudence de la Cour de cassation⁷³.

Ainsi, dans un arrêt postérieur relatif à une affaire où le formalisme du démarchage à domicile n'avait pas été respecté, la première chambre civile a retenu la qualification de nullité relative⁷⁴. Puis, certains auteurs ont considéré que la solution posée par un arrêt de la première chambre civile en date du 30 mars 1994 était devenue incertaine, sinon abandonnée, depuis un arrêt de la même chambre en date du 9 mars 1999⁷⁵. Cette analyse a été confirmée par un arrêt du 23 mars 1999⁷⁶, qui juge que l'irrégularité de l'offre préalable d'un crédit immobilier n'est plus sanctionnée par la nullité, mais par la déchéance des intérêts⁷⁷. Néanmoins, un arrêt du 18 janvier 2000⁷⁸ a jugé que le non-respect du délai de l'ancien article L. 312-10 du Code de la consommation, dans sa rédaction à la date des faits, entraîne l'irrégularité de l'acceptation, laquelle n'est pas susceptible de confirmation. Puis, par un arrêt du 15 mai 2001, la Cour de cassation est revenue sur la nature de la nullité en cas de violation de la réglementation du démarchage, qualifiée à présent d'absolue⁷⁹.

Enfin, lorsque seule est en cause l'obligation d'information, à l'exclusion du délai de réflexion ou de repentir, la Cour de cassation⁸⁰ considère que la nullité du contrat ne peut résulter du seul manquement aux exigences d'information sur les prix, formulées par l'ancien article L. 113-3 du Code de la consommation dans sa rédaction à la date des faits. En revanche, lorsque le donneur d'ordre intervient à titre de profession habituelle, la remise de la note n'est pas assortie d'un délai de latence et ne peut conditionner la validité de l'ordre. Aussi bien, convient-il de raisonner en termes d'obligation d'information, auquel cas la responsabilité de l'intermédiaire sera très rarement retenue, car le donneur d'ordre est un professionnel, en principe suffisamment éclairé sur les risques qu'il prend⁸¹. Par un arrêt du 13 février 2004⁸², la cour d'appel de Paris a refusé d'admettre la nullité de l'ordre dépourvu de couverture et transmis par Internet en violation de la décision générale du CMF n° 99-07 (devenue les articles 322-80 et

suiuants du règlement général de l'AMF), s'agissant d'un opérateur averti. La Cour de cassation s'est montrée nettement plus sévère, en faisant du blocage de l'ordre insuffisamment couvert, transmis par Internet, une obligation de résultat, dont la violation établit la responsabilité du prestataire⁸³.

La remise de la note d'information concourt à une connaissance adaptée des particularités des marchés à terme au profit du donneur d'ordre. Elle constitue aussi le signe du développement considérable de l'obligation d'information et de conseil que la jurisprudence, puis les règles de bonne conduite, mettent à la charge de l'intermédiaire, afin d'éclairer le donneur d'ordre, quelle que soit la nature de leurs relations, simple mandat de transmission d'ordres, ou mandat de gestion.

Notes de bas de page

1 –

Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, t. II, 17^e éd., 2004, LGDJ, par Delebecque P. et Germain M., n° 1872 ; biblio. indicative : de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 3^e éd., 2001, Litec ; Bonneau T. et Drummond F., Droit des marchés financiers, 3^e éd., 2010, Economica ; Auckenthaler F., Droit des marchés de capitaux, 2004, LGDJ ; Couret A. et Le Nabasque H. (dir.), Droit financier, 2^e éd., 2012, Dalloz précis ; Merville A.-D., Droit financier, 2014, Gualino ; Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, Domat, 2021, 3^{ème} édition. L'extrême instabilité de la matière assèche la recherche et les manuels à jour. Ce qui change en permanence est difficilement connaissable et intelligible. Sa compréhension nécessite d'importants efforts, rendus vains par la permanence même du changement. Comp. avec les propos complètement désabusés de Bréhier B., « MIF II : quels enjeux juridiques et quels impacts pour la conformité », Banque et droit n° 165, janv. févr. 2016, p. 4.

Les règles de fonctionnement de Clearnet (en date du 5 novembre 2003) débutent par une remarquable série de définitions juridiques de droit financier. Il en est de même avec l'article 4 de la directive n° 2004/39/CE concernant les marchés financiers du 21 avril 2004.

En raison de la mise en place par Euronext de la cote unique Eurolist en février 2005, les développements relatifs au Nouveau Marché

(lequel est remplacé par Alternext) ont été supprimés ; sur la nouvelle cote, v. Daigre J.-J., « Restructuration des marchés financiers français » : BJB janv. 2005, n° 32, p. 83. Par ailleurs, la directive MIF du 21 avril 2004 a entraîné une modification importante des développements relatifs aux obligations d'intermédiation et de concentration, ces dernières étant appelées à disparaître. Lorsqu'il est indiqué que l'article visé du règlement général de l'AMF est ancien, il s'agit de la version en vigueur jusqu'au 31 octobre 2007 inclus. Pour des raisons de contraintes éditoriales, la plupart des références aux textes anciens ont été supprimées.

2 –

La notion de prestataire de services d'investissement (PSI) recouvre les entreprises d'investissement – anciennes sociétés de bourse et sociétés de gestion de portefeuille –, les établissements de crédit habilités à fournir des services d'investissement, ainsi que les intermédiaires étrangers qui proposent leurs services en France au titre de la libre prestation de services. Le règlement général du CMF retenait une notion plus vaste, celle de prestataire habilité, qui englobait les PSI. La loi du 9 déc. 2016, dite Sapin 2, fait sortir à terme les sociétés de gestion de portefeuille faisant de la gestion collective de la liste des PSI, l'enjeu étant de les faire échapper à l'application des règles strictes de la MIF 2 ; v. pour le détail M. Storck, RDBF janv. févr. 2017, p. 65 ; v. aussi l'excellent article de I. Riassetto et M. Storck, La séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement, RDBF juill. août 2017, p. 15, pour l'évolution historique de la réglementation.

3 –

Didier P., Droit commercial. Le marché financier, les groupes de sociétés, t. III, 1993, PUF, p. 197 ; Didier P., Droit commercial. La monnaie, les valeurs mobilières, t. III, 1re éd., PUF, 1999.

4 –

Leborgne A., « Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier », RTD com. 1995, p. 261.

5 –

Sur la gestion de fait, v. infra.

6 –

Sur les recours éventuels des investisseurs déçus par les résultats de la société introduite, v. A. Maréchal, « Quels recours pour les déçus de la nouvelle économie ? » : LPA 21 déc. 2000, p. 4.

7 –

C'est-à-dire les Premier et Second Marchés, puis le marché des EDR (european depositary receipt) ouvert par Euronext en 1998, le Nouveau

Marché, le MONEP et le MATIF. La cote est devenue unique en février 2005. Pour une analyse des depositary receipts, v. V. Malassigné, BJB 2017, p. 24.

8 –

V. par exemple, sur l'instabilité des instructions : T. Bonneau, « Remarques d'humeur sur les nouvelles règles de marché » : BJB nov. 1997, p. 821, n° 142 ; du même auteur, de manière plus virulente, « Mort par overdose » : Dr. sociétés 2005, l'overdose frappant le lecteur qui tenterait de lire les textes produits en droit des marchés financiers ; G. Lesguillier, « L'imbroglie juridique des règlements généraux issus de la loi de modernisation des activités financières » : BJB mai 1997, p. 365, n° 39. Les modifications n'ont pas cessé en 1998, les changements ne se limitant pas au contenu des textes, mais portant aussi, ce qui est regrettable du point de vue de la sécurité juridique, sur la numérotation des articles, voire la numérotation des instructions ! Pour des raisons notamment liées aux conflits de normes dans le temps, le parti a été adopté d'indiquer les différents textes successifs, et leur date de changement, étant souligné que courant 2000, on plaidait encore sur les conséquences du krach de 1987 !

9 –

Sur cette idée, v. notamment Y. Guyon, « Rapport de synthèse. Droit du marché et droit commun des obligations » : RTD com. 1998, p. 121.

10 –

de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 2e éd., 1998, Litec, n° 539 ; Stoufflet J. et Deschanel J.-P. (coord.), Études sur le cours de bourse, 1997, Economica, spéc. sur les ordres de bourse ; v. aussi Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, t. II, 1987-1988, Les cours de droit, fasc. IV, p. 447, qui définit l'ordre de bourse comme « l'acte par lequel une personne qui désire acheter ou vendre en bourse des valeurs mobilières charge directement ou indirectement une société de bourse d'exécuter l'opération. »

11 –

Jurisprudence constante et pleinement fondée (le raisonnement présente une analogie avec la voie de fait en droit administratif) ; v. Cass. soc., 11 juin 1953 : Bull. civ., IV, n° 443 – Cass. 3e civ., 23 mai 1968 : RTD civ. 1969, p. 137 et s., spéc. p. 140, obs. Cornu G. – Cass. com., 26 avr. 1994, n° 92-15884 : Bull. civ., IV, n° 158 ; BJS juill. 1994, n° 221, p. 831, note Le Cannu P. En revanche, en matière de faute dolosive, la Cour de cassation décide à présent que la responsabilité est contractuelle, et non plus délictuelle ; v. Cass. 3e civ., 27 juin 2001, n° 99-21017 : Bull. civ., III, n° 83 ; JCP G 2001, II, 10626, note Malinvaud P.

12 –

À propos du report en bourse, v. Lucas F.-X., Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, thèse, 1997, LGDJ, n° 95 ; en faveur de la nature contractuelle des contrats financiers, v. Castres Saint-Martin-Drummond F., « Le contrat comme instrument financier », in Mélanges F. Terré, 1999, Dalloz, p. 661, n° 16.

13 –

Sur ce débat, v. Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, t. II, 17e éd., 2004, LGDJ, par Delebecque P. et Germain M., nos 1872 et 1905, pour le report en bourse, qui dénie la nature contractuelle. Comp. : Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, nos 380 et s., pour laquelle, sur les marchés réglementés, les ordres ont une nature mi-réglementaire, mi-contractuelle ; v. aussi Guillaumin V., « Le consentement échangé sur le marché financier », in L'échange des consentements, colloque de Deauville : RJ com. 1995, n° spécial, p. 133, pour qui la véritable contrepartie est le marché. Comp. avec Bonneau T., « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Banque éd., p. 83 et s., spéc. p. 92, qui, à propos des conventions-cadre de place, évoque la notion de statut légal du contrat ; plus radical encore, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse 2001, Paris II, nos 36 et s., qui réfute la nature contractuelle et synallagmatique de l'ordre de bourse, notamment à cause de l'importance des règles de marché et de l'enregistrement ; mais les parties peuvent contractualiser les règles de marché (v. TGI Paris, 7 nov. 2001, Azoulay : BJB janv. 2002, n° 4, p. 16, note Ruet L.), et l'enregistrement n'est plus une condition de validité de l'ordre de bourse ; v. aussi CA Paris, 14 mai 2004, n° 02/18955 : BJB sept. 2004, n° 122, p. 639, note Ruet L.

14 –

G. Cornu (dir.), Vocabulaire juridique, PUF, v. « Instruction ». Le terme d'instruction est aussi employé en matière de virement.

15 –

H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit de la bourse, Litec, 1998, 2e éd., n° 538 ; M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial. Banques et bourses, Montchrestien, 1991, t. VII, 3e éd. par L. M. Martin, n° 713 ; P. Didier, Droit commercial. Le marché financier, les groupes de sociétés, PUF, 1993, t. III, p. 197, qui écrit qu'en fait, il y a souvent six parties (deux donneurs d'ordres, et pour chacun, un

établissement de crédit et un prestataire de services d'investissement ou membre de marché).

16 –

J. Néret, Le sous-contrat, Thèse, LGDJ, 1979, nos 127 et s.

17 –

M. Vasseur, Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 501 ; G. Ripert et R. Roblot, Traité de droit commercial, LGDJ, 2004, t. II, 17e éd. par P. Delebecque et M. Germain, n° 1879 ; M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial. Banques et bourses, Montchrestien, 1991, t. VII, 3e éd. par L. M. Martin, nos 713 et 714 ; G. Cornu (dir.), Vocabulaire juridique, PUF, 2005, v. « Ordre » ; B. Sousi-Roubi et D. Lefranc, Lexique banque et bourse, Dalloz, 1997, 4e éd., v. « Ordre » ; P. Pétel, Les obligations du mandataire, Thèse, Litec, 1988, n° 421 ; A. Reygobellet, La notion de valeur mobilière, Thèse Paris II, 1995, n° 1185 ; B. Mallet-Bricout, La substitution de mandataire, Thèse Paris II, 1998, n° 64.

18 –

M. Vasseur, Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 501.

19 –

P. Didier, Droit commercial. Le marché financier, les groupes de sociétés, PUF, 1993, t. III, p. 198 : la société de bourse « agit en son nom propre, comme un commissionnaire et non comme un mandataire. Dès lors, elle est personnellement engagée envers l'autre partie et garante de l'exécution du contrat. Le contrat de négociation est donc un contrat qui intervient juridiquement, non pas entre le vendeur et l'acheteur, mais entre les deux sociétés de bourse qui ont été chargées de traiter pour le compte de ceux-ci » ; classant le SRD parmi le contrat de commission, v. J.-P. Bornet et B. de Saint Mars, « 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. Comp. avec D. R. Martin, qui qualifie l'ordre de bourse soit de procuration, soit de simulation, notamment de simulation par commission ; v. Les opérations boursières en Europe : vers un droit commun ?, Bruylant, Cahiers AEDBF, 2002, p. 25 ; pour une critique de l'expression de représentation imparfaite, v. M.-L. Izorche, « À propos du "mandat sans représentation" » : D. 1999, chron. p. 369, nos 16 à 19. Le prestataire de services d'investissement agit en son nom propre à l'égard de ses contreparties, et en tant que commissionnaire du croire, (la bonne fin de l'opération étant garantie), vis-à-vis du donneur d'ordre. En effet, selon C. mon. fin., art. L. 440-5 : « Les chambres de compensation peuvent décider, de façon non

discriminatoire, que leurs adhérents sont commissionnaires du croire à l'égard des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes » – v. aussi Régl. gén. AMF, art. 541-28 ; EO120-102.

20 –

V. en ce sens, D. Legeais, « Ordre de bourse, formation du contrat » : JCl. Banque et crédit, fasc. n° 1670, spéc. n° 3, qui cite CA Douai, 30 nov. 1948 : D. 1949, p. 173 – autre exemple : CA Rennes, 1er juill. 1997 : Ingénierie patrimoniale, suppl. RD bancaire et bourse n° 65, janv.-févr. 1998, p. 14, n° 5, obs. F.-X. Lucas.

21 –

V. Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103 : BJB avr. 2012, p. 164, n° 81, note I. Riassetto.

22 –

Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, nos 41 et s.

23 –

Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 18. Le droit positif admet parfaitement une telle superposition, même en présence d'une gestion de fait ou tacite ; v. par ex., CA Paris, 2 oct. 2001 : RTD com. 2002, p. 130, obs. Storck M.

24 –

Notamment pour les obligations d'information, de mise en garde, voire de conseil, et pour l'obligation de compte rendu : v. la fameuse affaire Nemegyei, Cass. com., 13 juin 1995, n° 93-17982 : Bull. civ., IV, n° 173 ; BJB sept. 1995, n° 66, p. 392, note de Vauplane H. ; D. 1996, jur. p. 71, note Najjar I. ; JCP G 1995, II 22501, obs. Storck M. – v. aussi CA Paris, 6 mai 1997, Mangeret : RD bancaire et bourse 1998, p. 16, n° 7, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. : « La société de bourse, simple mandataire d'un client averti, doit néanmoins l'informer des risques encourus et des règles de couverture » – Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-19579, Vilgrain : Bull. civ., IV, n° 313 ; BJB mars 1998, n° 34, p. 146, note Le Cannu P. (responsabilité du mandataire initial en raison de la gestion de ses substitués) ; Contrats, conc. consom. 1998, comm. 42, obs. Leveneur L. ; Dr. sociétés 1998, comm. 49, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse 1998, p. 37, obs. Hovasse H. ; RTD com. 1998, p. 384, obs. Storck M. ; JCP G 1998, II 10160, obs. Storck M. ; RD bancaire et bourse 1998, p. 147, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A.. Sur la possibilité et les conditions de la substitution de mandataire, v. Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-19579, Vilgrain : RTD com., 1998, p. 384, obs. Storck M. De manière générale, v. par ex., Cass. com., 14 oct. 1997, n° 95-13143 : Bull. civ., IV, n° 263 ; D. 1998, jur. p. 115, rapp. Rémy J.-P. : « L'ignorance par le mandataire

substitué de l'existence du mandant originaire n'empêche pas ce dernier d'agir contre lui. »

25 –

Storck M., Essai sur le mécanisme de la représentation dans les actes juridiques, thèse, 1982, LGDJ, nos 137 et s. ; spéc. en droit boursier, v. Cass. 1^{re} civ., 19 mars 1996, n° 94-14934, Mori c/ GP Finance : Bull. civ. I, n° 140 ; BJB sept. 1996, n° 79, p. 507, et la note de Ruet L. : « En présence à la fois d'un mandat de gestion de portefeuille et d'un ordre de vente émanant du même client, la société de gestion de portefeuille ne commet aucune faute en exécutant l'ordre de vente, même si cet ordre s'avère néfaste. Par ailleurs, la société de gestion n'est pas tenue d'apprécier l'opportunité d'ordres précis et réguliers transmis par le client, alors que l'évolution des marchés financiers est extrêmement difficile à prévoir » – Cass. com., 16 févr. 1999, n° 96-21069, Épx Martin-Ruiz : Dr. sociétés 1999, comm. 63, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse 1999, p. 101, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. V. aussi, Cass. 1^{re} civ., 5 févr. 2002, n° 99-20895 : Bull. civ. I, n° 40 ; JCP G 2003, II 10029, note Martin D.-R. (un mandat stipulé irrévocable est toujours révocable).

26 –

Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 233 : « Le devoir de conseil fait partie du service le plus complet possible attendu d'un professionnel rémunéré qu'il a choisi par préférence à ses concurrents. C'est la raison pour laquelle le banquier simplement chargé de transmettre un ordre de bourse se verra parfois reprocher d'avoir failli à ses devoirs à l'égard du donneur d'ordre parce qu'il n'aura pas accompagné son intervention d'un conseil de prudence », et les références jurisprudentielles citées note 7, p. 152 ; v. aussi Lucas F.-X., Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, thèse, 1997, LGDJ, p. 43, note 120 ; Depondt A., « La responsabilité des professionnels de la gestion de patrimoine et la réglementation de leurs activités » : Dr. et patr. 1997, p. 24 et s., spéc. p. 31, qui refuse expressément de distinguer obligation d'information et devoir de conseil, même en dehors de tout mandat de gestion ; Piniot M.-C., « Opérations de bourse : responsabilité des intervenants » : RJDA 1/95, chron. spéc. p. 5, qui fait référence à un droit au conseil. Il y a trois bonnes raisons de retenir une telle solution : le mandataire est ici un professionnel rémunéré, qui bénéficie d'un monopole, et la relation est contractuelle. L'obligation faite au mandataire professionnel d'exécuter les instructions précises du mandant ne le dispense pas d'un devoir de mise en garde ou de déconseiller, voire de conseil, sauf hypothèse de l'urgence qui prive le

mandataire du temps nécessaire à l'exécution du devoir de mise en garde. Sur ce débat, EO110-026 et s.

27 –

de Vauplane H., par ex., note sous CA Versailles, 30 mai 1996 : Banque et droit n° 50, nov.-déc. 1996, p. 28 – Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 et Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16082 : BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. – Cass. com., 18 févr. 1997, n° 94-21644, Mlle Beaufrère : Bull. civ. IV, n° 51 ; BJB mai 1997, n° 40, p. 369, note de Vauplane H., l'auteur se contredit lui-même sur l'existence ou l'absence d'une obligation de conseil (comp. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 1994, Litec, 1994, n° 279, et surtout avec la 2e éd., 1998, nos 989 et s., spéc. p. 837 : « Le domaine de cette obligation de conseil et de renseignement va en effet au-delà de la simple obligation d'information »).

28 –

De manière générale, v. C. consom., art. L. 111-1 – pour le devoir absolu de conseil du notaire, v. Cass. 1re civ., 10 juill. 1995, n° 93-16894 : Defrénois 30 nov. 1995, n° 36210, p. 1413, obs. Aubert J.-L. – Cass. 1re civ., 13 nov. 1997, n° 95-20123 : Bull. civ. I, n° 308 ; Gaz. Pal. 15 janv. 1998, pan. p. 24 – pour le devoir absolu de conseil de l'avocat, v. Cass. 1re civ., 29 avr. 1997, n° 94-21217 : Bull. civ. I, n° 132 ; JCP G 1997, II 22948, obs. Martin R. ; Contrats, conc. consom. 1997, comm. 111, obs. Leveneur L. ; Resp. civ. et assur. 1997, chron. n° 19, par Groutel H. – pour le devoir absolu de conseil de l'avoué, v. Cass. 1re civ., 24 juin 1997, n° 95-10629 : Bull. civ. I, n° 214 ; Contrats, conc. consom. 1997, comm. 162, obs. Leveneur L. ; Resp. civ. et assur. 1997, comm. 339 ; JCP G 1997, II 22970, obs. du Rusquec E. ; D. 1998, somm. n° 198, obs. Jourdain P., qui écrit que l'obligation de conseil « s'impose simplement de façon uniforme à l'égard de tous et sans distinction », et qui pronostique son extension à d'autres mandataires professionnels.

29 –

En matière boursière, v. CA Paris, 6 mai 1997, Mangeret : RD bancaire et bourse 1998, p. 16, n° 7, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. : « La société de bourse, simple mandataire d'un client averti, doit néanmoins l'informer des risques encourus et des règles de couverture » – Cass. com., 18 févr. 1997, n° 94-21644, Mlle Beaufrère : Bull. civ. IV, n° 51 ; BJB mai 1997, n° 40, p. 369, note de Vauplane H. ; JCP G 1997, IV 805 – Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 : Bull. civ. IV, n° 282 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. ; JCP G 1997, IV 132 – Cass. com., 5 nov. 1991, n° 89-18005, Buon : Bull. civ. IV, n° 327 ; BJB mai 1993, n° 56, p. 292, note Peltier F. ; Dr. sociétés 1992,

comm. 21, obs. Hovasse H. – pour l'épilogue, v. Cass. com., 27 janv. 1998, n° 93-18672, Buon : Bull. civ. IV, n° 41 ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 31, obs. de Vauplane H. : dans son arrêt de 1991, si elle écarte l'obligation de conseil en présence d'un simple contrat de dépôt de titres, la Cour de cassation impose quand même une obligation de mise en garde, ce qui va au-delà de la simple obligation d'information ; plus restrictif, mais le donneur d'ordre était lui-même un professionnel des marchés financiers, auteur de plusieurs ouvrages, v. Cass. com., 7 avr. 1998, n° 96-16373, Sté Savour Club : Bull. civ. IV, n° 133 ; 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, obs. Storck M. ; JCP G 1998, IV 2299 – et aussi, Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-17594, Rouvroy : Bull. civ. IV, n° 314 ; BJB mars 1998, n° 33, p. 142, note de Vauplane H. ; RD bancaire et bourse 1998, p. 16, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; Dr. sociétés 1998, comm. 34, obs. Hovasse H. ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 31, obs. de Vauplane H. : le donneur d'ordre avait une rare connaissance des règles du marché boursier – de manière générale, v. Cass. 1^{re} civ., 9 mai 1996, n° 94-15275 : Bull. civ. I, n° 194 ; Defrénois 15 sept. 1996, n° 36381, p. 1029, obs. Aubert J.-L.

30 –

L'ordre est commercial pour l'une des parties, civil pour l'autre.

31 –

D. Ponton-Grillet, « La spéculation en droit privé » : D. 1990, chron. p. 157 ; D. Legeais, « Ordre de bourse, caractère civil ou commercial, compétence, preuve » : JCl. Banque et crédit, fasc. n° 1675, n° 6.

32 –

Cass. req., 16 déc. 1946 : JCP G 1947, IV, 21 : caractère spéculatif et commercial de chacune des huit opérations à terme passées, l'enjeu étant la validité de la clause compromissoire – plus récemment, v. CA Lyon, 31 oct. 1991, Ollier : Dr. sociétés 1993, comm. n° 103, obs. H. Hovasse : validité d'une clause compromissoire concernant des opérations passées par un particulier sur le MATIF – également T. com. Paris, 23 avr. 1999, SCI du Rond Point : caractère commercial des ordres de bourse passés par la SCI sur le RM, alors que la fréquence était légèrement inférieure à 10 ordres/mois (enjeu : compétence du tribunal de commerce). Sur l'arbitrage, 042.

33 –

Critère de M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial. Banques et bourses, Montchrestien, 2^e éd., nos 1823 et 1831. Ce qui est en cause ici, ce n'est pas l'intention de revendre, mais le délai séparant l'acte d'achat de celui de revente.

34 –

La qualification d'acte de commerce ressort de l'importance et de la multiplicité des ordres transmis, ainsi que de leur finalité, c'est-à-dire l'intention spéculative ; v. par ex., Cass. civ., 30 juill. 1912 : DP 1914, I, p. 86 ; Grands arrêts jurispr. com., 2e éd., p. 32, note R. Houin – CA Paris, 16 juin 1964 : RTD com. 1965, p. 357, obs. A. Jauffret – CA Paris, 17 juin 1971 : JCP G 1971, II, 16817 (enjeu : recours à la clause compromissoire).

35 –

V. par ex., CA Paris, 10 mars 1934 : S. 1934, 2, p. 176 : une opération à terme ponctuelle, dénouée par le paiement d'une simple différence, est un acte de commerce par nature – également CA Colmar, 16 juin 1982 : Gaz. Pal. 1983, 1, somm. n° 114 : caractère commercial d'un achat unique de titres destinés à être revendus, dès lors que le caractère spéculatif est démontré. Il s'agit donc d'actes de commerce isolés pouvant être accomplis par une personne civile. Cette jurisprudence montre aussi que l'intention spéculative ne se ramène pas au critère d'habitude, qu'elle en est autonome. Dans l'arrêt de la cour d'appel de Colmar précité, la preuve du caractère spéculatif a été déduite de ce que l'achat de valeurs avait été fait dans le seul dessein de les revendre avec bénéfice, opération assez éloignée d'une gestion de patrimoine en bon père de famille. Pour une présentation inverse de la jurisprudence, où la règle serait l'impossibilité pour un non-commerçant de faire un ordre de bourse isolé de nature commerciale, présentation qui ne nous paraît pas conforme au droit positif.

36 –

Exemple : avec 20 000 _ en espèces sur son compte, le donneur d'ordre achète pour 100 000 _ de telle valeur. Si l'ordre n'est ni dénoué avant l'échéance, ni reporté à l'arrivée de celle-ci, le donneur d'ordre sera exécuté en bourse au terme du mois boursier. L'utilisation de l'effet de levier implique donc nécessairement le caractère fortement spéculatif de l'ordre, même unique, qui doit normalement se dénouer par le versement d'une simple différence, et, partant de là, son caractère commercial. Le raisonnement est imparable : puisqu'il achète avec de l'argent qu'il n'a pas ou, vend des titres qu'il ne détient pas davantage, grâce aux effets de levier, le donneur d'ordre est bien obligé, à très court terme, de revendre ce qu'il a acheté, ou de racheter ce qu'il a vendu, que l'opération se soit soldée par un gain ou une perte. En d'autres termes, le recours aux effets de levier implique automatiquement la qualification commerciale. Exemple : celui qui achète pour 10 M_ de titres France Telecom, alors qu'il n'a que 2 M_ sur son compte, ne pourra jamais effectuer les opérations de

règlement-livraison à l'échéance du terme, et fournir les 8 M_ qui lui manquent. De tels comportements, effectués sur le très court terme, n'ont rien de civil, et il nous semble aberrant que la réglementation permette de telles spéculations.

37 –

Conception critiquée par D. Ponton-Grillet, « La spéculation en droit privé » : D. 1990, chron. n° 157, spéc. n° 5. Les ordres de bourse complexes ou mixtes illustrent principalement ce type d'hypothèses, 202. Pour la mise en œuvre du critère fondé sur le délai séparant la revente de l'achat, et refusant la qualification d'acte de commerce pour un intervalle de six mois, v. TGI Paris, 25 juin 1990 : Juris-Data n° 1990-042528. Comp. : G. Ripert et R. Roblot, Traité de droit commercial, LGDJ, 1996, t. I, 16e éd. par M. Germain, nos 302 et 326, pour qui l'ordre de bourse ne peut être commercial que par sa cause, s'il est fait dans une intention de spéculation.

38 –

Cass. req., 9 juin 1942 : Gaz. Pal. 1942, 2, p. 58 : qualification commerciale admise en raison de l'intention spéculative.

39 –

CA Paris, 22 déc. 1958 : D. 1959, somm. n° 54 : primauté, dans cette affaire, du critère fondé sur la répétition.

40 –

de Juglart M. et Ippolito B., Traité de droit commercial. Banques et bourses, t. VII, 3e éd., 1991, Montchrestien, par Martin L.-M., n° 570 ; Cass. req., 22 janv. 1936 : Gaz. Pal. 1936, 1, p. 292 (enjeu : mise en faillite du donneur d'ordre, au sens strict du terme) – Cass. com., 12 nov. 1947 : Bull. civ. II, n° 30 ; RTD com. 1948, p. 695, obs. Houin R. (enjeu : mise en faillite du donneur d'ordre) – CA Aix-en-Provence, 15 avr. 1959 : RTD com. 1959, p. 494, obs. Houin R. (enjeu : mise en faillite du donneur d'ordre) – CA Paris, 13 janv. 1976 : JCP G 1977, II 18576, note Boitard M. ; RTD com. 1977, p. 74, obs. Jauffret A. ; Journ. not. 1977, IV, n° 10, p. 75, obs. Vasseur M. (l'enjeu était ici la compétence des tribunaux de commerce) : hypothèse de la spéculation et non du placement, en raison de la fréquence et de l'importance des opérations de bourse ; le spéculateur d'habitude, qui ne justifie d'aucune autre activité ou source de revenus, est un commerçant. Les arrêts cités, relatifs à la mise en faillite, admettent la qualification de commerçant, alors même que le donneur d'ordre avait une profession civile. Cette jurisprudence est critiquée par Ponton-Grillet D., « La spéculation en droit privé » : D. 1990, chron. p. 157 ; v. aussi Merville A.-D., La spéculation en droit privé, thèse 2001, Paris I, nos 351 et s.,

sur les rapports d'exclusion entre droit de la consommation et spéculation commerciale.

41 –

Pollaud-Dulian F., « L'habitude en droit des affaires », in Études A. Sayag, 1997, Litec, p. 349 et s., spéc. p. 355 : « La qualification de profession implique la répétition et l'intention, c'est-à-dire l'habitude circonstanciée. »

42 –

Conformément à C. com., art. L. 121-1.

43 –

Cass. req., 22 janv. 1936 : Gaz. pal. 1936, 1, p. 292 – Cass. com., 12 nov. 1947 : Bull. civ. II, n° 30 ; RTD com. 1948, p. 695, obs. Houin R. – CA Aix-en-Provence, 15 avr. 1959 : RTD com. 1959, p. 494, obs. Houin R.

44 –

À notre sens, l'utilisation de manière habituelle (quelques ordres seulement suffisent) de l'effet de levier (coefficient multiplicateur de 5 pour le RM, s'agissant des espèces) confère au donneur d'ordre (qui vend ce qu'il n'a pas et achète sans avoir les fonds correspondants) la qualité de commerçant.

45 –

Comp. avec Cass. crim., 17 nov. 1998, n° 97-81754 : Dr. pén. 1999, comm. 44, p. 13, obs. Robert J.-H. : devient commerçant de fait et coupable de travail dissimulé (C. trav., anc. art. L. 324-10, devenu art. L. 8221-1) le salarié qui procède à l'achat et à la revente de seulement sept ou huit véhicules d'occasion.

46 –

Pour un exemple, v. T. com. Paris, 23 avr. 1999, SCI du Rond Point : caractère commercial des ordres de bourse passés par la SCI sur le RM, alors que la fréquence était légèrement inférieure à 10 ordres/mois (enjeu : compétence du tribunal de commerce).

47 –

Sur ces conséquences, v. Cozian M. et Viandier A., Droit des sociétés, 1988, 11e éd., Litec, n° 300 ; Cass. 3e civ., 5 juill. 2000, n° 98-20821 : Bull. civ. III, n° 136 ; BJS déc. 2000, n° 289, p. 1171, note Couret A. ; D. 2000, AJ p. 422 ; Dr. sociétés 2000, comm. 151, obs. Bonneau T. ; Rev. sociétés 2001, p. 100, note Saintourens B. ; D. 2002, jur. p. 477, note Hallouin J.-C. ; Merville A.-D., La spéculation en droit privé, thèse Paris I, 2001, n° 514 ; Viala Y., « La société civile à objet commercial » : BJS oct. 2002, n° 223, p. 1018.

48 –

V. Cass. 1^{re} civ., 22 sept. 2016 n° 15-18858, cassation : D. 2016, p. 1924 ; l'arrêt ne porte pas sur les OSRD, mais sur une opération d'épargne ; sur le caractère très contestable de cette solution en matière d'OSRD, v. notre article Quelle qualification juridique pour les débits en compte consécutifs à des opérations à découvert, in Mélanges AEDBF-France VI, 2013, p. 621).

49 –

M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial. Banques et bourses, Montchrestien, 1991, t. VII, 3^e éd. par L. M. Martin, nos 619 et 644.

71 –

CA Paris, 12 juill. 1993, Warny SA : Gaz. Pal. 1993, 2, somm. p. 589 ; v. les excellentes remarques du conseiller Leclercq P., « Opposabilité limitée des usages conventionnels et des conditions générales professionnelles » : RJDA 10/98, chron. p. 783. Comp. avec l'analyse de certains praticiens, qui n'envisagent pas la question : Thielland J., Brossard H.-P., Patin B. et Fromont G., « La preuve de la passation des ordres de bourse », Gaz. Pal. 1992, doct. p. 830.

72 –

Peltier F., Marchés financiers et droit commun, Banque éd., 1997, n° 168 : selon cet auteur, l'arrêt qu'il cite (CA Paris, 18 mars 1991, Muntz : Rev. sociétés 1991, p. 554, note Le Cannu P. ; D. 1991, jur. p. 591, note Martin D.-R.) a rejeté la prétention de la société de bourse qui entendait rapporter la preuve de l'ordre contre le donneur d'ordre en produisant des copies d'états informatiques, pour justifier des ordres passés (la décision est inexactement référencée ; si la première référence est exacte, la seconde n'a rien à voir et concerne une autre affaire : CA Paris, 12 juin 1991, Pagliani : D. 1991, jur. p. 591, note Martin D.-R., dans laquelle la cour donne raison à l'intermédiaire, en refusant de retenir la responsabilité du gérant de portefeuille, notamment parce que la cliente se gardait de critiquer des achats précis). Comp. avec l'obligation de loyauté dans la constitution des preuves, que ne respecte pas l'enregistrement des communications téléphoniques réalisé à l'insu du cocontractant, v. CA Paris, 15 mai 1998 : D. 1998, IR p. 196 ; admettant, au contraire, l'utilisation d'enregistrements de conversations téléphoniques réalisés à l'insu de l'interlocuteur, v. Cons. conc., 8 sept. 1998 : Contrats, conc. consom. 1999, comm. 25, obs. Malaurie-Vignal M. – Déc. COB, 15 déc. 1998 : Banque et droit n° 64, mars-avr. 1999, p. 35 et s., obs. de Vauplane H. (pour la preuve de la détention d'une information privilégiée) et Cons.

conc., 5 déc. 2005 : D. 2006, p. 225, obs. Chevrier E. Mais la Cour de cassation a jugé que le procédé était déloyal : v. Cass. com., 3 juin 2008, n° 07-11981 : D. 2008, p. 1687.

73 –

CA Paris, 18 mars 1991, Muntz : Rev. sociétés 1991, p. 554, note Le Cannu P., lequel souligne avec raison que la cour a écarté du débat les copies d'états informatiques « sans raison explicite » (v. supra n° 4). La raison peut être la suivante : l'interdiction de se forger des preuves à soi-même et le fait que le listing informatique peut ne pas être extérieur à la personne du créancier, notamment lorsque la gestion de l'information des clients n'est pas confiée à un tiers ; sur ces difficultés, v. par ex., Cass. com., 9 nov. 1993, n° 92-10038 : Contrats, conc. consom. 1994, comm. 1, obs. Leveneur L. – Cass. 1re civ., 2 avr. 1996, n° 93-17181 : LPA 24 janv. 1997, p. 19, note D. Gutmann ; Contrats, conc. consom. 1996, comm. 119, obs. L. Leveneur ; RTD civ. 1997, p. 136, obs. Mestre J. – Cass. 1re civ., 23 juin 1998, n° 96-11486 : Bull. civ. I, n° 220 ; Contrats, conc. consom. 1998, comm. 141, obs. Leveneur L. ; RTD civ. 1999, p. 402, obs. Mestre J.

74 –

Parléani G., « Un texte anachronique : le nouvel article 109 du Code de commerce » : D. 1983, chron. p. 65 ; Ruet L., « Quelques remarques sur l'office du juge et la preuve en droit commercial » : RTD com. 1991, p. 151. Contrairement à ce qu'affirment certains auteurs (v. par ex., de Juglart M. et Ippolito B., Traité de droit commercial. Banques et bourses, t. VII, 3e éd., 1991, Montchrestien, par Martin L.-M., n° 721), la preuve des actes de commerce passés par des non-commerçants n'est plus libre depuis l'entrée en vigueur de la loi du 12 juillet 1980.

75 –

Cass. com., 9 nov. 1993, n° 92-10038 : Contrats, conc. consom. 1994, comm. 1, obs. Leveneur L. – Cass. 1re civ., 2 avr. 1996, n° 93-17181 : LPA 24 janv. 1997, p. 19, note Gutmann D. ; Contrats, conc. consom. 1996, comm. 119, obs. Leveneur L. ; RTD civ. 1997, p. 136, obs. Mestre J. – Cass. 1re civ., 23 juin 1998, n° 96-11486 : Bull. civ., I, n° 220 ; Contrats, conc. consom. 1998, comm. n° 141, obs. L. Leveneur ; RTD civ. 1999, p. 402, obs. Mestre J. – Cass. soc., 11 mai 1999, n° 97-41245 : Bull. civ. V, n° 209 ; JCP G 2000, II 10269, obs. Puigelier C.

76 –

Cass. com., 10 mai 1994, n° 91-18609, Polichouk : BJB juill. 1994, n° 72, p. 392, obs. de Vauplane H. ; RJDA 1/95, n° 31 ; D. 1995, somm. p. 198, obs. Bon-Garcin I. ; EO110-134.

77 –

Le 15 mars 1999, la COB avait établi une recommandation n° 98-05, immédiatement applicable, relative à l'information financière transmise sur le Web ; v. commentaire Ronchevsky N. : RTD com. 1999, p. 152 ; Bull. COB n° 329, nov. 1998, p. 149 – pour les forums de discussion sur Internet, v. Recomm. COB n° 2000-02 : RTD com. 2001, p. 185 et p. 940, obs. Rontchevsky N. ; Bull. COB n° 351, nov. 2000, p. 53 ; v. Saint-Geours J., « Les activités financières et Internet », LPA 10 nov. 1999, p. 22.

Le CMF avait lui aussi pris une décision n° 99-07 du 15 septembre 1999 : BJB nov. 1999, p. 618, n° 130, dont les articles 5 et 6 devenus l'article ancien 314-63 du règlement général de l'AMF (abrogé depuis 2018), prévoient l'établissement d'une convention spécifique sur les modes de preuve des ordres transmis via Internet ; v. aussi EO110·016, EO110·020 et EO110·120 et s.

78 –

La longueur de la clé dépend du système de télé-transmission de l'intermédiaire. Certains systèmes permettent des clés composées de sept signes (au lieu de quatre pour la carte de paiement !). Lorsqu'un clavier d'ordinateur est utilisé pour taper la clé, l'ensemble des signes alpha-numériques sont disponibles (lettres, chiffres, ponctuation, majuscules, minuscules), y compris les caractères spéciaux. La probabilité de percer un code composé de tels signes dans une suite dépourvue de sens est donc quasiment nulle, ce qui authentifie l'origine de l'ordre et sécurise les télé-transmissions (la tape du code est représentée sur l'écran par des carrés ou des cadenas noirs), d'autant que la tape de ce code doit elle-même être précédée par la tape du code d'abonnement au serveur. Lorsque le prestataire de services d'investissement fournit le service de réception et transmission d'ordres via Internet, la convention de services : 1° Précise de manière expresse les modes de preuve propres à la réception d'ordres via Internet ; 2° Décrit les équipements alternatifs mis à la disposition du client en cas d'interruption prolongée du service ; 3° Précise que le prestataire assume la responsabilité de la bonne exécution de l'ordre, après que la confirmation de prise en compte de l'ordre a été adressée au client et dès l'instant où ce dernier a confirmé son accord. ; v. Ruet L., « La réglementation de l'utilisation d'Internet dans la passation des ordres de bourse » : Comm. com. électr. mars 2000, chron. p. 9 à 14. En matière de carte de paiement bancaire, la Cour de cassation a augmenté la sécurité des utilisateurs en refusant d'admettre que la tape du code secret faisait présumer la faute lourde ; v. Cass. com., 2 oct. 2007, n° 05-19899 : Bull. civ. IV, n° 208 ; LPA 14 mars 2008, p. 13, note J. Boulaire ; D. 2007, p. 2604, obs. Avena-Robardet V. – Cass. 1re

civ., 28 mars 2008, n° 07-10186 : Bull. civ. I, n° 91 ; D. 2008, p. 1136, obs. Avena-Robardet V.

79 –

Comp. avec les propositions du rapport du Conseil d'État sur Internet et les réseaux numériques, La Documentation française, 1998, en faveur de la reconnaissance de documents électroniques tenant lieu d'écrit, à condition que la signature électronique soit fiable et que le document soit conservé sur un support durable ; et l'entretien avec Mme I. Falque-Pierrotin, rapp. gén. : LPA 9 sept. 1998, p. 3.

80 –

Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-14251 : Bull. civ. IV, n° 315 ; D. 1998, jur. p. 192, note Martin D.-R. ; JCP E 1998, 178, note Bonneau T. ; JCP G 1998, II 10097, obs. Grynbaum L. ; Catala P. et Gautier P.-Y., « L'audace technologique à la Cour de cassation : vers la libération de la preuve contractuelle » : JCP G 1998, act. 21 et 22 ; v. déjà les réflexions de M. le conseiller Leclercq P., « La production et l'appréciation des actes dématérialisés devant les juridictions civiles ou commerciales » : Rapp. C. cass. pour 1996, p. 143, La Documentation française, 1997 – beaucoup plus en retrait quant à la portée et la valeur probante d'une télécopie contestée, v. Cass. 1re civ., 28 mars 2000, n° 97-18028 : Bull. civ. I, n° 106 ; D. 2000, AJ p. 276, obs. Faddoul J.

81 –

D. n° 98-102, 24 févr. 1998, définissant les conditions dans lesquelles sont agréés les organismes gérant pour le compte d'autrui des conventions secrètes de cryptologie en application de l'article 28 de la loi n° 90-1170 du 29 décembre 1990 sur la réglementation des télécommunications ; puis libéralisation du régime de la cryptologie (ou cryptographie) avec les décrets nos 99-200 et 99-199 et arrêté du 17 mars 1999 : JCP G 1999, III 20059 à 20061. En dépit de l'abrogation de la loi n° 90-1170, du 29 décembre 1990, et de celle du 26 juillet 1996 par la LCEN du 21 juin 2004, les décrets d'application de 1998 et 1999 de la loi de 1990 restent pour le moment en vigueur, ce qui constitue une curiosité juridique.

82 –

Sur ces différents aspects, v. Ruet L., « La réforme du droit de la preuve opérée par la loi du 13 mars 2000 et les transactions financières », BJB mai 2000, n° 49, p. 219. La Cour de cassation semble même remettre en cause l'article 1326 devenu 1376 du Code civil et l'exigence de mention manuscrite ; v. Cass. 1re civ., 13 mars 2008, n° 06-17534 : Bull. civ. I, n° 73 ; D. 2008, p. 1956, note Maria I. : dans cet arrêt, elle admet qu'une simple mention dactylographiée

puisse valablement remplacer la mention manuscrite, en tant que preuve, sous la condition du rattachement au signataire de l'acte.

83 –

Pour un bon exemple, v. TA Nice, 16 oct. 1997 : Dr. sociétés 1998, comm. 82, obs. Pierre J.-L. : sur une année, le donneur d'ordre avait passé 159 ordres portant sur 160 574 titres représentant 191 valeurs différentes pour un montant net de 23 693 516 F ayant généré un gain net de 841 428 F ; jugé que ces opérations caractérisaient un comportement habituel de nature à placer le requérant dans le champ d'application de l'article 92, 2, du Code général des impôts. L'administration fiscale semble relativiser le critère tiré du nombre d'ordres passés, pour tenir compte de l'évolution des techniques de transmission (v. Rép. min. n° 47394 : JO AN Q 29 janv. 2001, p. 610). Le Conseil d'État a lui aussi modifié la définition d'opérateur habituel sous l'angle fiscal, en modifiant son objet, mais sans être pour autant précis. Dans un arrêt Boniface du 14 février 2001 (n° 189572 : RJF 5/01, n° 614 ; Dr. sociétés 2001, comm. 105, obs. Pierre J.-L.), il a été décidé que l'opération de bourse à titre habituel s'entend comme celle qui est effectuée dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations (v. aussi CE, 3 févr. 2003, n° 232040 : RJF 12/03, p. 943, obs. Olléon L. [utilisation habituelle du report en bourse]). La formule n'est pas satisfaisante car elle aboutit à définir le spéculateur d'habitude par la périphrase de personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Mais précisément, il s'agit de savoir si la personne objet du redressement s'est comportée comme un opérateur professionnel, en fonction des critères, d'habitude, de fréquence et de revenus. Prise à la lettre, la formule de l'arrêt aboutit à un cercle vicieux. Par la suite, le Conseil d'État a exclu la qualification d'opérateur habituel et ses conséquences fiscales lorsque le titulaire du portefeuille en a confié la gestion à un tiers ; v. CE, 25 avr. 2003, n° 231084 : Le Monde 19 oct. 2003, suppl., p. IV ; v. aussi Duhem J., « Opérations de bourse effectuées à titre habituel... », JCP N 2004, 1021.

84 –

Mortier B., « Le point sur la fiscalité des plus-values de cession de titres et de valeurs mobilières », JCP N 1998, 1131. On ne tient pas compte ici des avantages fiscaux procurés par le PEA, avantages qui diminuent régulièrement.

85 –

L'article 92, 2, 1°, du Code général des impôts se réfère aux produits des opérations de bourse effectuées à titre habituel par les particuliers.

La charge de la preuve du caractère habituel des achats pour revendre pèse sur l'administration fiscale – v. CE, 17 juin 1998, n° 156558 : Quot. jur. 1998, n° 79, p. 2 (rendu en matière de vente de tableaux).

86 –

Comp. avec Ponton-Grillet D., « La spéculation en droit privé » : D. 1990, chron. p. 157, qui considère que le droit fiscal se montre ici plus réaliste, qui épargne aux particuliers toutes les contraintes, notamment d'ordre comptable, relatives aux commerçants, en les imposant au titre des BNC. Mais les professions libérales, qui relèvent des BNC, doivent, elles aussi, tenir une comptabilité. Et l'on peut s'interroger sur le réalisme de la qualification retenue en droit fiscal, alors que les mêmes critères aboutissent à la nature commerciale des opérations (spéculateur d'habitude).

87 –

Rotation importante du portefeuille, opérations à terme et à découvert.

88 –

V. commentaire détaillé, in JCP N 2000, 74 et s., spéc. nos 119 à 131.

89 –

V. Duhem J., « Opérations de bourse effectuées à titre habituel : faut-il craindre les dispositions de l'article 92-2, 1° du CGI ? », JCP N 2004, 208.

90 –

V. notre démonstration in « Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse », RD bancaire et fin. 2010, étude 9, p. 33.

91 –

Conseil donné par Pando A., « Plus-values de cessions de valeurs mobilières : les réformes », LPA 4 avr. 2013, p. 3.

92 –

V. Pando A., « PLF 2014 : Bonus fiscal pour les patrimoines mobiliers et immobiliers », LPA 8 oct. 2013, p. 3 : « La loi s'est livrée à des retournements, à l'encontre de toute sécurité juridique élémentaire. »

93 –

V. Pando A., « Plus-values de valeurs mobilières : panorama des nouvelles mesures », LPA 17 févr. 2014, p. 6.

94 –

V. Pando A., « Impôts sur le revenu : la campagne 2014 est ouverte », LPA 29 avr. 2014, p. 3 ; v. aussi notre article, « Où va la bourse française ? » : lus inter gentes, 2014, p. 277, repris en France par la Newsletter Chronos Vivaldi.

95 –

V. CE, 12 nov. 2015, n° 390265 : BJS mars 2016, n° 114t9, p. 168 ; v. Pando A. : LPA 14 déc. 2015, p. 4.

96 –

V. CE, 12 nov. 2015, n° 390265 : BJS mars 2016, n° 114t9, p. 168, chron. Droit fiscal ; v. Perrotin F., Calcul des plus-values et moins-values mobilières : le juge désavoue Bercy, LPA 2016, n° 7, p. 4. Le Conseil constitutionnel a également fait une double réserve d'interprétation sur le régime de l'abattement pour la période antérieure au 1er janvier 2013. V. Cons. const., 22 avr. 2016, n° 2016-538 QPC : BJS juill. 2016, n° 115f7, p. 427 ; D. 2016, p. 892.

97 –

Pour preuve, cet article publié sur Tradingsat le 22 février 2016, au titre éloquent, qui contient implicitement la réponse : « Marché : le Cac 40 aurait-il un problème avec les petits porteurs ? ».

98 –

Lequel est défini comme une double vente ou encore comme une convention sui generis. V. Lucas F.-X., Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, thèse, 1997, LGDJ, n° 101, v. aussi EO120·108.

99 –

Sur cette obligation d'intermédiation, 082 et s.

100 –

En d'autres termes, ce sont les usages réglementés par les autorités de marché qui fixent les règles, à défaut de stipulation du donneur d'ordre. Le rôle des usages boursiers remonte ici au début du XXe siècle. Lorsqu'elles sont consacrées par les règles de fonctionnement et les instructions, ces règles prennent un caractère réglementaire ; v. T. Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché » : RTD com. 1999, p. 257.

101 –

V. Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554 : Bull. civ. IV, n° 69 ; BJB juin 2008, n° 26, p.232, note Robine D. ; LPA 29 avr. 2009, p. 13, note El Badawi L. ; l'ordre est nul sur le fondement de l'article 1998 du Code civil.

102 –

L'ordre est valable jusqu'à cette date incluse. On en rapproche l'ordre valable coupon attaché, qui est valable jusqu'à la veille incluse du détachement du coupon.

103 –

Cet ordre est valable jusqu'au dernier jour boursier de la semaine.

104 –

Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 450.

105 –

Vasseur M., Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 451.

106 –

de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 2e éd., 1998, Litec, n° 547 ; il existe aussi des règles spécifiques d'annulation pour les warrants – v. Instr. Euronext N 4-01, du règlement général de l'AMF devenu 514-4, se contente d'énoncer que : « Les règles du marché prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché est habilitée à annuler une ou plusieurs transactions erronées ou irrégulières (...). »

Sur la révocation d'ordres d'apport de titres à une OPA, et les responsabilités encourues en cas de révocation tardive : Rev. CMF mars 1999, p. 13 ; RD bancaire et bourse 1999, p. 74, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; RTD com. 1999, p. 719, obs. Rontchevsky N.

107 –

V. l'affaire Zhang dans notre article, Ruet L., « Manipulation de cours : comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées comme Alstom en représentant jusqu'à 41 % des transactions journalières afin de provoquer des baisses artificielle », LPA 27 déc. 2006, p. 3, La pratique consistant à transmettre un ordre suivi de son annulation est devenue endémique, notamment à cause de la pratique dite du trading haute fréquence (durée de vie de l'ordre : 25 micro secondes). Plus aberrant encore, le taux moyen d'annulation des ordres serait de 90 % sur Euronext Paris, et seulement entre 1 et 5 % des ordres seraient exécutés en cas de trading haute fréquence (sur ces chiffres, v. LPA 24 mai 2011, p. 4, note Dufour O.). Il est invraisemblable que près de 100 % des ordres soient annulés ; imagine-t-on un autre secteur économique où les agents passeraient leur temps à annuler leurs instructions ? En droit, un tel comportement porte d'ailleurs un nom, l'estoppel, qui est strictement interdit (l'interdiction de se contredire au détriment d'autrui). La seule raison logique est que ces pratiques permettent de manipuler le marché. A contrario, l'absence d'annulation des ordres transmis est prise en compte par l'AMF pour écarter la qualification de manipulation de cours ; v. AMF sanct., 14 mars 2014 : BJB mai 2014, n° 111j6, p. 257, note Martin Laprade F. Autre exemple : v. AMF sanct., 5 juill. 2016 : BJB sept. 2016, n° 114p1, p. 358 note Barrière F.

L'état de la bourse française est d'ailleurs éloquent, qui ne s'est jamais remise de son écrasement. L'AMF a fini par condamner la pratique de

la manipulation de cours de type algorithmique, mais la sanction est à ce point symbolique (10 000 €, alors qu'un million d'euros avait été réclamé en séance) qu'elle constitue une invitation aux traders à continuer leurs agissements – v. AMF sanct., 12 mai 2011, Sté Kraay Trading : BJB oct. 2011, n° 274, p. 534, avec la note intéressante de Pons-Henry J.-P.– pour un autre exemple de condamnation pour manipulation de cours à travers l'utilisation du carnet d'ordre, le recours aux ordres exécutés ou éliminés (EOE), la transmission de limites de prix pour fausser le marché, v. AMF sanct., 26 oct. 2011, Tocqueville Finance (400 000 € d'amende) : BJB mars 2012, n° 56, p. 102, note Pons-Henry J.-P.. V. égal. AMF, 1er oct. 2014, Bourse direct et Puccio : BJB févr. 2015, n° 112d1, p. 78, note Barrière F., dans laquelle l'intermédiaire est condamné pour défaut de surveillance 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. En instaurant une taxe de 0,01 % sur le trading haute fréquence, la loi n° 2012-354, du 14 mars 2012, contribuera peut-être à lutter contre ces abus (CGI, art. 235 ter ZD bis entré en vigueur le 1er août 2012). Doit être également signalée la position n° 2012-03 de l'AMF, applicable depuis le 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. Près de dix ans après l'affaire Zhang, il serait temps. Figure notamment ce passage clé : « Les plateformes de négociation doivent avoir la capacité d'empêcher en tout ou en partie l'accès d'un membre ou d'un acteur à leurs marchés et d'annuler, modifier ou corriger une transaction. Les règles et procédures pour l'annulation, la modification ou la correction des transactions doivent être transparentes pour les membres/acteurs et utilisateurs du marché réglementé ou du système multilatéral de négociation » (orientation 3 point e).

108 –

V. sur le MONEP, manuel de négociation, art. 2.9.

109 –

V. manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

110 –

Si donc la valeur sous-jacente est cotée au comptant, il y a lieu d'appliquer les règles qui concernent la durée de validité des ordres sur le marché au comptant.

111 –

La règle est la même pour le marché OTC, qui est un marché au comptant, Principes organisation, art. 5-3.

112 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

113 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

114 –

Pour Euronext, v. manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. d'application manuel de négociation n° 4-01.

115 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

116 –

V. « L'exécution des ordres de bourse » : Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 24 ; sur la suspension des négociations, l'article 514-3 renvoie aux règles de marché le soin d'en régler les principes : les règles du marché fixent les principes applicables en matière de suspension des négociations. Elles prévoient également les conditions d'interruption technique des négociations d'un instrument financier lorsque la variation du cours atteint, pendant une même séance ou d'une séance à l'autre, l'un des seuils fixés par l'entreprise de marché. Les règles du marché régissant les variations de cours tiennent compte du modèle de marché ainsi que des caractéristiques des instruments financiers négociés. L'entreprise de marché doit disposer de moyens lui permettant de vérifier la cohérence des prix résultant des transactions ; manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381).

En revanche, l'annulation du cours par Euronext entraîne l'annulation de l'ensemble des transactions effectuées à ce cours ; v. le manuel de négociation, règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003. Selon l'article 514-4 : « Les règles de marché prévoient les conditions dans lesquelles l'entreprise de marché est habilitée à annuler une ou plusieurs transactions erronées ou irrégulières. Elles précisent les modalités d'information du marché. » À juste titre, un jugement du TGI de Paris du 19 juin 1992 : Banque et droit n° 27, janv.-févr. 1993, p. 32, note Peltier F., a énoncé que la responsabilité de l'intermédiaire ne peut être mise en cause dès lors qu'il a exécuté correctement l'ordre, que la difficulté est consécutive à l'annulation des transactions décidée par Euronext, à la suite d'une erreur de transaction, et que

l'intermédiaire a annulé l'achat et recrédié le compte de dépôt du montant de la transaction.

117 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

118 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381).

119 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

120 –

Sur le MONEP, l'ordre ayant entraîné le gel du titre peut être maintenu après contact, par le membre du marché l'ayant transmis, avec le centre de surveillance des marchés dérivés ; RM Euronext, art. 4404, en vigueur depuis le 21 mai 2001, remplacées par Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003.

121 –

Instr. Euronext n° 4-01.

122 –

H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit de la bourse, Litec, 1998, 2e éd., n° 538, et les chiffres cités : en 1989, 45 % des ordres étaient inférieurs à 5 000 F, et 90 %, en dessous de 50 000 F, les ordres inférieurs à 5 000 F ne représentant que 3,80 % des capitaux échangés. L'un des remèdes consiste à admettre la pratique des ordres globaux.

123 –

L'exécution de l'ordre entraînait des frais plus élevés (règlement différentiel), et était à règlement immédiat, et non différé, même si la valeur objet de l'ordre était cotée au RM.

124 –

Sur ce changement, v. Rapp. COB 1995, p. 73 et s. Le passage au système de cotation Super CAC a permis un élargissement de la liste des ordres à libellé réglementé ; 172 et s. ; v. aussi Bull. COB n° 302, mai 1996, p. 41.

125 –

La quotité a été progressivement abandonnée à partir de juin 1994, concernant 41 sociétés du RM ; v. « L'exécution des ordres de bourse » : Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 23. Le 26 juin 1995, la liste est passée à 49 valeurs inscrites au RM. La suppression des quotités a été généralisée le 25 septembre 1995.

126 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, p. 381, n° 68), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

127 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, p. 381, n° 68).

128 –

Les anciens articles 532-5 et 532-9 du règlement général de l'AMF permettent de telles limites d'emprise ; v. l'article 542-9 du règlement général de l'AMF à compter du 1er nov. 2007, puis 541-34 à partir de 2018. Pour les contrats financiers, la limite est de 20 % sur la première échéance des contrats fermes et d'options, et de 30 % sur la deuxième échéance des contrats fermes, cependant qu'aucune limite ne s'applique sur la deuxième échéance des contrats d'options et sur toutes les autres échéances ultérieures. Qu'il s'agisse de classes d'options ou de contrats à terme ferme, la fraction de la position de place qu'un même adhérent compensateur intervenant pour compte propre ou qu'un même donneur d'ordre peut détenir sur chacune des deux échéances les plus proches ne doit pas dépasser 30 %, à condition, de surcroît, que la position de place ouverte sur l'échéance concernée soit supérieure à 5 000 contrats (limite applicable aux contrats à terme ferme).

129 –

V. : AMF sanct., 8 oct. 2015 : LPA 29 oct. 2015, p. 3, obs Dufour O. : sanction de 1 million d'euros pour 1,5 millions de profits, sanction modique qui fait penser au proverbe boursier bien connu pas vu pas pris, pris même pas en perte.

130 –

Ruet L., « Estoppel et ordres de bourse » : BJB déc. 2012, n° 227, p. 613.

131 –

AMF sanct., 4 déc. 2015, Virtu et Euronext : BJB avr. 2016, n° 113g3, p. 143, note Barrière P. ; BJB avr. 2016, n° 113f4, p. 164, note Barban P.

132 –

V. AMF sanct., 8 juill. 2016, Getco Europe Ltd : BJB oct 2016, n° 114r5, p. 410, note Barrière J.-F., 400 000 _ d'amende.

133 –

Ce que prévoit dorénavant le règlement n° 596/2014 Abus de marché du 16 avril 2014, art. 30(2).

134 –

En raison de cette unité d'acteurs, de lieu et de temps, d'aucuns y ont vu un écho de la loi des trois unités. De manière plus générale, sur cette maxime, v. F. Terré, « Légiférer. Les trois unités ? », in Écrits en hommage à J. Foyer, PUF, 1997, p. 171.

135 –

Il pouvait y avoir intermédiation sans concentration, mais pas de concentration sans intermédiation (122 et s.). C'est l'intermédiation qui permet la concentration, et non l'inverse.

136 –

C. mon. fin., anc. art. L. 421-6 (obligation d'intermédiation) ; anc. art. L. 421-12 (obligation de concentration). Cependant, la nature de la nullité de l'ordre nous semble incertaine s'agissant de la violation de l'obligation de concentration ; sur ce débat, 114.

137 –

Vente d'instruments financiers conclue, non pas directement entre les parties, mais par l'intermédiaire d'un tiers, mandataire ou commissionnaire, selon que la représentation est parfaite ou imparfaite.

138 –

Vente directe d'instruments financiers, dite de gré à gré. Par direct, on entend que le vendeur et l'acheteur se connaissent, ce qui n'est pas le cas en présence d'une négociation. La définition du Vocabulaire juridique Capitant, v. « Gré à gré », est la suivante : « Par accord direct entre intéressés, sans intervention d'une autorité de contrôle ni formalité particulière. » Qu'il s'agisse de négociation ou de cession, la convention est, en droit positif, une vente, au regard à la fois du droit interne (exemple : régime des promesses unilatérales ou synallagmatiques de vente, garantie des vices cachés, transfert de propriété, théorie des risques, etc.), et du droit international privé (règle de conflit de lois, 100).

139 –

La loi du 23 décembre 1964 permettait la cession directe, à la condition que celle-ci fût constatée par acte notarié. Il y avait là création d'un îlot échappant à l'obligation d'intermédiation et de concentration, ce qui avait pour conséquence de faciliter les cessions de bloc de contrôle à des cours supérieurs au cours de cotation. De telles dérogations étaient critiquables en ce qu'elles faussaient le marché et facilitaient la réalisation de plus-values importantes en présence de cessions de contrôle, sans que les autres actionnaires de la société cible pussent en profiter. En raison des abus commis (v. P. Bézard et M.-C. Robert, « Bourse de valeurs », n° 541 : Rép. com. Dalloz ; affaire Agache-Willot dénoncée dans Rapp. COB 1970, p. 170), cette dérogation avait été supprimée par la loi du 21 décembre 1970. Malheureusement, la

déconnexion réalisée par la loi du 2 juillet 1996 entre intermédiation et concentration facilitée, de nouveau, la réalisation d'opérations hors du cours de bourse, sous réserve de l'application de la réglementation relative aux cessions de blocs de contrôle ; v. aussi 146.

140 –

Le monopole ne concernait pas les cessions entre personnes physiques. Y échappaient aussi les cessions entre personnes morales dont l'une avait une participation de 20 % dans le capital de l'autre, les conventions complexes, les cessions entre sociétés d'assurance appartenant au même groupe, et les cessions entre personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assuraient la gestion. Lorsque le monopole s'appliquait, la cession directe était réalisée par application ; v. M. Vasseur, Droit des affaires. Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, t. II, fasc. IV, p. 486 et 487 ; v. aussi EO120-016.

141 –

P. Diener, « L'entremise obligatoire d'un agent de change dans les cessions d'actions du marché hors-cote » : D. 1987, chron. p. 209.

142 –

D. n° 97-1050, 14 nov. 1997, pris en application de la loi MAF, art. 34, fixant au 2 juillet 1998 la date de suppression du marché hors-cote. V. H. Hovasse, « Suppression du marché hors-cote » : RD bancaire et bourse 1998, n° 65, p. 1.

143 –

A. Couret, « Clauses d'agrément : l'article 276 de la loi du 24 juillet 1966 est-il applicable sur le marché libre OTC ? » : RJDA 10/97, chron. p. 786 ; pour certains, les initiales signifient ouvert à toute cession. Sur la distinction entre les marchés réglementés et les marchés dits de gré à gré, qui tendent à être organisés, v. M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré » : RJDA 8-9/97, chron. p. 679.

144 –

L'alinéa 3 de la loi du 22 janvier 1988 reconduisait les exceptions prévues par la loi du 23 décembre 1964.

145 –

« Le hors-cote et le champ du monopole des sociétés de bourse » : Bull. ANSA n° 2468, juill.-août 1989 ; T. com. Paris, 16 mars 1990 : JCP E 1990, II, 15810, note T. Forsbach.

146 –

Le terme de transaction est celui de la DSI du 10 mai 1993 ; il renvoie, en droit français, aux négociations et aux cessions, qui sont des variétés de vente ; 078.

147 –

Ce mouvement est d'ailleurs appelé, sans doute, à s'accroître, si l'on se réfère à la volonté de certaines banques nord-américaines de développer en Euroland les ECN (electronic communications networks) ou encore ATS (alternative trading systems), marchés privés électroniques faisant concurrence aux marchés officiels.

183 –

La conception de la DSI est toute différente, qui raisonne en termes de liberté de prestation de services et de libre établissement. L'obligation d'exécuter les ordres sur les marchés réglementés est perçue avec une certaine méfiance : elle n'est qu'une faculté offerte aux États membres par la DSI ; pour les États qui la transposent, ils ont l'obligation d'accorder des dérogations. La volonté d'empêcher que les marchés réglementés ne se vident au profit des marchés de gré à gré n'est pas le souci de la DSI. En réalité, la transposition de la DSI réalise une acculturation juridique peu compatible avec la conception française de l'ordre de bourse, et du marché gouverné par les ordres. V. de Vauplane H. et Bornet J.-P., « Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI » : BJB mars 1996, n° 19, p. 83, qui écrivent, p. 94, que la DSI a été négociée « dans un esprit radicalement opposé à l'organisation des marchés français » ; H. de Vauplane a également montré dans sa thèse (L'influence des réformes du marché financier sur les négociations en bourse et ses intermédiaires, thèse Paris II, 1991) l'incompatibilité des marchés gouvernés par les contrepartistes et des marchés gouvernés par les ordres.

184 –

Comme dans la fable, il est des investisseurs plus égaux que d'autres, les investisseurs avertis, qui, en se conformant à l'ancien article 516-2 du règlement général de l'AMF, et au critère de volume posé, seront dispensés de l'obligation de concentration ; 138. Dans le même sens, v. L. n° 98-546, 2 juill. 1998, art. 30 (C. mon. fin., anc. art. L. 411-2), qui introduit la notion d'investisseur qualifié, (qui sert à délimiter l'appel public à l'épargne et la procédure allégée de souscription de parts ou d'actions d'OPCVM), notion définie comme suit : « Un investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers (...). » Pour le commentaire de la loi du 2 juillet 1998, v. Bonneau T., Hovasse H., JPierre J.-L. et Vidal D., « L'adaptation de la législation française et la modernisation des activités financières en vue de la troisième phase de l'union économique et monétaire » : Dr. sociétés 1998, chron. n° 10 ; v. aussi

Bernard E. et Peltier F., « Investisseur qualifié. La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers » : RD bancaire et bourse 1998, p. 156. Non sans raison, la doctrine souligne que le Règlement prospectus du 14 juin 2017 aurait aboli la notion de placement privé ; v. A. Pietrancosta et A. Marraud des Grottes, La notion de « placement privé » abolie par le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ?, BJB 2018, p. 60. C'est chose faite avec l'ordonnance de transposition du 21 oct. 2019, articles L. 225-136 code de commerce et L. 411-1 comofi nouveaux, v. par ex. Th. Bonneau, Du placement privé, des offres non publiques et de l'interdiction de procéder à des offres au public après l'ordonnance du 21 octobre 2019, RDBF nov.-déc. 2019, Repère, page 1).

185 –

Germain M. et Noury M.-A., « La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », JCP G 1997, I 4022, spéc. n° 26.

238 –

Pour un commentaire favorable de la MIF, v. K. Vuillemin, « Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers n° 2004/39/CE » : BJB sept. 2004, p. 578, n° 119 ; v. aussi J.-J. Daigre, « De la directive de 1993 à la MIF : d'un modèle de marché à un autre » : Banque et droit n° 102, juill.-août 2005, p. 7. Depuis, la commission de Bruxelles a pris conscience de ce qu'elle a fait en organisant la destructuration des marchés réglementés, et a décidé de remanier la directive MIF (il est question de réintroduire l'obligation de concentration, au moins pour les dérivés) pour revenir, on espère, au concept de marché à la française ; Chi-X a été vendu, ce qui nous semble parfaitement logique. Les enjeux pratiques sont considérables : Chi-X, plateforme privée, a détrôné courant 2011, NYSE Euronext, marché réglementé, et talonne dorénavant le LSE, étant souligné que des obligations très importantes, telles celles qui sont relatives à la manipulation de cours, ne s'appliquent pas aux plateformes privées à cause de la directive MIF. 580 milliards d'euros ont été échangés sur Chi-X pour la seule année 2011. Il aura fallu attendre la nouvelle directive Abus de marché du 16 avril 2014 et le règlement du même jour, dont l'entrée en vigueur est différée au 3 juillet 2016, pour que la lutte contre les manipulations de marché soit étendue à ces plateformes MTF et OTF (Dir. n° 2014/57/UE, art. 1er ; Règl. n° 596/2014, art. 2).

239 –

Sur cette question, v. C. Arsouze, « Marchés financiers, applications, négociations de blocs après la directive MIF » : BJB oct. 2008, p. 423,

n° 54 : « Le principal bénéficiaire du démantèlement des bourses européennes réglementées est la banque japonaise Nomura, à travers sa filiale Chi-X, créée en Suisse. La commission de Bruxelles a ainsi servi sur un plateau l'Europe des marchés financiers au profit du Japon. »

240 –

V. not. Daigre J.-J., RD bancaire et fin. 2004, p. 231 ; pour une bonne critique de la politique de la commission de Bruxelles, v. aussi Subiger P., « L'internalisation des ordres de bourse », BJB nov. 2006, n° 162, p. 703 ; Subiger P., « L'internalisation des ordres : de la résistance à la résignation », BJB sept. 2007, n° 133, p. 613.

241 –

V. de Saint Mars B., « Conflits d'intérêts et règles de conduite. Quels impacts de la directive MIF sur le cadre français », BJB sept. 2007, n° 135, p. 626. La doctrine se souciait peu, avant l'évolution décrite, des conflits d'intérêts, et pour cause ; la MIF et sa cohorte de textes justifient à présent l'attention que prête la doctrine aux conflits d'intérêts en droit des marchés financiers ; v. par ex. l'ensemble d'études publiées in « Les conflits d'intérêts dans les opérations de marché », BJB déc. 2008, n° 69, p. 547.

242 –

V. Subiger P., « L'internalisation des ordres de bourse : état des lieux », BJB janv. 2009, éclair. p. 8.

243 –

Commentaire Muller A.-C., RD bancaire et fin. 2014, p. 52 ; Boucheta H., « MIF II : les nouvelles bases de la réglementation financière », BJB nov. 2014, n° 111v3, p. 545.

244 –

Censée entrer en vigueur le 3 janvier 2018, article 28 de l'ordonnance ; bref commentaire, Bonneau T., La réforme des marchés d'instruments financiers, JCP E 2016, 1449 ; v. aussi n° spécial BJB 2017, p. 56 s., MIF II : état des lieux moins d'un an avant l'application.

245 –

Complétés par un autre règlement d'application n° 2016/824 du 25 mai 2016, puis modifiés par Dir (UE) n° 2016/1034, 23 juin 2016, et Règl. (UE) n° 2016/1033, 23 juin 2016.

246 –

Sur lesquelles, v. Boucheta H., « MIF II : microstructure et transparence, le mécanisme de découverte des prix en question », BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279 et s.

247 –

Sur lesquels v. par ex. de Brouwer F. et William P., BJB oct. 2015, n° 112w1, p. 474.

248 –

V. Boucheta H., BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 37 : de 40 à 73,55 % des obligations ne sont pas liquides si l'on utilise le critère fondé sur le nombre de transactions.

249 –

Sur lesquelles v. Boucheta H., BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 28 et s.

250 –

V. Boucheta H., « MIF II : premiers enseignements suite au vote du Parlement européen », BJB juin 2014, n° 111m4, p. 293 ; Muller A.-C., RD bancaire et fin. 2014, p. 52.

251 –

V. Boucheta H., « MIF II : premiers enseignements suite au vote du Parlement européen » : BJB juin 2014, n° 111m4, p. 293.

252 –

V. Boucheta H., « MIF II : les nouvelles bases de la réglementation financière », BJB nov. 2014, n° 111v3, p. 545.

253 –

Sur les autres facteurs juridiques ayant précipité l'effondrement de la bourse française, v. notre livre préc. et notre article « Où va la bourse française ? », lus inter gentes, 2014, p. 277, mis en ligne sur la Newsletter Chronos Vivaldi.

254 –

V. Reygrobellet A., « Les OTF : une réponse pertinente aux failles de MIF 1 ? », BJB nov. 2015, n° 112x0, p. 526.

255 –

Sur laquelle v. Boucheta H., BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 9 et 22.

256 –

Source : INSEE, v. Defrénois 30 nov. 2015, n° 121k2, p. 1202.

257 –

V. BJB juin 2015, n° 112m9, p. 279, § 34.

258 –

Avis ESMA, 19 déc. 2014, p. 123.

259 –

V. A.-C. Muller, RD bancaire et fin. sept.-oct. 2014, p. 52.

260 –

Sur le détail desquelles, v. H. Boucheta : BJB juin 2015, p. 279, § 22, n° 112m9.

261 –

Y figurent les opérations réalisées sur les marchés privés, notamment les ECN 080 ; v. déjà CA Paris, 18 juin 1992, Winterthur Assurances : BJB janv. 1993, n° 3, p. 25, note de Vauplane H. ; Dr. sociétés 1992, comm. 237, obs. Hovasse H. L'enjeu de la qualification était la mise en œuvre de la garantie de bonne fin de la SBF, écartée en l'espèce.

262 –

V. en ce sens, Bonneau T. : RD bancaire et fin. 2008, n° 2, p. 53.

263 –

Pour une critique de la méthode suivie lors de la réforme de la directive DSI par la MIF, v. Bonneau T., « Législation “financière” et droit communautaire », in Le Code de commerce 1807-2007. Livre du bicentenaire, Dalloz, 2007, p. 707.

264 –

Source : Newsmanager.com.

265 –

V. Ruet L., La vérité sur l'effondrement de la bourse, 2007, Mare et Martin, et la mise à jour, Où va la bourse française ? : lus inter gentes, 2014, p. 277, repris en France sur la Newsletter Chronos Vivaldi.

266 –

L'encadrement des infrastructures de marché, BJB nov. 2015, n° 112w7, p. 522.

267 –

Sur cette question, v. déjà « Commentaire du projet de loi dite murcef » : BJB juill. 2001, n° 64, p. 339, puis notre livre La vérité sur l'effondrement de la bourse, Mare et Martin, 2007 ; il est assez piquant de voir l'AMF « s'énerver » que des fonds qu'elle poursuit en France refusent de s'exprimer autrement qu'en anglais lors de la procédure ; v. AMF sanct. 5 juin 2015, Gaussin & GEM : BJB nov. 2015, n° 112x5, p. 499 ; mais qui a réclamé l'usage de l'anglais en France ?

268 –

Autre manière de présenter notre analyse, La vérité sur l'effondrement de la bourse, Mare et Martin, 2007.

269 –

2013, Seuil, p. 279.

270 –

Contrairement à ce qu'avaient pu croire certains, l'article 1591 du Code civil est toujours de droit positif, nonobstant les arrêts très discutés de l'AP du 1er décembre 1995 ; v. par ex., Cass. com., 12 nov. 1997, n° 95-14214 : Contrats, conc. consom. 1998, comm. n° 9, obs. L. Leveneur – en matière de cession de parts sociales, v. Cass. com., 6 oct. 1998, n° 96-14598, Ayach : RTD com. 1999, p. 128, obs. C. Champaud et G. Danet.

271 –

Selon L. Faugérolas et A. Moser, « La réforme des cessions de blocs significatifs d'actions cotées » : BJB juill. 1998, p. 448, n° 86, spéc. n° 27, l'investisseur aurait le choix de la réalisation technique de l'ordre, contrats optionnels, blocs courants ou structurants, dérogation conditionnelle.

272 –

Sur la définition des blocs courants (en principe supérieurs ou égal à 500 000 F, puis 75 000 €, somme qui représente environ 492 000 F – Avis n° 98-4956) et des blocs structurants (en principe supérieurs à 50 MF, puis 7,5 millions d'euros, somme qui représente 49,2 MF – puis nouvelles règles, 19 mars 2003, v. BJB mai 2003, p. 266, n° 49, spéc. p. 301, art. 4403/2 et s. Les écarts de prix acceptés étaient définis avec une grande précision par l'instruction N4-06 : 5 % par rapport à la meilleure offre ou la meilleure demande affichée sur le système de négociation NSC pour les blocs courants, et une fourchette de 10 % de part et d'autre de la première fourchette affichée sur NSC pour les blocs structurants (art. 10), puis nouvelles règles, 19 mars 2003, v. BJB mai 2003, p. 266, n°49, spéc. p. 301, art. 4403/2.

Les blocs courants et structurants bénéficient du système de règlement-livraison (sur lequel, EO120-082 et s.), ce qui n'est pas le cas des dérogations conditionnelles, le transfert de propriété continuant d'obéir au droit commun de la vente, sous réserve des dispositions de l'ancien article L. 431-2 du Code monétaire et financier telles que modifiées par la loi du 2 juillet 1998 ; les règles gouvernant le transfert de propriété des titres financiers figurent aux articles L. 211-17 et s. du Code monétaire et financier depuis l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 ; v. L. Faugérolas et A. Moser, « La réforme des cessions de blocs significatifs d'actions cotées » : BJB juill. 1998, p. 448, n° 86, spéc. n° 28.

Les cessions de blocs structurants pouvaient cependant déclencher la procédure de garantie de cours si les conditions en sont réunies ; 168.

273 –

Sur le défaut de conformité du droit français avec la DSI, la taille de l'ordre n'y étant pas une condition de dérogation à l'obligation de concentration, v. J.-J. Daigre, « Y a-t-il un espace en France pour les systèmes électroniques privés de négociation ? » : RD bancaire et fin. nov.-déc. 2001, p. 335.

274 –

Depuis la réforme opérée par la loi MAF, la question de la détermination du prix n'est plus réglée par le règlement général de l'AMF, lequel se contente de renvoyer aux règles des différents

marchés : « Les règles du marché précisent le mécanisme de confrontation générale de l'offre et de la demande, le mode de détermination des prix, ainsi que les différentes fonctions susceptibles d'être remplies par les membres du marché » ; Règl. gén. AMF, anc. art. 515-1. Par ailleurs, les règles de fonctionnement des différents marchés renvoient elles-mêmes aux instructions devant être prises par l'entreprise de marché le soin de fixer les différents libellés des ordres. La standardisation de l'ordre doit empêcher que ne surgissent des questions d'interprétation de la volonté des parties.

275 –

Le droit civil de la vente paraît, à cet égard, nettement plus fruste.

276 –

À savoir la plus ou moins grande maîtrise du prix, la plus ou moins grande rapidité d'exécution, l'évolution du marché, et la possibilité ou l'impossibilité de fractionner l'exécution de l'ordre.

277 –

La cotation en continu permet une plus grande transparence du marché, et restreint de la sorte l'intérêt des ordres à seuil de déclenchement, ou anciens ordres stop. La classification tribulaire du mode de cotation est relative. Un ordre peut être réglementé pour les cotations à la criée et non réglementé pour les cotations en continu, ce qui était le cas de l'ancien ordre stop.

278 –

L'intérêt de cette opposition porte sur l'appréciation de la responsabilité de l'intermédiaire, un mandat impératif privant ce dernier de toute marge d'appréciation. Retenant cette présentation, v. J. Stoufflet et J.-P. Deschanel (coord.), Études sur le cours de bourse, Economica, 1997.

279 –

L'intermédiaire ne peut pas refuser l'exécution d'un ordre de bourse au libellé réglementé. En revanche, pour les ordres au libellé non réglementé, « l'exécution, la non-exécution ou même l'exécution partielle de ces ordres ne peut donner lieu à aucune réclamation de la part du client » ; v. Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 25. L'évolution du système de cotation et des programmes informatiques a réduit la liste des ordres non réglementés (exemple : l'ordre à seuil de déclenchement, ou ancien ordre stop, qui est actuellement un ordre réglementé, quel que soit le type de cotation).

280 –

Sur lequel, v. communiqué Euronext, 16 mai 2000 : BJB juill. 2000, p. 388, n° 82.

281 –

Les liaisons concernent les ordres à seuil de déclenchement avec les ordres à tout prix et les ordres au prix du marché 190, les ordres à plage de déclenchement et les ordres à cours limité 192, les ordres au prix du marché et les ordres au premier ou au dernier cours de bourse 178, et les ordres complexes, qui peuvent panacher différents types d'ordres (196 et s.), ou se transformer en ordre simple 198.

282 –

V. notre note sous Cass. com., 4 nov. 2014, n° 13-24196 : BJB févr. 2015, p. 85, n° 112b4.

283 –

V. H. Boucheta, « MIF II : microstructure et transparence, le mécanisme de découverte des prix en question » : BJB juin 2015, p. 279, § 8, n° 112m9.

284 –

En ce sens, H. Boucheta, BJB juin 2015, p. 279, n° 112m9, § 9.

285 –

Exception faite des ordres au prix du marché transformés en ordres au premier ou au dernier cours en cas d'inexécution totale ou partielle, auquel cas le moment de fixation du cours cesse de correspondre au moment d'exécution ; 178.

286 –

Qui offre l'avantage appréciable de pouvoir sauvegarder sur le disque dur les différentes données consultées, ce que ne permet pas le minitel. Selon M.-C. de Naye (Le MATIF, Dalloz, 1991, p. 76), l'ordre au prix du marché « est la catégorie d'ordres couramment utilisée par les donneurs d'ordres professionnels qui ont accès en temps réel au cours du marché comme les membres eux-mêmes. »

287 –

Exemple : les ordres sans limite de prix reçus dans l'intervalle de deux séances de cotation et qui restent en partie inexécutés en cours de séance deviennent des ordres limités au cours d'ouverture ; 178.

288 –

Il en sera différemment si le donneur d'ordre laisse à l'intermédiaire une marge d'appréciation ; 182.

289 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01. Sur le MONEP, s'il n'est assorti d'aucune indication de premium, l'ordre est considéré comme un ordre au prix du marché. L'ordre au prix du marché est également connu sur le marché OTC. Il s'agit de l'ancien ordre au mieux, terminologie utilisée pour les titres dont la cotation n'est pas en continu, mais à la criée. L'ordre au mieux, qui

n'est assorti d'aucune indication de prix, est effectué au premier cours coté après sa réception. En conséquence, l'intermédiaire n'a pas à tenir compte des variations ultérieures de cotation, quel que soit leur sens, favorable ou non.

290 –

H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit de la bourse, Litec, 1994, n° 278, et 1998, 2e éd., n° 540, qui rappellent, mais sans les citer, la position de P. Bézard et M.-C. Robert, à savoir que pour les anciens ordres au mieux portant sur des titres cotés à la criée, l'agent de change engageait sa responsabilité à défaut de présentation immédiate de l'ordre au marché, et qui considèrent que cette règle est transposable aux actuels ordres au prix du marché.

291 –

L'ordre peut donc ne pas être du tout exécuté, si l'état du marché ne le permet pas, sans que la responsabilité de l'intermédiaire soit engagée.

292 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

293 –

Prix de la meilleure offre pour un ordre d'achat ; prix de la meilleure demande pour un ordre de vente ; manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), la présence d'un ordre limité de sens opposé est impérative : à défaut l'ordre est rejeté.

294 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01 : « L'ordre au prix du marché est introduit dans le système avec la mention "au cours d'ouverture" (la présence d'un ordre limité de sens opposé n'est pas une condition nécessaire), ce qui signifie qu'il lui sera automatiquement attribué par le système une limite égale au cours théorique d'équilibre au moment où l'ordre est introduit. Jusqu'à la cotation, les limites de ces ordres s'ajustent en permanence au cours théorique. Les ordres "au cours d'ouverture", non exécutés sont maintenus sur la feuille de marché, stipulés au cours d'ouverture pour le fixage suivant. »

295 –

L'ordre dit à tout prix a été renommé l'ordre dit au marché le 15 décembre 2003.

296 –

Selon le Bulletin COB n° 278, mars 1994, p. 51, la priorité d'un ordre dépend de plusieurs critères, dont l'heure de transmission, la limite de cours, et la validité. V. aussi EO120-010.

297 –

L'ancien article 321-90 du règlement général de l'AMF prévoyait une information spécifique au bénéficiaire du donneur d'ordre et à la charge du prestataire habilité lorsque celui-ci estime que l'exécution de l'ordre risque de provoquer une importante et brusque variation de cours, information qui n'est pas limitée à l'hypothèse des seuls ordres à tout prix.

298 –

L'ordre est prioritaire, car il doit y être totalement répondu dès la première cotation suivant immédiatement son enregistrement dans le système.

299 –

Pour l'ancien ordre au mieux, v. P. Le Tourneau et L. Cadiet, Droit de la responsabilité, Dalloz action, 1996, n° 2370 ; v. aussi notre note sous Cass. com., 6 mai 1996, n° 93-13292, Leclerc : BJB sept. 1996, p. 523, n° 81, spéc. note 3.

300 –

P. Bézard et M.-C. Robert distinguaient l'ordre sans forcer de l'ordre à appréciation. L'ordre sans forcer impliquerait une exécution totale ou partielle à chaque bourse, cependant que l'exécution de l'ordre à appréciation pourrait être étalée sur plusieurs séances de bourse.

301 –

Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 26 ; H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit de la bourse, Litec, 1998, 2e éd., n° 545. En conséquence, l'intermédiaire n'a pas l'obligation d'accepter l'ordre ; v. « L'exécution des ordres à libellé non réglementé » : Bull. COB n° 257, avr. 1992, p. 11. S'il l'accepte, il doit le rendre compatible avec les règles de marché.

302 –

Pour P. Didier, Droit commercial. Le marché financier, les groupes de sociétés, PUF, 1993, t. III, p. 199, les ordres au prix du marché et au mieux (nouvel ordre à tout prix) sont les ordres de ceux qui n'ont pas d'opinion propre et qui s'en remettent à leur agent. Si elle est exacte pour les ordres sans forcer, l'observation nous semble erronée pour les ordres au prix du marché et au mieux, qui sont précisément les ordres couramment utilisés par les professionnels et les membres des marchés eux-mêmes.

303 –

Selon l'ouvrage collectif Études sur le cours de bourse, coordonné par J. Stoufflet et J.-P. Deschanel, Economica, 1997, il appartient à

l'intermédiaire de déterminer, lors de l'introduction de l'ordre dans le système de cotation, les modalités de fractionnement de l'ordre et les éventuelles limites de cours qui assortissent chaque fraction.

304 –

Si le donneur d'ordre transmet par la suite des instructions incompatibles avec l'ordre à appréciation, l'intermédiaire ne commet pas de faute en n'exécutant pas le premier ordre, en l'absence de sa réitération ; v. Cass. 1^{re} civ., 4 mai 1999, n° 97-11703, Mme Ray-Barman : BJB janv. 2000, p. 43, n° 6, note L. Ruet, où nous avons vu dans cet arrêt un exemple de l'interdiction de se contredire au détriment d'autrui ; JCP G 1999, IV, 2124 ; sur ce principe et ses rapports avec l'estoppel, v. Mme Béhar-Touchais (dir.), L'interdiction de se contredire au détriment d'autrui, colloque, Economica, 2001.

305 –

Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 26. L'ordre sans forcer est pour cette raison utilisé principalement par les institutionnels. L'assouplissement des dérogations à l'obligation de concentration diminue cependant son intérêt.

306 –

Fixer un cours d'achat nettement supérieur au cours de bourse permet de réaliser de la manipulation de cours ; pour un exemple, qui illustre la sévérité justifiée de l'AMF envers les PSI, v. Sanct. AMF, 24 janv. 2008 : BJB janv. 2010, p. 38, n° 6, note M. Kloepfer Pelèse, à propos d'opérations de toilettage de fin d'année, dites window dressing.

307 –

V. Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103 : BJB avr. 2012, p. 164, n° 81, note I. Riassetto.

308 –

La conversion est obligatoire puisqu'à compter du 4 janvier 1999, les cotations ont lieu uniquement en euros. Les limites de prix exprimées en francs sont converties sans frais par l'intermédiaire en euros, sans décimales, pour l'unité immédiatement inférieure pour les ordres d'achat, et l'unité immédiatement supérieure pour les ordres de vente. Exemple : si le résultat de la conversion donne 100,15 €, l'ordre à l'achat sera limité au cours de 100 €, et à la vente, au cours de 101 €.

309 –

Selon la nature du titre objet de l'ordre, action ou obligation, la limite de cours est exprimée en euros ou en pourcentage. La limite de prix est modifiée, sauf instruction contraire du donneur d'ordre, en cas de détachement d'un coupon ou de distribution d'un dividende. La limite est abaissée du montant du coupon ou du dividende.

310 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01 ; manuel de négociation, anc. art. 4-3-1-2 : « L'ordre à un prix limité est celui par lequel l'acheteur fixe le prix maximal qu'il est disposé à payer et le vendeur, le prix minimal auquel il accepte de céder ses titres. Selon le principe d'écrasement des limites et pour protéger les donneurs d'ordres, un ordre limité n'est diffusé à sa limite que si, à l'achat, il est stipulé à un prix inférieur ou égal au cours théorique ou si, à la vente, il l'est à un prix supérieur ou égal au cours théorique. Si la limite d'un ordre d'achat est supérieure au cours théorique (respectivement inférieure pour un ordre de vente), la limite diffusée est égale au cours théorique. » Pour le MONEP, la limite de prix portait sur le premium. L'ordre à cours limité est également connu sur le marché OTC ; v. Principes d'organisation : Communiqué SBF, 16 sept. 1996, art. 5-2 ; v. T. Granier, EM010.

311 –

V. manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01.

312 –

L'ordre est exécuté dès que la limite fixée est atteinte. Encore faut-il qu'elle le soit. Ce serait donc une vente conditionnelle assortie d'un terme extinctif, n'était-ce la controverse sur le point de savoir si la technique de la condition peut porter sur le prix, élément essentiel de la formation de la vente.

313 –

En intervenant sur le marché d'une valeur lorsque la tendance s'inscrit nettement à la hausse ou à la baisse, ou en se prémunissant contre un retournement de tendance. C'est l'ordre type qu'on programme en cas d'absence, ou pendant les vacances.

314 –

De l'expression anglaise stop loss, limitation de perte. V. RM Euronext, art. 4203 et s. (22 févr. 2010), utilisent l'expression d'ordre stop à seuil.

315 –

Grâce au passage au système de cotation Super CAC. Durant la période de cotation par CAC, il n'existait aucun ordre de remplacement pour les valeurs faisant l'objet d'une cotation informatisée.

Le MONEP admet aussi les ordres à limite de déclenchement, pour les contrats à terme ferme.

316 –

Manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381).

317 –

Sur lequel, 180 ; v. manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381). Exemple : ordre de vente à seuil de déclenchement fixé à 100 _ ; le franchissement à la baisse du seuil active l'ordre, en le transformant en ordre prioritaire à tout prix.

318 –

Le cours est le prix de déclenchement à la hausse pour un ordre d'achat, et à la baisse pour une vente.

319 –

Ce qui semblerait logique puisqu'il s'agit d'un ordre à tout prix, sauf sur le MATIF ; mais v. Bull. COB n° 279, avr. 1994, p. 69 ; n° 287, janv. 1995, p. 25, et n° 302, mai 1996, p. 41 : en cas d'inexécution partielle, l'ordre n'a pas à être exécuté pour le solde si le cours coté ultérieurement est supérieur à la limite fixée en présence d'un ordre de vente, ou inférieur dans le cas d'un ordre d'achat. Cette réserve vient de l'article 45 de l'ancien règlement général de la Compagnie des agents de change. La contradiction est levée si l'on retient la qualification d'ordre au prix du marché, et non celle d'ordre à tout prix, quel que soit le marché considéré ; les règles de marché du 22 février 2010 (art. 4203 et s.) utilisent la qualification d'ordre à tout prix et spécifient bien que l'ordre doit être exécuté pour la quantité totale, ce qui semble exclure l'exécution partielle.

320 –

Sur les risques inhérents à l'ordre à seuil de déclenchement, ancien ordre stop, v. Bull. COB n° 287, avr. 1994, p. 70 (risque de décalage de cours ; risque que l'ordre soit lui-même le facteur déclenchant de la hausse ou de la baisse si son volume excède les volumes habituellement relevés sur la valeur objet de l'ordre). Le refus de recevoir les ordres stop sur les valeurs cotées en continu avait d'ailleurs été en partie justifié par ces considérations.

321 –

Exemple : ordre d'achat à plage de déclenchement entre 100 et 102 _ ; l'ordre n'est pas exécutable tant que le cours est inférieur à 100 _ ou supérieur à 102 _.

322 –

L'ordre est introduit dans le système de cotation lorsque son prix de déclenchement est supérieur au dernier cours coté dans le cas d'un achat, et inférieur dans le cas d'une vente. Le système conserve l'ordre sans le dévoiler à l'ensemble des intervenants ; v. Bull. COB n° 302, mai 1996, p. 41 et 42. S'ils sont nombreux, les ordres déclenchés sont entrés dans le système en fonction de leur date de saisie, selon le principe premier entré, premier servi (v. manuel de négociation sur les

marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381), et Instr. application manuel de négociation n° 4-01).

323 –

C'est un ordre limité au cours mini à la vente, et maxi à l'achat, dès que la limite de prix initialement fixée est atteinte. Dans l'exemple précédent d'ordre d'achat stop à plage, le franchissement de la limite de prix de 100 _ le transforme en ordre limité à 102 _.

324 –

BJB sept. 2003, n° 83, p. 682 ; manuel de négociation sur les marchés cash d'Euronext (BJB juill. 2001, n° 68, p. 381). Le MONEP prévoit une variante, l'ordre à exécuter immédiatement et intégralement ou à éliminer : l'ordre est assorti d'une limite de prix et d'une quantité de contrats à négocier, qui, à défaut d'exécution immédiate et intégrale, est éliminé.

325 –

L'ordre TOR ne présente d'intérêt que pour les valeurs de marché étroit, c'est-à-dire celles qui étaient cotées par casier ou aujourd'hui par fixage bi-quotidien ; il n'était pas recevable sur les valeurs du CAC 40, en raison de leur forte liquidité, laquelle prive de sens la condition de quantité de titres désirée.

326 –

Le nouvel ordre TOR a été progressivement mis en place à compter du 24 février 1997 ; il constitue depuis un ordre au libellé réglementé, y compris pour les valeurs cotées en continu, ce qui n'était pas le cas durant le système de cotation CAC pour les valeurs faisant l'objet d'une cotation informatisée. La COB avait tenu à rappeler dans son Bulletin n° 265 de février 1993, p. 15, qu'elle n'interdisait pas l'ordre TOR. Constituant à présent un ordre au libellé réglementé, l'ordre TOR ne peut plus être refusé par les intermédiaires, que la valeur en faisant l'objet soit cotée en continu ou par fixage.

327 –

La quantité de titres disponibles doit être suffisante, et la limite de prix satisfaite. Si un cours, inférieur à la limite d'achat de l'ordre, ou supérieur à sa limite de vente, a été coté, l'ordre TOR n'est pas recevable, puisqu'il ne peut être exécuté qu'en totalité pour une quantité de titres donnée ; manuel de négociation, anc. art. 4-3-1-4 : « L'exécution d'un ordre tout ou rien n'est pas exigible lorsqu'un cours plus favorable que sa limite de prix est coté. »

328 –

Complexes car associant des ordres de sens opposé devant être exécutés ensemble. Pour T. Bonneau, l'opération est complexe lorsqu'elle lie la conclusion de deux contrats.

329 –

Mixtes car associant des ordres de nature ou de modalités différentes.

330 –

Exemple : achat de titres négociés sur le RM à cours limité combiné à une vente de titres négociés sur ce même marché à un cours également limité ; v. de Juglart M. et Ippolito B., Traité de droit commercial. Banques et bourses, t. VII, 3e éd., 1991, Montchrestien, par Martin L.-M., n° 719.

331 –

Lorsque les ordres peuvent être exécutés sur plusieurs séances de bourse, on parle d'ordre d'arbitrage.

332 –

V. aussi les procédures négociation Euronext Liffe, 5 août 2003, qui traitent notamment des opérations liées et des échanges de delta, échanges de base et stratégies de delta neutre.

333 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003. Il s'agit d'un achat d'un contrat à terme ferme sur une échéance lié à une vente sur une autre échéance. Un ordre spread est possible ; mais on ne peut pas lier ensemble plusieurs spread.

334 –

V. RM Euronext, art. 4203 et s. (en vigueur au 22 février 2010).

335 –

V. CE, 14 oct. 2015, n° 374211 : LPA 2015, p.6, note Perrotin F.

336 –

B. Sousi-Roubi et D. Lefranc, Lexique banque et bourse, Dalloz, 1997, 4e éd., v. « Ordres à écart ».

337 –

B. Sousi-Roubi et D. Lefranc, Lexique banque et bourse, Dalloz, 1997, 4e éd., v. « Ordre d'abord et ensuite » ; M. de Juglart et B. Ippolito, Traité de droit commercial. Banques et bourses, Montchrestien, 1991, t. VII, 3e éd. par L. M. Martin, n° 719. Exemple : acheter d'abord tant de titres de telle valeur, puis vendre tant de titres d'une autre valeur, ou inversement. Si la valeur et la séance de bourse sont identiques, l'investisseur réalise un aller et retour, à caractère spéculatif, propice à la qualification d'acte de commerce isolé ; 028.

(nota bene : les notes 44 à 83 reproduites ici viennent du tome 2 de l'ancien plan)

44 –

L'article M 4-2-1 des règles de marché MATIF donnait la définition suivante : « Le donneur d'ordres est la personne, membre ou non membre du marché, ayant confié à un membre du marché le soin de transmettre ou d'exécuter des ordres. »

45 –

Le terme d'intermédiaire recouvre ici les prestataires de services d'investissement (PSI), qui sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés à fournir des services d'investissement. La dénomination globale n'est plus prestataire de service d'investissement, mais prestataire habilité, depuis la modification du règlement général du CMF (art. 2-1-2) : article 311-2 ancien du règlement général de l'AMF, devenu art. 322-3, puis v. 311-1 s.

46 –

Morgan de Rivery-Guillaud A.-M., « Le titre II du règlement général du Conseil des marchés financiers », BJB juill. 1998, n° 84, p. 393, spéc. n° 50, en déduit qu'en réalité, deux comptes au moins doivent être ouverts au nom de chaque donneur d'ordre, l'un d'espèces, l'autre d'instruments financiers.

47 –

AMF, règl. gén., art. 322-80 et s. devenus 322-68 s. ; v. aussi Morgan de Rivery-Guillaud A.-M., « Le titre II du règlement général du Conseil des marchés financiers », BJB juill. 1998, n° 84, p. 393, spéc. n° 49.

48 –

Hovasse H., « Tenue de compte-conservation », Dr. sociétés 1999, comm. 43 et 82 ; v. aussi le commentaire de Germain M. et Frison-Roche M.-A., « La tenue de compte-conservation d'instruments financiers », RD bancaire et bourse 1999, p. 73 ; de Vauplane H., Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 34 ; Goutay P., « La tenue de compte-conservation d'instruments financiers », BJB mai 1999, n° 59, p. 241. Sur la modification de la réglementation de la tenue de compte-conservation réalisée par l'article 41 de la loi de sécurité financière n° 2003-706, du 1er août 2003 (C. mon. fin., art. L. 542-1), v. Brunengo-Basso S., « La sécurité des épargnants, des assurés et des déposants », Dr. et patr. janv. 2004, p. 73.

49 –

Pour le commentaire de ce texte, v. Dondero B. et Robine D., JCP E 2004, I 101, spéc. n° 1.

50 –

Cette diversité de conventions illustre bien la segmentation des métiers de l'intermédiation boursière, sur laquelle v. par exemple : Guillaumin V., « Le consentement échangé sur le marché financier », in L'échange

des consentements, Colloque de Deauville, RJ com. 1995, n° spécial, p. 133 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, n° 288.

51 –

V. sur cette ordonnance Bonneau T. : JCP E 2009, 1105 ; de Vauplane H., Banque et droit n° 123, janv.-févr. 2009, p. 84 ; Dubertret M. et Mangenet D. : D. 2009, p. 448 ; Paclot Y., BJB févr. 2009, n° 9, p. 59. Ce texte a été complété par les décrets nos 2009-295 et 2009-297, publiés au JO du 18 mars 2009.

52 –

V. Dussart S., Rodriguez F. et Thouch M., « La restitution des actifs par le dépositaire », BJB déc. 2008, n° 68, p. 542.

53 –

V. CA Paris, 8 avr. 2009, n° 2008/22218 : BJB mai 2009, n° 28, p. 191, note Riassetto I. et Prüm A.

54 –

Sur les procédures de transmission, 120 et s., spéc. 124, sur les conventions de routage électronique des ordres.

55 –

Bouteiller P., « La responsabilité du banquier dépositaire de titres », Ingénierie patrimoniale sept.-oct. 1999, p. 4.

56 –

Pour les ordres transmis via Internet, l'ancien article 314-63 énonçait que la convention de service devait décrire les équipements alternatifs mis à la disposition des clients en cas d'interruption du système de réception d'ordres.

57 –

Sur la valeur et la portée de ce délai, EO120-042, EO120-044 et s.

58 –

V. Morgan de Rivery-Guillaud A.-M., « Le titre II du règlement général du Conseil des marchés financiers », BJB juill. 1998, n° 84, p. 393, spéc. p. 408.

59 –

V. CA Paris, 19 oct. 2004, n° 03/06017 : BJB févr. 2005, n° 38, p. 161, note critique Bonneau T., qui s'étonne, § 7, de l'absence de nullité et de remise en état des parties.

60 –

Cette démarche préfigure celle de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998, dite DDOEF, qui allégeait la réglementation applicable en matière d'appel public à l'épargne lorsque l'investisseur est un investisseur dit qualifié (art. 30) ; EO100-112 et s., pour l'obligation de concentration et ses dérogations ; v. Bonneau T., Hovasse H., Pierre J.-L. et Vidal D., «

L'adaptation de la législation française et la modernisation des activités financières en vue de la troisième phase de l'union économique et monétaire », Dr. sociétés 1998, chron. 10. Le décret n° 98-880 du 1er octobre 1998 a actualisé la formulation de la liste des investisseurs qualifiés (sociétés, caisses, entreprises, institutions, établissements ou organismes) ; v. François B., « Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne », D. 2004, p. 1652, à propos de la directive prospectus n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003, le décret du 1er octobre 1998 n'étant pas conforme à la directive prospectus, car trop restreint s'agissant de la liste des investisseurs qualifiés. La directive prospectus y inclut les PME et les personnes physiques (sous la réunion de certaines conditions). Depuis, la notion d'appel public à l'épargne a été supprimée ; v. François B., « Fin de l'appel public à l'épargne ? », BJB oct. 2008, n° 53, p. 415. La suppression de la notion d'APE et du statut des sociétés faisant APE a été consommée par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009. Un décret n° 2012-1243 du 8 novembre 2012 pris pour l'application des obligations en matière de prospectus et pour la définition de l'investisseur qualifié, relève de 100 à 150 personnes le seuil en deçà duquel les investisseurs constituent un cercle restreint (C. mon. fin., art. D. 411-4), l'enjeu étant la dispense d'introduction en bourse ; pour un commentaire critique du texte, pointant des erreurs de plume, v. Saint-Pé S. et Herbet J., « Refonte du placement privé à la française et modification de la notion d'investisseur qualifié : des zones floues pour les investisseurs comme pour les gérants », BJB mars 2013, n° 47, p. 141 ; sur la sortie de bourse et la radiation, v. Martin Laprade F., « Radiation : état des lieux après 20 ans de réformes boursières », BJB déc. 2012, n° 226, p. 571. Euronext a pris de nouvelles règles en 2015 pour faciliter la radiation en cas de disparition de la liquidité, sur lesquelles v. Cuntz N., BJB oct. 2015, n° 112v1, p. 457. Pour un exemple de refus de mise en œuvre, afin de protéger les intérêts des investisseurs, v. Cass. com., 6 déc. 2016, n° 15-10275, PB : D. 2016, p. 2567, D. 2017, p. 691 note Th. de Ravel d'Esclapon, dans le contentieux Radiall. A la suite de cette affaire, Euronext a modifié ses règles, par une instruction N3-09, en assouplissant les conditions de radiation à la demande de l'émetteur, v. présentation RDBF nov. 2015, comm. 207. V. aussi Paris 18 mai 2017, BJB 2017, p. 269 : la radiation de la cote, fondée sur l'article P 1.4.2 des règles de marché d'Euronext Paris est exclusive de l'OPR à la demande d'un actionnaire minoritaire et du retrait obligatoire.

La loi Pacte a fait passer le seuil du retrait obligatoire de 95 à 90 %.

Non sans raison, la doctrine souligne que le Règlement prospectus du 14 juin 2017 aurait aboli la notion de placement privé ; v. A.

Pietrancosta et A. Marraud des Grottes, La notion de « placement privé » abolie le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ?, BJB 2018, p. 60. C'est chose faite avec l'ordonnance de transposition du 21 oct. 2019, articles L. 225-136 code de commerce et L. 411-1 comofi nouveaux, v. par ex. Th. Bonneau, Du placement privé, des offres non publiques et de l'interdiction de procéder à des offres au public après l'ordonnance du 21 octobre 2019, RDBF nov.-déc. 2019, Repère, page 1).

61 –

L'article 1 fait référence « au client susceptible d'être qualifié de client professionnel, et dont la société de bourse n'est pas appelée à assurer la conservation des titres et des espèces. » Mais l'article 2 donne une liste limitative (établissement de crédit, société de bourse, OPCVM, FCC, organisme de prévoyance et de retraite, établissement non résident ayant un statut comparable, caisse des dépôts, services financiers de la Poste). La qualité de client professionnel ne suffit pas. Il est en outre nécessaire que l'intermédiaire ne conserve pas de titres ou d'espèces.

62 –

Exemple : en matière de crédit immobilier, le délai de réflexion est de dix jours (C. consom., art. L. 312-10, anc., devenu L. 313-34). Comp. avec le délai de rétractation de sept jours du Code de la consommation, passé à quatorze jours avec la loi n° 2010-737 du 1er juillet 2010 : C. consom., art. L. 121-16, L. 121-23 et s., L. 311-12, anc., devenus L. 221-18, L. 224-79, et L. 312-19. Dans le droit de la consommation, les opérations les plus graves (prêts immobiliers) font l'objet, non d'un délai de rétractation, mais d'un délai de réflexion. Comp. avec la proposition de directive communautaire sur « la commercialisation à distance des services financiers », du 14 octobre 1998 (Bull. COB n° 329, nov. 1998, p. 36), qui recourt à deux techniques habituelles du droit de la consommation, le délai de réflexion et le droit de rétractation.

63 –

Lorsque les ordres sont transmis via Internet, l'article 251-3 du règlement général de l'AMF énonce que le délai de sept jours court à partir de la date où le client a consulté à l'écran ou téléchargé les notices. Le prestataire doit de surcroît enregistrer cette date de consultation, afin de se ménager la preuve de l'écoulement du délai. En d'autres termes, à la signature manuscrite d'une attestation en vertu de laquelle le client reconnaît avoir eu la remise de la note, se substitue le simple enregistrement de la date de consultation à l'écran de la notice, ou de son téléchargement ; v. Ruet L., « La réglementation de l'utilisation d'Internet dans la passation des ordres de bourse », Comm.

com. électr. 2000, chron. p. 9 à 14 ; v. aussi Gauberti A., « Bilan du développement des supermarchés de fonds en France », JCP E 2004, 28. Le renvoi de la notice d'information peut avoir lieu via Internet avec enregistrement par l'intermédiaire de la date de consultation ou du téléchargement du document par le donneur d'ordre. De même, l'attestation que doit renvoyer le donneur d'ordre peut comporter sa signature manuscrite ou électronique, et le système de la date d'émission (de l'attestation par le donneur d'ordre), qui semble faire courir le point de départ du délai de sept jours, est remplacé par le système de la date de réception (de l'attestation par l'intermédiaire).

64 –

V. Grynbaum L. : JCP E 2005, 398 ; Grynbaum L. et Leplat F., JCP E 2005, I 193 ; Bouteiller P., JCP E 2005, 1859, et surtout l'excellent commentaire de Coupez F. et Verbiest T., D. 2006, p. 3057.

65 –

S'agissant d'opérations sur instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé, l'information citée à l'alinéa précédent comporte notamment la note d'information et les fiches techniques qui lui sont annexées, prévues par les règlements de la Commission des opérations de bourse. Lorsque les ordres sont transmis via Internet, l'article 251-3 du règlement général de l'AMF, énonce que le prestataire doit s'assurer que le client reçoit systématiquement cette information, sous une forme consultable à l'écran ou par téléchargement, avant de passer son premier ordre via Internet.

66 –

Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 42, qui prend appui sur les analyses de Fabre-Magnan M., De l'obligation d'information dans les contrats, thèse, 1992, LGDJ, nos 561 et 589 et s. ; v. aussi Hovasse H., obs. sous CA Paris, 22 févr. 1993, Mercadal : Dr. sociétés 1993, comm. 150. Hovasse H. écrit également que la réparation prend le plus souvent la forme d'une attribution de dommages-intérêts. Mais la nullité ne poursuit pas une fin réparatrice ; ce sont deux questions différentes, qu'il ne faut pas confondre.

67 –

Pour l'application de ce raisonnement au défaut de constitution préalable de la couverture pour les opérations sur le MATIF, v. note Ruet L. sous Cass. com., 6 mai 1996, n° 93-13292 : BJB sept. 1996, n° 81, p. 523 ; 072 et 114.

68 –

La théorie des nullités n'a pas pour finalité d'assurer une réparation d'un quelconque préjudice. Elle a pour objet de sanctionner le non-respect des conditions de formation des contrats imposées par la loi,

qu'il existe ou non un préjudice. La démonstration, non réfutée, en a été magistralement établie par Guelfucci-Thibierge C., Nullité, restitutions et responsabilité, thèse, 1992, LGDJ, nos 344 et s.

69 –

Il est également bien établi en droit positif que si le prononcé de la nullité a exposé l'une des parties à un préjudice, l'autre peut en demander réparation sur le fondement de la responsabilité délictuelle ; v. Guelfucci-Thibierge C., Nullité, restitutions et responsabilité, thèse, 1992, LGDJ, nos 623 et s., sur le cumul des actions en nullité et en responsabilité.

70 –

CA Paris, 30 nov. 1992, Famille Kaplan : Dr. sociétés 1993, comm. 60, obs. Hovasse H. : pas de responsabilité de l'intermédiaire du fait de la non-remise de la note d'information, lorsque le donneur d'ordre est suffisamment informé des risques, preuve déduite des nombreuses opérations qu'il avait déjà accomplies – CA Paris, 22 févr. 1993, Mercadal : Dr. sociétés 1993, comm. 150, obs. Hovasse H. : responsabilité de l'intermédiaire pour défaut de remise de la note d'information, le donneur d'ordre étant un néophyte.

71 –

Imagine-t-on, dans la vente, le défaut de prix, le vice du consentement, l'absence de cause, sanctionnés, non par la nullité, mais par le biais d'une prétendue violation d'une obligation d'information ?

72 –

Cass. 1re civ., 30 mars 1994, n° 92-13653 : Bull. civ. I, n° 130 ; Contrats, conc. consom. 1994, comm. 129, obs. Raymond G. ; D. 1994, IR, p. 102 – Cass. 1re civ., 9 déc. 1997, n° 95-15494 : Bull. civ. I, n° 368 ; JCP G 1998, II 10148, obs. Piedelièvre S. ; RTD civ. 1998, p. 670, obs. Mestre J. ; v. aussi Arlie D., « Du particularisme du droit de la consommation et de ses limites », RJDA 1/00, p. 3 et s., spéc. p. 8 et 14.

73 –

Maintenant la nullité de l'offre de prêt immobilier (C. consom., anc. art. L. 312-10, devenu L. 313-34) en cas de non-respect du délai de réflexion, et retenant la nature relative de cette nullité, v. Cass. 1re civ., 27 févr. 2001, n° 98-19857 : Bull. civ. I, n° 48 ; D. 2001, AJ, p. 1388, obs. V. A.-R. ; v. sur la question, Monachon-Duchêne N., « La protection du délai de réflexion de l'emprunteur immobilier », JCP E 2004, I 152.

74 –

V. Cass. 1re civ., 28 nov. 1995, n° 93-16055 : Contrats, conc., consom. 1996, comm. 34, obs. Raymond G.

75 –

Cass. 1re civ., 9 mars 1999, n° 96-18909 : Bull. civ. I, n° 86 ; D. aff. 1999, p. 628, note C. R. ; catégorique sur la portée de cet arrêt, v. Gourio A., « Le nouveau régime des renégociations des prêts au logement », JCP E 1999, 1524, spéc. n° 18.

76 –

Cass. 1re civ., 23 mars 1999, n° 97-11525 : Bull. civ. I, n° 108 ; D. aff. 1999, p. 754, note C. R.

77 –

De même, en présence d'une irrégularité affectant, non la stipulation du taux d'intérêt conventionnel, mais le TEG, v. Cass. 1re civ., 23 nov. 1999, n° 97-14949 : Bull. civ. I, n° 321 ; LPA 30 déc. 1999, p. 8.

78 –

Cass. 1re civ., 18 janv. 2000, n° 97-20750 : JCP E 2000, 438, obs. Bouteiller P.

79 –

Cass. 1re civ., 15 mai 2001, n° 99-12498 : Bull. civ. I, n° 139 ; JCP G 2001, act. 1090.

80 –

Cass. 1re civ., 15 déc. 1998, n° 96-19898 : Bull. civ. I, n° 366 ; RTD civ. 1999, p. 385, obs. Mestre J.

81 –

CA Paris, 7 mai 1999 : BJB nov. 1999, p. 598, n° 125, note Ruet L. De manière similaire, v. CA Paris, 30 nov. 1992 : Dr. sociétés 1993, comm. 60, obs. Hovasse H. – Cass. com., 14 déc. 2004, n° 02-13638 : BJB févr. 2005, n° 39, p. 168, note Goutay P. et Sauvet K.-A. ; D. 2005, p. 495, obs. Avena-Robardet V. et p. 2609, obs. Reinhard Y. et Thomasset-Pierre S. ; Dr. sociétés 2005, comm. 95, obs. Bonneau T. ; Banque et droit n° 100, mars-avr. 2005, p. 27, obs. de Vauplane H. et Daigre J.-J.

82 –

CA Paris, 13 févr. 2004 : BJB mai 2004, n° 61, p. 280, note Robine D.

83 –

v. Cass. com., 4 nov. 2008, n° 07-21481 : Bull. civ. IV, n° 185 ; LPA 4 févr. 2009, p. 5, note Ruet L. ; l'arrêt est de cassation.

Auteur :

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