



**HAL**  
open science

# Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse

Laurent Ruet

► **To cite this version:**

Laurent Ruet. Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse. Dictionnaire Bourse et produits financiers, 2018. hal-01797660

**HAL Id: hal-01797660**

**<https://hal.parisnanterre.fr/hal-01797660>**

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.

## **Prestataires de services d'investissement. Responsabilité civile**

**Date d'actualisation :**

**Auteur :**

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

### **Plan**

3.3.3.3.21 Chapitre 1 – Compétence juridictionnelle

3.3.3.3.2.136. Textes.

3.3.3.3.2.238. Compétence matérielle.

3.3.3.3.2.340. Compétence territoriale.

3.3.3.3.2.442.I

3.3.3.3.21 Chapitre 2 – L'obligation d'information et de conseil du professionnel

6.3.126. Problématique.

6.3.228. Positions doctrinales.

6.3.330. Droit positif.

6.3.432. Consécration du devoir de conseil positif dans la directive MIF 2.

6.3.534. Trois limites à l'obligation d'information et de conseil.

6.3.636. Clause limitative de responsabilité.

6.3.738. Charge de la preuve.

7.2.4.4B Chapitre 3 – Conséquences de l'absence ou de l'insuffisance de la couverture : le contentieux afférent aux appels de marge

7.2.4.4.1100. Protection du marché, puis du donneur d'ordre.

7.2.4.4.21 – Liquidation des positions

7.2.4.4.2.1102. Frein à la spéculation illusoire.

7.2.4.4.2.2104. MATIF, MONEP : absence de mise en demeure.

7.2.4.4.2.3106. Marché à SRD (ancien RM) : distinction entre couverture et engagements.

7.2.4.4.32 – Responsabilité de l'intermédiaire

7.2.4.4.3.1108. Deux types de contentieux.

7.2.4.4.3.2110. Rôle de la mise en demeure.

7.2.4.4.3.3112. Responsabilité éventuelle puis totale en cas de liquidation hors délais. Droit positif.

7.2.4.4.3.4114. Discussion.

7.2.4.4.3.5116. Propositions.

7.2.4.4B Chapitre 4 – Responsabilités lors de l'exécution de l'ordre

2.2.2.4.218. Obligations nouvelles à la charge des PSI apportées par MIF 2.

2.2.3 Section 1 – Obligations du prestataire envers le donneur d'ordre

2.2.3.120. Étendue des obligations.

2.2.3.2A – Obligation de fidélité

2.2.3.2.122. Nuntius.

2.2.3.2.224. Obligation de diligence.

2.2.3.2.326. Négociation dite OTF (MIF 2).

2.2.3.2.428. Régime de la best execution dans MIF 2.

2.2.3.2.530. Absence d'immixtion.

2.2.3.2.632. Exécution au mieux.

2.2.3.3B – Responsabilité du fait d'autrui

2.2.3.3.134. Oui et non.

2.2.3.4C – Indemnisation du donneur d'ordre

2.2.3.4.136. Versement d'une soulte.

2.3 Section 2 – Compte rendu de l'exécution

2.3.138. Aménagements.

2.3.2§ 1 – Information du donneur d'ordre

- ✂ ✂ 2.3.2.140. Vues générales.
- ✂ ✂ 2.3.2.2A – Avis d'opéré et relevés de compte
- ✂ ✂ 2.3.2.2.142. Exécution de l'obligation de compte rendu.
- ✂ ✂ 2.3.2.3B – Silence du donneur d'ordre
- ✂ ✂ 2.3.2.3.144. Significations possibles du silence.
- ✂ ✂ 2.3.2.3.246. Incidence de la nature de l'ordre.
- ✂ ✂ 2.3.2.3.348. Présomption d'existence et d'exécution.
- ✂ ✂ 2.3.2.3.450. Portée de la présomption.
- ✂ ✂ 2.3.2.3.552. Charge de la preuve.
- ✂ ✂ 2.3.3§ 2 – Aménagements conventionnels
- ✂ ✂ 2.3.3.154. Délimitation.
- ✂ ✂ 2.3.3.2A – Durée de la prescription extinctive
- ✂ ✂ 2.3.3.2.156. Conditions de validité.
- ✂ ✂ 2.3.3.2.258. Clauses abusives.
- ✂ ✂ 2.3.3.2.360. Exception de nullité.
- ✂ ✂ 2.3.3.3B – Clauses élusives de responsabilité
- ✂ ✂ 2.3.3.3.162. Intérêt limité.
- ✂ ✂ 2.3.3.3.264. Clause abusive.
- ✂ ✂ 2.3.3.3.366. Faute lourde.
- ✂ ✂ 2.3.3.3.468. Obligation substantielle.
  
- ✂ ✂ 3Chapitre 5 – Issue de l'ordre
- ✂ ✂ 3.170. Trois issues.
- ✂ ✂ 3.2Section 1 – Apurement des positions
- ✂ ✂ 3.2.172. Rôle du terme.
- ✂ ✂ 3.2.2§ 1 – Opérations à terme
- ✂ ✂ 3.2.2.174. Stratégies financières.
- ✂ ✂ 3.2.2.2A – Inversion des positions
- ✂ ✂ 3.2.2.2.176. Position fermée.
- ✂ ✂ 3.2.2.3B – Exercice des options

3.2.2.3.178. Modalités.

3.2.3§ 2 – Opérations de règlement et garanties de bonne fin

3.2.3.180. Sécurisation des opérations.

3.2.3.2A – Opérations de règlement-livraison

3.2.3.2.182. Droit commun.

3.2.3.2.284. Caractère dérogatoire du droit boursier.

3.2.3.2.386. Résolution, bail-in et stock run.

3.2.3.2.488. Neutralisation de la lex concursus.

3.2.3.2.590. Opération au comptant (ou ancien règlement immédiat).

3.2.3.2.692. Opération à SRD (ancien RM).

3.2.3.2.794. Opérations de règlement-livraison et vente « à découvert ».

3.2.3.2.896. Opérations de règlement-livraison et vente « à découvert », apport de MIF 2.

3.2.3.2.998. Règlement des contrats d'options.

3.2.3.2.10100. Règlement des contrats à terme ferme.

3.2.3.3B – Garanties de bonne fin des opérations

3.2.3.3.1102. Deux garanties distinctes.

3.2.3.3.2104. Garantie de ducroire.

3.2.3.3.3106. Garantie de bonne fin.

3.3Section 2 – Report des positions

3.3.1108. Définition.

3.3.2110. Conditions.

3.3.3112. Typologie.

3.3.4114. Modalités.

3.3.5116. Information d'Euronext.

3.4Section 3 – Liquidation d'office des positions

3.4.1118. Garantie d'exécution du marché.

3.4.2120. Exécution en bourse sans report préalable.

3.4.3122. Exécution en bourse consécutive à un report à découvert.

3.4.4124. Défaillance du donneur d'ordre et de l'adhérent compensateur.

**Présentation générale du tome 3.** Pour permettre une utilisation facilitée de la part des professionnels, il a été décidé de regrouper dans le tome 3 des développements qui figuraient auparavant parmi les trois tomes précédents. Le trait commun est l'aspect contentieux et la recherche de la responsabilité civile des professionnels, ce qui entraîne le regroupement des questions importantes en pratique suivantes : la détermination du juge compétent (chapitre 1), l'obligation d'information et de conseil du professionnel (chapitre 2), le contentieux afférent aux appels de marge (chapitre 3), les responsabilités des professionnels lors de l'exécution de l'ordre et les aménagements conventionnels possibles (chapitre 4), et, enfin, l'issue de l'ordre (chapitre 5).

## **Chapitre 1 – Compétence juridictionnelle**

### **036. Textes.**

La présentation d'ensemble du contentieux afférent aux ordres de bourse s'ouvre sur le choix et l'aménagement des règles de compétence juridictionnelle. La détermination du tribunal compétent est opérée par application de l'ancien article 631 du Code de commerce, repris à l'article L. 411-4 du Code de l'organisation judiciaire, depuis la loi NRE du 15 mai 2001, et aux articles L. 411-1 et L. 411-2, puis transférés à nouveau dans le Code de commerce par une ordonnance n° 2006-673 du 8 juin 2006, aux articles L. 721-3 et suivants. Il importe de distinguer la compétence matérielle, la compétence territoriale, et la convention d'arbitrage.

### **038. Compétence matérielle.**

Conformément à l'ancien article 631 du Code de commerce (texte abrogé, puis codifié au Code de l'organisation judiciaire, art. L. 411-4, puis transférés aux articles L. 721-3 du Code de commerce), les juridictions consulaires sont compétentes lorsque l'intermédiaire est défendeur<sup>50</sup>, lorsque les deux parties sont des commerçants, ou lorsque le litige se noue autour d'un ordre de bourse qui constitue,

isolément, un acte de commerce<sup>51</sup>. En revanche, s'il est assigné devant le tribunal de commerce par l'intermédiaire, le donneur d'ordre particulier peut soulever l'exception d'incompétence du tribunal de commerce<sup>52</sup>, sauf si, par son comportement spéculatif, il imprime à l'ordre une nature commerciale, ou acquiert la qualité de commerçant<sup>53</sup>. La connaissance de l'octroi de stock-options à un salarié relève de la compétence du Conseil des prud'hommes<sup>54</sup>. Enfin, les clauses insérées dans les actes mixtes et ayant pour objet de proroger la compétence matérielle au profit du tribunal de commerce sont inopposables au non-commerçant<sup>55</sup>.

#### **040. Compétence territoriale.**

Ce sont les règles de compétence territoriale posées aux articles 42 et suivants du Code de procédure civile qui trouvent à s'appliquer, à savoir, sauf disposition contraire, le lieu où demeure le défendeur (art. 42) et, en matière contractuelle, le lieu de livraison effective de la chose ou le lieu d'exécution de la prestation (art. 46)<sup>56</sup>. Enfin, les clauses relatives à la compétence territoriale ne sont valables qu'à la double condition d'être convenues entre des parties qui ont toutes contracté en qualité de commerçant, et d'être spécifiées de façon très apparente dans l'engagement de celui contre qui elles sont opposées (CPC, art. 48). En d'autres termes, de telles clauses seront pratiquement toujours réputées non écrites dans les rapports entre le donneur d'ordre non commerçant et l'intermédiaire, quand bien même celui-là aurait réalisé ponctuellement des ordres de bourse de nature commerciale. Car la qualité de commerçant (de fait) lui est difficilement reconnue, qui implique un comportement de spéculateur d'habitude, condition distincte de l'accomplissement ponctuel d'ordres de bourse de nature commerciale <sup>030</sup><sup>57</sup>. Les opérations transfrontières peuvent réserver de bien mauvaises surprises aux investisseurs. Ainsi, dans une affaire où l'investisseur, installé en Autriche, avait contracté avec deux sociétés de placement implantées en Allemagne, la CJCE a jugé que le tribunal compétent pour connaître des pertes était le tribunal allemand des intermédiaires, et non le tribunal autrichien de l'investisseur<sup>58</sup>. Dans le même sens, et dans le prolongement des affaires Madoff et Luxalpha, la CJUE a décidé que le lieu du préjudice exclusivement financier (perte financière matérialisée sur le compte bancaire du demandeur) ne peut suffire à fonder la compétence du tribunal dans le ressort duquel le compte bancaire est tenu sur le fondement de l'article 5, point 3, du règlement (CE) n° 44/2001 du 22 déc. 2000<sup>59</sup>. Le droit de l'Union européenne accorde néanmoins un rôle important, en

matière de conflit de juridictions, au domicile de l'investisseur, lieu de localisation des dommages financiers<sup>60</sup>, lorsque le préjudice invoqué est l'investissement lui-même, et pas simplement une perte financière.

La CJUE a fini par admettre que le tribunal du domicile de l'investisseur est compétent pour connaître de l'action en responsabilité délictuelle contre la banque, le préjudice financier étant bien localisé directement sur le compte en banque dudit investisseur (v. CJUE 12 sept. 2018, aff. C-304/17 Löber, BJB 2018, p. 363 note A. Tenenbaum, RCDIP 2019, p. 135 note H. Muir Watt).

Sa jurisprudence est néanmoins fluctuante, puisqu'elle est revenue au critère du lieu de cotation des titres (attraction du lieu du marché financier), évinçant le lieu de tenue du compte-titres; à propos d'un préjudice financier résultant de décisions d'investissement prises à la suite d'informations défectueuses ; v. CJUE 12 mai 2021 BP plc, aff. C-709/19, D. 2021, p. 1836, Ce critère est susceptible de poser des difficultés de mise en œuvre en cas de multi-cotations, hypothèse devenue banale pour de nombreux titres, cotés sur plusieurs places en Europe et aux USA. Dans un tel cas, le lieu d'implantation de la société émettrice devrait être retenu, exemple, la Finlande pour Nokia, dont les titres sont cotés sur plusieurs bourses européennes et aux USA.

#### **042. Convention d'arbitrage.**

Les parties ont-elles la possibilité de s'en remettre à l'arbitrage pour trancher leur litige ? La réponse est assurément positive lorsque les deux parties sont commerçantes, lorsque la contestation est relative à un acte qui est de nature commerciale pour chaque partie (COJ, art. L. 411-4, puis C. com. art. L. 721-3), la clause compromissoire étant alors valable, ou, lorsqu'en présence d'un acte mixte (C. civ., art. 2059), elles mettent en place une procédure d'arbitrage ad hoc après l'apparition du litige, en établissant un compromis d'arbitrage (CPC, art. 1447 et s.). La possibilité de recourir à l'arbitrage sur le MATIF était également prévue par l'AMF, laquelle souhaite pouvoir recourir à la transaction, afin d'apporter une solution aux litiges survenant à l'occasion d'opérations, entre membres du marché, ou entre membres du marché et donneurs d'ordre. De même, l'ancien article 516-16 du règlement général de l'AMF dispose « qu'à la demande d'une entreprise de marché, le conseil peut instituer une procédure d'arbitrage destinée à apporter une solution aux litiges survenant entre l'entreprise de marché et les membres du marché, entre les membres du marché, ou entre les



membres et leurs donneurs d'ordre. »<sup>61</sup> Il figure également à l'article 541-31 version 2007 à propos de la chambre de compensation ; pour la version 2018, v. les articles 516-3 et 541-37. En revanche, la clause compromissoire (CPC, art. 1442 et s.) incluse dans la convention fixant les relations entre le donneur d'ordre et son intermédiaire était frappée de nullité absolue, dès lors que l'acte était mixte (combinaison de C. civ., art. 2061, mod. par la loi NRE, 15 mai 2001, élargissant le domaine d'application de la clause compromissoire et COJ, art. L. 411-4, puis C. com. art. L. 721-3 ; la clause compromissoire est valable, même dans l'acte mixte, dès lors que le contrat se rattache à l'activité professionnelle des parties)<sup>62</sup>. Mais que l'ordre de bourse soit qualifié d'acte de commerce, et la clause compromissoire retrouve son efficacité<sup>63</sup>. Il en est de même si la convention est conclue à raison d'une activité professionnelle, même de nature civile (C. civ., art. 2061). La Cour de cassation a également admis la validité d'une clause compromissoire incluse dans une convention de démarchage passée par un particulier néophyte pour investir sur les marchés des futures américains, au motif que l'opération présentait un caractère international, l'arrêt rappelant que l'arbitre a la compétence de sa compétence<sup>64</sup>. La loi n° 2016-1547 du 18 novembre 2016 sur la justice du XXI<sup>e</sup> siècle a encore élargi le domaine de validité de la clause compromissoire, celle-ci devenant valable du moment qu'elle porte sur des droits disponibles pour les parties, même si le litige n'est pas d'ordre professionnel. On retrouve cette faveur envers les modes alternatifs de règlement des différends dans le considérant 61 de la directive MIF du 21 avril 2004, et son article 53. Et il importe de souligner que l'article 1442 du Code de procédure civile, issu du décret n° 2011-48 du 13 janvier 2011 portant réforme de l'arbitrage, vise à la fois la clause compromissoire et le compromis d'arbitrage (« La convention d'arbitrage prend la forme d'une clause compromissoire ou d'un compromis »). Enfin, l'évolution de la Cour de cassation relativement à l'inopposabilité au non-commerçant des clauses qui prorogent la compétence matérielle du tribunal de commerce<sup>65</sup> ne peut que conforter l'invalidité des clauses compromissoires insérées dans des actes mixtes, mais cette jurisprudence appartient désormais au passé en raison du nouvel article 2061 du Code civil.

#### **044. Médiation.**

Les marchés financiers ne restent pas à l'écart du recours aux modes alternatifs de règlement des litiges<sup>66</sup>. Ainsi, la COB avait adopté une charte de la médiation en 1997, qui a été modifiée dans le sens d'une

plus grande simplicité en 1999. Les particuliers mécontents ont souvent recours au médiateur de la COB, puis celui de l'AMF, pour essayer de faire pression sur le prestataire (plus de 180 dossiers en 2000)<sup>67</sup>. Cependant, cette démarche a une efficacité très minime, dans la mesure où l'accord des parties en présence est nécessaire, où les propositions du médiateur n'ont aucune valeur contraignante, et où sa mise en œuvre est subordonnée à l'absence d'enquête et/ou l'absence d'action judiciaire. La mission du médiateur, d'une durée maximale de principe de trois mois, est donc subsidiaire. Ses activités donnent lieu à la rédaction annuelle d'un rapport écrit qui est présenté par l'AMF. La Cour de cassation a également manifesté une certaine faveur envers les clauses de conciliation et de médiation, en sanctionnant leur non-respect par une fin de non-recevoir de l'action en justice<sup>68</sup> et en considérant que la clause qui impose une conciliation préalable n'est pas abusive<sup>69</sup>, solution parfaitement compatible avec la loi n° 2005-67 du 28 janvier 2005 qui déclare abusives les clauses imposant exclusivement au consommateur un mode alternatif de règlement des litiges. L'article 2238 du Code civil énonce que la prescription extinctive est suspendue en cas de conciliation ou de médiation. La faveur manifestée par le droit des marchés financiers envers la médiation s'inscrit ainsi parfaitement, avec une certaine précocité, dans la volonté européenne de promouvoir ce mode alternatif de règlement des différends<sup>70</sup>. La directive MIF 2 du 15 mai 2014 poursuit le mouvement en prévoyant un mécanisme extrajudiciaire de règlement des plaintes des clients (art. 75).

## **Chapitre 2 – L'obligation d'information et de conseil du professionnel**

### **026. Problématique.**

L'obligation d'information et de conseil pesant sur l'intermédiaire ne sera ici examinée que relativement au mandat de transmission d'ordres, et non, de manière générale, en tenant compte du mandat de gestion<sup>84</sup>. Compte tenu de son importance et du contentieux y afférent, son étude a été déplacée dans la troisième partie dans le cadre de cette édition refondue. À titre liminaire, la terminologie même d'obligation d'information et de conseil nécessite quelques mots d'explication. L'existence d'une obligation d'information à la charge de l'intermédiaire ne fait aucun doute depuis de nombreuses années. La Cour de cassation a décidé en la matière que « quelles que soient les

relations contractuelles entre un client et une banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques qu'il encourt dans les opérations spéculatives sur le marché à terme, hors le cas où il en a connaissance. »<sup>85</sup> La problématique n'est donc pas celle de l'existence d'une obligation d'information, mais celle de son étendue, étant rappelé que le débiteur de cette obligation est un professionnel, et que la relation est contractuelle. La doctrine est accoutumée à distinguer trois degrés<sup>86</sup> : une obligation d'information stricto sensu, qui consiste en la fourniture d'un simple renseignement, qui n'est pas personnalisé en fonction des besoins du client (exemple : remise d'une brochure, d'un mode d'emploi, d'une notice d'information), et qui lui est toujours due ; cette obligation n'est pas spécifique des relations contractuelles, car elle existe aussi en matière de responsabilité délictuelle<sup>87</sup> ; ensuite, une obligation de mise en garde sur les risques encourus par le client, ce que d'aucuns appellent le devoir de déconseiller, et dont l'exécution devient dépendante des besoins du client : elle est inutile si le client est déjà suffisamment éclairé par lui-même ; enfin, le devoir de conseil par lequel l'intermédiaire va renseigner son client sur l'opportunité de passer telle opération ; c'est un conseil sur l'opportunité d'agir ou de s'abstenir, mais en aucun cas, l'intermédiaire ne peut faire obstacle à la volonté du donneur d'ordre dès lors que celui-ci a arrêté sa décision. L'intermédiaire se borne donc à éclairer son client sur l'opportunité d'agir, mais ne se substitue pas à lui dans la prise de décision. On remarquera que l'obligation de mettre en garde, ou obligation de déconseiller, est extrêmement proche du devoir de conseil<sup>88</sup>. En somme, la question est de savoir si l'intermédiaire est tenu à une simple obligation d'information, qui ne tient pas compte de son statut de professionnel et de l'existence d'une relation contractuelle rémunérée, ou d'une obligation de mettre en garde et de déconseiller les opérations à risques, ou, enfin, d'un devoir de conseil l'obligeant à prendre toute précaution utile aux intérêts de son client<sup>89</sup> et à l'éclairer sur l'opportunité d'entreprendre telle ou telle opération. Les solutions sont graduelles, d'où la terminologie retenue d'obligation d'information et de conseil, pour montrer que, selon les hypothèses envisagées, l'intermédiaire sera tenu soit d'une obligation d'information, soit d'une obligation de déconseiller, soit d'un devoir de conseil stricto sensu, l'enjeu consistant, pour le client, à imputer à l'intermédiaire une partie des pertes qu'il a pu subir.

## **028. Positions doctrinales.**

La plus grande partie des auteurs<sup>90</sup> considère actuellement que l'intermédiaire n'est pas tenu à une simple obligation d'information, mais, bien plutôt, que le client a un droit sinon au conseil, du moins à une mise en garde, même en présence de simples ordres de bourse<sup>91</sup>, contrepartie du devoir de conseil de l'intermédiaire. Les raisons de retenir cette qualification ne manquent pas, qui tiennent à la nature contractuelle et rémunérée de la relation, au monopole de l'intermédiaire, à son statut de professionnel, aux règles déontologiques qui lui incombent, à l'apport de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, aux risques inhérents aux opérations spéculatives sur les marchés à terme et, selon le cas, au manque de connaissances du donneur d'ordre. À titre de comparaison, le Conseil d'État reconnaît que l'aide juridictionnelle fonctionne bien à perte pour les avocats, mais que c'est la juste contrepartie de leur monopole de la représentation devant les tribunaux<sup>92</sup>. Le même raisonnement doit s'appliquer aux banques et aux prestataires de services d'investissement : leur monopole doit entraîner des contreparties au bénéfice des clients, notamment en terme de devoir de conseil. Un auteur<sup>93</sup>, cependant, prétend que les intermédiaires financiers ne seraient tenus qu'à une simple obligation d'information, et non à un devoir de conseil, allant jusqu'à ponctuer de « sic » les décisions de justice<sup>94</sup> retenant expressément la qualification de devoir de conseil. Bien au contraire, l'état du droit positif permet de conclure à l'existence d'une obligation d'information et de mise en garde pesant sur tout intermédiaire financier et qui, dans certaines circonstances, peut aller jusqu'à la qualification de devoir de conseil, car, pour reprendre la formule de Patrice Jourdain : « Le devoir de conseil contribue (...) à assurer l'efficacité de l'obligation principale dont il est le prolongement. »<sup>95</sup>

### **030. Droit positif.**

Le droit positif ressort ici de l'analyse des obligations déontologiques<sup>96</sup> pesant sur les intermédiaires, consacrées par les articles 10 et 11 de la directive (CEE) du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières et du Code monétaire et financier, l'article L. 533-4, sous le terme de règles de bonne conduite, développées par les articles 314-1 et suivants du règlement général de l'AMF versions 2007 et 2018, et de la jurisprudence. Avec la transposition des directives MIF par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 puis l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017, le contenu des règles de bonne conduite a été

déplacé aux articles L. 533-11 et suivants du Code monétaire et financier.

Le droit positif s'est ainsi orienté vers une double obligation de conseil et de mise en garde, l'une d'origine légale, l'autre, jurisprudentielle. Pour leur articulation, la Cour de cassation admet une certaine autonomie, en ce qu'un client donneur d'ordre, classé comme non professionnel au titre de l'article L 533-16 comofi, peut se voir qualifié d'averti au regard de l'obligation de mise en garde jurisprudentielle, ce qui met le prestataire à l'abri d'une condamnation en cas de perte, même dans l'hypothèse de l'utilisation de produits aussi spéculatifs que les CFD, dont l'effet de levier peut atteindre 400 fois la mise initiale (v. Com. 27 mars 2019, n° 18-10592, D. 2019, p. 1424 note P. Pailler).

Une ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 prévoit la possibilité pour le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie d'homologuer les codes de bonne conduite relatifs à la commercialisation d'instruments financiers. Lorsqu'elle abordait la question, la COB refusait de distinguer l'étendue des obligations d'information à la charge des intermédiaires et faisait état du « devoir d'information et de conseil [qui] comporte la mise en garde contre les risques courus. »97

Le règlement général de l'AMF met à la charge des prestataires habilités de services d'investissement intervenant comme simples transmetteurs d'ordres des obligations d'information et de conseil étendues au bénéfice de leurs donneurs d'ordre<sup>98</sup>, dès leur entrée en relations (AMF, règl. gén., art. 314-1 s. ; 016), puis tout au long de celles-ci. La consécration d'un devoir d'information et de conseil n'est que le prolongement naturel de l'obligation de loyauté dans les relations contractuelles, spécialement lorsque l'une des parties détient des informations que l'autre ignore<sup>99</sup>.

L'ancien article L. 533-4 du Code monétaire et financier (réd. L. MAF n° 96-597, art. 58) nourrissait en ce sens l'attente légitime des donneurs d'ordre à l'égard des prestataires de services d'investissement, ceux-là étant en droit d'attendre toutes les sollicitudes de ceux-ci : les règles déontologiques, dites de bonne conduite, les obligent notamment à « 1° Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ; 2° Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ; (...) 4° S'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ; 5° Communiquer, de manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients (...). Les règles

énoncées au présent article doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu. » C'est donc à l'intermédiaire de s'enquérir des besoins de son client<sup>100</sup>, de lui fournir les informations appropriées, c'est-à-dire un conseil personnalisé et, conformément aux articles 314-4 et 314-4-1 du règlement général de l'AMF, de toujours privilégier l'intérêt du client, de lui fournir la meilleure exécution possible. La fourniture d'informations personnalisées est clairement consacrée par ces textes qui obligent le prestataire à prendre l'initiative, à évaluer la compétence professionnelle de son client, à l'informer des risques attachés aux opérations que celui-ci envisage, à lui communiquer une information adaptée, en fonction de l'évaluation de sa compétence professionnelle dès leur entrée en relations<sup>101</sup>.

La directive MIF n° 2004/39/CE, du 21 avril 2004 (art. 19, § 5) prévoit le même type de devoir d'immixtion. La CJUE a eu à interpréter les paragraphes 4, 5 et 9 de cet article<sup>102</sup>. Il est précisé d'une part, que « compte tenu de l'objectif de l'article 19 de la directive n° 2004/39/CE, qui est, ainsi qu'il ressort du point 39 du présent arrêt, notamment celui de protéger les investisseurs, lesdites dispositions ou normes doivent permettre une évaluation des risques des clients et/ou comporter des exigences en matière d'information, qui englobent également le service d'investissement faisant partie intégrante du produit financier en question, pour que ce service ne soit plus soumis aux obligations énoncées à l'article 19 de la directive n° 2004/39/CE » (point 47 de l'arrêt), et, d'autre part, « si l'article 51 de la directive n° 2004/39/CE prévoit l'imposition de mesures ou de sanctions administratives à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions adoptées en application de cette directive, celle-ci ne précise ni que les États membres doivent prévoir des conséquences contractuelles en cas de conclusion de contrats ne respectant pas des obligations découlant des dispositions de droit national transposant l'article 19, paragraphes 4 et 5, de la directive n° 2004/39, ni quelles pourraient être ces conséquences. Or, en l'absence de législation de l'Union en la matière, il appartient à l'ordre juridique interne de chaque État membre de régler les conséquences contractuelles de la violation de ces obligations, sous réserve du respect des principes d'équivalence et d'effectivité » (point 57 de l'arrêt), ce qui laisse une marge de manœuvre à chaque État membre. Sur le fond du litige, la Cour répond que « la question de savoir si un service d'investissement constitue un conseil en investissement dépend non pas de la nature de l'instrument financier qui en fait l'objet, mais de la manière dont ce dernier est

proposé au client ou au client potentiel », de sorte que « le fait de proposer un contrat d'échange à un client afin de couvrir le risque de variation du taux d'intérêt d'un produit financier que ce client a souscrit constitue un service de conseil en investissement, tel que défini à cette disposition, pour autant que la recommandation portant sur la souscription d'un tel contrat d'échange est adressée à ce client en raison de sa qualité d'investisseur, qu'elle est présentée comme adaptée audit client ou fondée sur l'examen de la situation propre à celui-ci et qu'elle n'est pas exclusivement diffusée par des canaux de distribution ou destinée au public » (point 55 de l'arrêt). La CJUE a cependant refusé d'admettre que les prêts en devises puissent relever des dispositions de la directive MIF 1 s'agissant des obligations d'évaluation, d'adéquation et de mise en garde<sup>103</sup>.

Selon l'article L. 533-13, II, du Code monétaire et financier dans le cadre de la MIF 1 : « En vue de fournir un service autre que le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, les prestataires de services d'investissement demandent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, des informations sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement, pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit proposés aux clients ou demandés par ceux-ci leur conviennent. Lorsque les clients, notamment les clients potentiels, ne communiquent pas les informations nécessaires ou lorsque les prestataires estiment, sur la base des informations fournies, que le service ou l'instrument ne sont pas adaptés, les prestataires mettent en garde ces clients, préalablement à la fourniture du service dont il s'agit. » Le texte consacre ainsi une obligation de mise en garde. Mais le point III tempère fortement cette obligation de mise en garde, sans avoir recours à la notion d'opérateur averti : « Les prestataires de services d'investissement peuvent fournir le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers ou le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers sans appliquer les dispositions du II du présent article, sous les conditions suivantes : 1. Le service porte sur des instruments financiers non complexes, tels qu'ils sont définis dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ; 2. Le service est fourni à l'initiative du client, notamment du client potentiel ; 3. Le prestataire a préalablement informé le client, notamment le client potentiel, de ce qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service ou de l'instrument financier ; 4. Le prestataire s'est conformé aux dispositions du 3 de l'article L. 533-10. » On est en droit de considérer que la nouvelle version marque un recul de la protection, de l'information et du conseil des clients non professionnels. D'ailleurs,

l'article 314-6 du règlement général de l'AMF version 2007 permettait au client non professionnel d'opter pour la catégorie de client professionnel, et de perdre ainsi les protections conférées par les règles de bonne conduite<sup>104</sup> (v. articles 314-9 s version 2018. sur la vérification du niveau de connaissances des clients).

Dans le cadre de la MIF 2, l'article L. 533-13-II a été modifié : « En vue de fournir un service autre que ceux mentionnés au I, les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille demandent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, des informations sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement, en rapport avec le type spécifique d'instrument financier ou de service proposé ou demandé, pour être en mesure de déterminer si le service ou l'instrument financier est approprié.

Lorsqu'une offre groupée de services ou de produits au sens de l'article L. 533-12-1 est envisagée, l'évaluation porte sur le caractère approprié de l'offre groupée dans son ensemble. Lorsque les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille estiment, sur la base des informations fournies, que le service ou l'instrument financier n'est pas adapté aux clients, notamment aux clients potentiels, ils les en avertissent. Cet avertissement peut être transmis sous une forme normalisée dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers .Si les clients, notamment les clients potentiels, ne fournissent pas les informations mentionnées au premier alinéa ou si les informations fournies sont insuffisantes, les prestataires les avertissent qu'ils ne sont pas en mesure de déterminer si le service ou l'instrument financier envisagé leur convient. Cet avertissement peut être transmis sous une forme normalisée dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers».

Par ailleurs, l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier pose les bases d'une définition du client professionnel : « Un client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. Un décret précise les critères selon lesquels les clients sont considérés comme professionnels. Les clients remplissant ces critères peuvent demander à être traités comme des clients non professionnels et les prestataires de services d'investissement peuvent accepter de leur accorder un niveau de protection plus élevé, selon des modalités



précisées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise également les conditions et modalités selon lesquelles d'autres clients que ceux remplissant ces critères peuvent, à leur demande, être traités comme des clients professionnels. » L'article 314-4 du règlement général de l'AMF version 2007 imposait au prestataire de services d'investissement l'obligation d'informer ses clients de leur catégorisation en qualité de client non professionnel, de client professionnel ou de contrepartie éligible.

Le même article, version 2018, permet la mise en œuvre de l'article D. 313-12 comofi qui porte sur la renonciation par le client non professionnel à une partie de la protection offerte par les règles de bonne conduite. L'évaluation du caractère approprié des services d'investissement autres que la gestion de portefeuille et le conseil en investissement est détaillée aux articles 314-49 et suivants du règlement général de l'AMF version 2007<sup>105</sup>. Mais l'article 314-55 version 2007 (non repris dans la version 2018) exonère le prestataire de l'obligation d'évaluation lorsqu'il s'agit d'exécution d'ordres de bourse : « Les dispositions des sous-sections 1 à 3 de la présente section ne sont pas applicables au service d'exécution simple des ordres mentionné au III de l'article L. 533-13 du Code monétaire et financier. Pour l'application du 3°, du III, de l'article L. 533-13 du Code monétaire et financier, le prestataire de services d'investissement informe clairement le client que, lors de la fourniture du service d'exécution simple des ordres, il n'est pas tenu d'évaluer si l'instrument financier ou le service est adapté au client et que, par conséquent, le client ne bénéficie pas de la protection correspondante des règles de bonne conduite. Cet avertissement peut être transmis sous une forme normalisée. »

L'exécution de l'obligation d'information et de conseil ne saurait résulter de l'envoi des avis d'opéré, des comptes de liquidation et des relevés mensuels<sup>106</sup>. Au cours de leurs relations, le prestataire est également tenu à de nombreuses obligations : il doit mettre périodiquement à jour les informations qu'il détient sur ses clients, ainsi que l'évolution de leur situation financière ; il doit leur adresser sans délai les informations qui leur sont dues (AMF, règl. gén., art. 314-10 version 2007, 314-5 s. version 2018). De même, lorsque le client envisage d'effectuer une opération qui ne s'inscrit pas dans le cadre des opérations qu'il traite habituellement, l'intermédiaire a l'obligation de s'enquérir des objectifs de l'opération en cause et surtout de lui communiquer les informations utiles et adaptées à la compréhension de l'opération envisagée et des risques qu'elle comporte (AMF, règl. gén., art. 314-43 version

2007)107 ; les obligations déontologiques introduisent ainsi une forme d'immixtion108, laquelle, traditionnellement, était écartée en matière d'ordre de bourse, relative, non pas à l'exécution même de l'ordre, mais à ses préparatifs.

De nombreuses décisions de justice retiennent également à la charge de l'intermédiaire109 une obligation d'information et de conseil relativement à des opérations à terme110, voire à des opérations au comptant111, encore que la plupart des décisions généralement citées soient encore antérieures à la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 et surtout, aux dispositions du règlement général de l'AMF. Les bénéficiaires en sont non seulement les donneurs d'ordre personnes physiques, mais aussi les personnes morales112, et même, parfois, les banques étrangères pour des ordres devant être exécutés en France113. Les juges du fond considèrent même que la clause d'information sur les risques liés au placement en actions n'exonère pas le prestataire de son obligation d'information envers le donneur d'ordre profane114, même lorsque le client certifie être un investisseur qualifié disposant d'une connaissance suffisante des actions ainsi que des reports et désirant décider seul de ses investissements115.

Il en résulte que le prestataire est soumis à une véritable obligation d'investigation sur les compétences réelles du client et que la charge de la preuve lui incombe. Mais dès lors qu'il a vérifié le degré de compétence du client, a délivré les informations qui étaient dues (notamment le prospectus visé par l'AMF et son résumé), et l'a mis en garde sur le risque de pertes des investissements en actions, sa responsabilité ne peut être engagée (v. Com. 18 oct. 2017, n° 16-10271, P+B+I, cassation, D. 2017, p. 2092, BJB 2018, p. 29 et la note : pas de responsabilité du PSI lors de la souscription d'actions Natixis par une secrétaire médicale, l'information jugée « appropriée » par la Cour de cassation faisant 90 pages). Cet arrêt est d'autant plus étonnant que, quelques jours plus tard, la Cour de cassation a admis la réparation du préjudice moral et d'angoisse, en l'absence même de préjudice matériel, à l'égard d'un investisseur averti alors que l'acte d'achat n'était pas spéculatif, sur le fondement des obligations *contractuelles* de mise en garde (v. Com. 8 nov. 2017, n° 15-22672, inédit, F-D, BJB 2018, p. 32 note M. Roussille).

Le prestataire a également l'obligation de vérifier le patrimoine de son client (même arrêt). La pratique professionnelle montre que les prestataires ont de sérieuses difficultés à respecter les exigences légales116. Dans le scandale des fonds dits Madoff, la Cour de cassation a accepté de retenir la responsabilité de l'intermédiaire

fournissant les services de réception et transmission d'ordres, au titre de la perte de chance, sur le fondement de l'article L. 533-13 du Code monétaire et financier, alors même que, dans les faits, ce n'est pas la banque qui avait proposé l'investissement dans un fonds Madoff<sup>117</sup>. L'action fondée sur la perte de chance devient irrecevable passé le délai de prescription, dont le point de départ est la date de conclusion du contrat, non la date de découverte de la faute ou de la survenance du préjudice (v. Com. 3 mai 2018, n° 16-16809, PBI, D. 2018, p. 1007, BJB 2018, p. 218 note M. Storck).

Cependant, dans la lamentable affaire Benefic, la Cour de cassation n'a admis que la simple obligation d'information, écartant toute obligation de conseil ou même de mise en garde<sup>118</sup>. La Cour de cassation a cependant réduit par la suite la portée de cette jurisprudence, en retenant la responsabilité de la banque lorsque la publicité du produit de placement ne répond pas aux exigences de la notice visée par la COB<sup>119</sup>. En cas de violation de cette obligation, qu'il s'agisse d'une absence d'information ou de la fourniture d'informations erronées<sup>120</sup>, le donneur d'ordre a droit à une indemnisation du préjudice subi, que la Cour de cassation analyse en une perte d'une chance en relation avec le manque d'information<sup>121</sup>. Lorsqu'elle existe, l'appréciation sur l'opportunité de l'opération projetée n'a pas à se substituer à la décision du donneur d'ordre, de sorte qu'une fois la décision prise et l'ordre transmis, l'intermédiaire n'a pas à en refuser l'exécution<sup>122</sup>.

Enfin, ainsi que l'écrivait François Grua<sup>123</sup> : « L'obligation de renseignement ou de conseil n'a pas pour effet d'élargir l'objet du service lui-même » : l'intermédiaire financier n'est sollicité en tant que professionnel que pour la transmission des ordres et le respect des règles gouvernant leur formation et leur exécution ; il n'a pas à fournir spontanément une analyse fiscale de la situation de son client<sup>124</sup>, encore que de nombreux conseillers de clientèle le fassent spontanément, par conscience professionnelle, et que certains juges décident le contraire<sup>125</sup>. D'ailleurs, certaines décisions ont introduit dans le devoir d'information et de conseil l'obligation pour les prestataires de déconseiller à leurs clients néophytes de gérer eux-mêmes leur portefeuille, et de leur conseiller de conclure des mandats de gestion de portefeuille<sup>126</sup>. Pour conclure, en présence d'une convention de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, le prestataire est également tenu d'informer dans les meilleurs délais le titulaire du compte des éléments nécessaires à l'établissement de sa déclaration fiscale.

### **032. Consécration du devoir de conseil positif dans la directive MIF 2.**

Alors qu'en 2004, 25 % des Français détenaient des valeurs mobilières, ils n'étaient plus que 16 % en 2015<sup>127</sup>. Le recul est d'autant plus spectaculaire que le nombre d'actionnaires individuels correspond à présent à celui des actionnaires salariés, à quelques décimales près, soit seulement 3 millions. En d'autres termes, il n'y a pratiquement plus d'actionnaires individuels en France, hormis... les salariés. De sorte que le discours anti-actionnaire de la classe politique française est en réalité un discours... anti-salarié. Un tel discrédit affecte nécessairement le financement des sociétés françaises. En raison des abus multiples constatés de la part des professionnels, qui ont largement contribué à discréditer les marchés financiers auprès des investisseurs potentiels, spécialement en France, la MIF 2 vient considérablement alourdir les obligations d'information et de conseil positif des professionnels. Nous ne donnons ici que quelques exemples marquants<sup>128</sup>.

À chaque fois qu'un produit (dérivé) est créé, le PSI producteur doit faire une analyse pour déterminer si le produit pourrait créer une situation dommageable pour les clients, notamment si le PSI prend une position en sens contraire<sup>129</sup>. Cette règle vient ainsi sanctionner les comportements passés des banques, ne se privant pas, en matière de produits dérivés (warrants), de prendre des positions contraires aux intérêts de leurs clients, sans le leur révéler, et en ayant recours à des clauses de disclaimer dans l'hypothèse où le client chercherait à mettre en cause la responsabilité de la banque pour le préjudice subi. Par application de ces nouvelles règles, la banque qui crée des produits dérivés doit également révéler et communiquer à son client la marge commerciale qu'elle perçoit, indépendamment de ses gains de trading, contrairement à la position adoptée de manière peu judicieuse par la Cour de cassation<sup>130</sup>.

Ces obligations de révélation sont les bienvenues dans la mesure où les marges commerciales des banques sur les dérivés peuvent atteindre les 50 %. Etant donné que la Cour d'appel de Paris a refusé de s'incliner (v. Paris 22 mai 2017 affaire SMGM contre Société générale, BJB 2017, p. 327), la Cour de cassation aura le plus grand mal à maintenir sa position difficilement défendable après le 1<sup>er</sup> janv. 2018. Pourtant, elle a de nouveau censuré la position de la cour d'appel de Paris dans un arrêt « caché » (étoilé D) le 25 sept. 2019 (n° 17-21500, BJB 2019, nov. déc. p. 37 note M. Storck). Cette évolution est à rapprocher du durcissement de la réglementation MIF 2 s'agissant de la transparence des frais et de l'encadrement du

financement de la recherche (v. J. Morov, L'encadrement par MIF 2 du financement de la recherche : implications juridiques et pratiques, BJB 2018, p. 65 ; v. aussi le dossier spécial BJB 2018, p. 229 s., Les obligations déontologiques et professionnelles des PSI post MIF 2, notamment sur les obligations de bonne conduite et l'information sur les frais).

La MiFID 2 (art. 24) met à la charge des PSI des obligations lourdes et bienvenues d'assistance de leurs clients. L'adéquation des services doit être périodiquement évaluée et le client informé de l'adéquation des services rendus (suitability test et suitability report). Le PSI doit ainsi remettre à son client un rapport indiquant la teneur des conseils rendus et prouvant leur adéquation par rapport à sa situation personnelle. Le suitability test doit être complété par un appropriateness test, ou test d'adéquation, au contenu élargi par rapport à MIF 1, en ce que le PSI doit évaluer la tolérance du client au risque et sa capacité à subir des pertes (v. G. Marty, MIF 2 et la commercialisation des instruments financiers, BJB 2018, p. 374).

Ces nouvelles obligations, de nature à engager la responsabilité du PSI en cas de mauvaise exécution (l'obligation à réparation doit équivaloir, selon nous, à la totalité des pertes éprouvées), sont les bienvenues, compte tenu de l'explosion de la publicité sur Internet à destination des profanes portant sur des produits à fort effet de levier (du type comment investir sur le Forex 40 000 euros avec seulement 100 euros en poche, soit un effet de levier dévastateur de 400 ; avec un tel effet de levier, une variation dans le mauvais sens du sous-jacent de seulement 1 % entraîne une perte de... 400 %).

Avec des années de retard après l'apparition des cfd (nous avons fait une recherche à titre personnel sur les cfd en ... 2006) et des milliers de particuliers ruinés par ces « produits » à très fort effet de levier, le législateur s'est enfin décidé à interdire la publicité en ligne pour ce type de produits (v. loi dite Sapin 2 du 9 déc. 2016, créant l'article L. 533-12-7 comofi). Et l'entrée en vigueur de l'article 42 du MIFIR permet à l'AMF et aux autres autorités de contrôle nationales d'interdire le Forex et les options binaires.

En conséquence, depuis juillet 2019, l'interdiction de commercialisation des CFD aux particuliers a été pérennisée par l'AMF, et ESMA a pris de sévères mesures de restrictions des cfd en août 2018, également pérennisées par l'AMF à partir d'août 2019 (pour le détail de ces mesures, v. BJB juill.-août 2019, p. 7 ; sur un problème de qualification entre cfd et equity swap, v. AMF 17 avr. 2020 Elliot; RDBF 2020, n° 4, p. 47 obs. P. Pailler).

La CJUE a également pris une position favorable aux clients des sociétés de courtage spéculant sur le Forex en leur reconnaissant facilement la qualité de consommateur pour la détermination du tribunal compétent au regard de l'article 17 § 1 du Règl UE 1215/2012 du 12 décembre 2012, dit Bruxelles I bis concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale (v. CJUE 3 oct. 2019, aff. C-208/18, D. 2019, p. 1943, et 2020, p. 624 note H. Aubry et p. 959 obs. F. Jault-Seseke). Seule compte la finalité non professionnelle pour la qualification de consommateur, peu importe l'importance des risques pris et la compétence du client (dans le même sens, v. Civ.1 26 juin 2019, n° 18-15101 ; v. aussi CJUE 2 avr. 2020, **affaire Reliantco Investments**, BJB juill.-août 2020, p. 11 note J. Clavel-Thoraval, LPA 2021, n° 46, p. 15 note V. Parisot, qui opte pour une appréciation restrictive et autonome de la notion de contrat de consommation : dans les faits, la CJUE a admis que le particulier, qualifié de consommateur, nonobstant ses spéculations sur les marchés dérivés, pouvait attaquer la plateforme dans l'Etat où il réside (ici la Roumanie), et non à Chypre, lieu d'établissement de la plateforme, sur le fondement du Règlement UE dit Bruxelles I bis, article 17, nonobstant la clause du contrat liant les parties, donnant compétence aux tribunaux chypriotes ; montant des pertes en seulement moins de trois mois : 1,8 million d'euros). Cette solution est d'autant plus importante que la règle de conflit de lois de l'article 6 du Règlement Rome 1 exclut les instruments financiers de son champ d'application. De telle sorte que l'application des textes communautaires ne vaut ici que pour le conflit de juridictions, et non le conflit de lois.

Surtout, et c'est en cela que le devoir de conseil positif est consacré, au grand dam de la doctrine « pro-banque », le PSI doit démontrer que les produits sélectionnés et proposés au client le sont dans son intérêt et adaptés à ses besoins et à son profil, au terme d'une comparaison menée avec d'autres instruments équivalents.

Dans le cadre de la MIF 1, la Cour d'appel de Paris a jugé que l'obligation de profilage des clients était d'application immédiate aux conventions passées antérieurement à son entrée en vigueur (v. Paris 30 mars 2018, BJB. 2018, p. 141 note M. Storck), position approuvée par la Cour de cassation (v. Com. 25 sept. 2019, n° 16-24151, D, BJB nov.-déc. 2019, p. 41 note J.-Ph. Pons-Henry et Q. Vreulx). Si le PSI se limite à une gamme réduite de produits financiers, il ne peut plus fournir le service de conseil en investissement si aucun de ces produits n'est adapté au client. Clairement, la charge de la preuve pèse à chaque fois

sur le PSI, et en cas d'échec dans l'administration de cette preuve, sa responsabilité sera engagée, tout le débat à venir étant de déterminer l'étendue de la réparation (perte de chance ou totalité du préjudice subi).

L'AMF et son médiateur considèrent que les intermédiaires doivent avoir un rôle proactif en matière d'information et de conseil des clients (v. le rapport du médiateur pour l'année 2016). Et la jurisprudence tient déjà compte de l'alourdissement des obligations des PSI en retenant leur responsabilité lorsqu'ils ne réagissent pas devant l'incohérence des réponses données par le client dans le questionnaire d'évaluation de son profil (v. Com. 21 juin 2017, n° 15-35478, BJB. 2017, p. 335). À partir du moment où la nouvelle réglementation fait interdiction au PSI de proposer ses services lorsque les conditions ne sont pas remplies (liste réduite de produits proposés par exemple), la logique du système milite pour la réparation intégrale du préjudice subi et la responsabilité totale du PSI, en raison de l'absence d'aléa. L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 a repris ces obligations à l'article L. 533-24-1 du Code monétaire et financier, à venir au 3 janvier 2018.

La MIF 2 contient également des dispositions spécifiques en matière de test d'adéquation en présence de services de transmission et réception d'ordres (RTO). Si l'ordre ne porte pas sur un instrument financier complexe (exécution simple ou dite only), le PSI est dispensé du test d'appropriation. Mais si tel n'est pas le cas, le PSI ne peut fournir le service d'investissement qu'après avoir procédé au test d'appropriation. Sont considérés comme complexes les instruments financiers qui incorporent un dérivé ou présentent une structure qui rend la compréhension du risque difficile pour le client, ainsi que les actions de fonds d'investissement alternatif relevant de la directive AIFM et les OPCVM structurés (sur l'application combinée des directives MIF 2 et AIFM aux fonds d'investissement alternatifs (FIA), v. par ex. R. Feydel, Les fonds d'investissements alternatifs (FIA), une complexité juridique nécessaire, LPA 2019, n° 258, p. 10, 149s6). Selon l'ESMA, la présence de clauses de nature à modifier la perception du risque (exemple : clause de conversion), de même que la présence de frais de sortie implicites ou explicites de nature à rendre le titre illiquide (exemple : OPCVM coordonnés comprenant des frais de sortie) excluent la qualification d'instrument non complexe. Enfin, en cas d'arbitrage, le PSI doit également mener une analyse des coûts et bénéfices pour le client, afin de prouver que l'arbitrage lui est favorable.

#### **034. Trois limites à l'obligation d'information et de conseil.**

Il est possible de distinguer trois sortes de raisons aboutissant à un allègement de l'obligation d'information et de conseil<sup>131</sup>. Tout d'abord, dans certaines circonstances, la Cour de cassation, conformément au dernier alinéa de l'ancien article L. 533-4 du Code monétaire et financier, a allégé les obligations d'information et de conseil de l'intermédiaire. Par hypothèse, cet allègement ne peut concerner l'obligation d'information sur les marchés à terme, quelle que soit la compétence du client, car la réglementation boursière impose la remise d'une notice d'information, même à l'égard des clients qui interviennent sur le marché à titre de profession habituelle <sup>020</sup><sup>132</sup>. L'allègement a donc pour objet l'obligation de mise en garde, voire de conseil<sup>133</sup>, qui pèse normalement sur l'intermédiaire. Il apparaît lorsque le client est susceptible d'être qualifié d'investisseur professionnel, ou encore qualifié<sup>134</sup>, ou encore averti (terminologie généralement employée par la doctrine), l'idée étant, au fond, la même, à savoir que l'information est inutile lorsque le client, de par son expérience, en a nécessairement connaissance<sup>135</sup>. La Cour de cassation considère également que l'information est inutile en raison du caractère spéculatif de l'opération<sup>136</sup>. On soulignera cependant que l'article 321-46 du règlement général de l'AMF ne supprimait pas l'obligation d'information en présence d'un investisseur qualifié, mais précisait que l'information fournie doit être adaptée à la compétence professionnelle du donneur d'ordre (v. AMF, règl. gén., art. 314-4 et s., sur la catégorisation sur option en client professionnel ou en client non professionnel). Pour la Cour de cassation, la connaissance personnelle du client est une cause exonératoire de responsabilité en cas d'inexécution ou de mauvaise exécution de l'obligation de mise en garde<sup>137</sup>. Encore faut-il que la preuve en soit administrée, ce qui pose difficulté lorsque le client n'est pas un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement, mais un simple particulier<sup>138</sup> ; et l'effet attaché à la qualité d'investisseur averti ne vaut qu'en fonction des connaissances du donneur d'ordre, et non de manière générale : celles-ci s'apprécient marché par marché, voire opération par opération<sup>139</sup>. La Cour de cassation accepte de distinguer logiquement les notions d'opérateur averti et d'investisseur professionnel, de telle sorte qu'un investisseur particulier non institutionnel et non professionnel peut quand même être qualifié d'opérateur averti en fonction de l'expérience acquise<sup>140</sup>. L'allègement de l'obligation de réparation pesant sur l'intermédiaire peut ensuite tenir à la faute d'imprudence commise par le donneur d'ordre, à la condition, évidemment, que cette faute soit dûment caractérisée<sup>141</sup>. Enfin, dans certains cas, par application des règles de bonne conduite, et afin d'éviter les manipulations de cours, la



formulation de recommandation concernant la négociation de titres inscrits peut être interdite par le déontologue<sup>142</sup>, s'agissant des instruments financiers figurant sur la liste d'interdictions établie par celui-ci, et sauf dérogation accordée en raison des circonstances. On rappellera par ailleurs que les obligations découlant de la directive MIF supportent davantage de dérogations (C. mon. fin., art. L. 533-13, III), ce que nous trouvons regrettable.

### **036. Clause limitative de responsabilité.**

Avant que l'obligation d'information et de conseil à la charge de l'intermédiaire ne connût un essor considérable, il était déjà affirmé que les clauses venant limiter cette obligation étaient sans effet, en raison de son caractère d'ordre public<sup>143</sup>. Une telle analyse ne peut qu'être confortée par les dispositions de l'article L. 533-11 du Code monétaire et financier et des articles 314-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

### **038. Charge de la preuve.**

La charge de la preuve que l'obligation d'information a été exécutée pèse désormais sur le professionnel, et non sur le client<sup>144</sup>, ce qui suppose, évidemment, que l'information était due, compte tenu de la situation du client. Conséquemment, la charge de la preuve de la qualité d'opérateur averti pèse également sur l'intermédiaire<sup>145</sup>. La preuve de son exécution peut être rapportée notamment par la signature d'une attestation de la main du donneur d'ordre, ainsi qu'il est procédé avec la note d'information 020 ; elle ne saurait résulter du simple envoi des avis d'opéré, des relevés mensuels et des comptes de liquidation<sup>146</sup>. De manière semblable, l'article 314-4 du règlement général de l'AMF impose au prestataire habilité de services d'investissement de prendre l'initiative d'informer et de conseiller ses clients. Cette obligation d'agir a une influence sur la répartition de la charge de la preuve, car il est beaucoup plus difficile de rapporter la preuve d'un fait négatif. On soulignera enfin que si les avis d'opéré ne rapportent pas la preuve de l'exécution de l'obligation d'information et de conseil, ils peuvent établir, en revanche, de par le nombre des opérations de bourse qu'ils retracent et l'objet de celles-ci, la preuve que le donneur avait une connaissance suffisante des marchés et des risques qu'il prenait<sup>147</sup>, auquel cas l'obligation d'information devient sans objet et, avec elle, la question de la preuve de son exécution. Une fois mise en place, la convention de compte entre le donneur d'ordre et

son intermédiaire, et satisfaite l'obligation d'information et de conseil, l'ordre peut alors accéder au marché.

### **Chapitre 3 – Conséquences de l'absence ou de l'insuffisance de la couverture : le contentieux afférent aux appels de marge**

#### **100. Protection du marché, puis du donneur d'ordre.**

Du fait de la possibilité, du moins par le passé, en théorie, sur les marchés réglementés, excepté les cas du MATIF et du MONEP (contrat à terme CAC 40), de constituer la couverture après coup, et du fait du principe de permanence de la couverture, cette dernière pouvant être mise à mal en raison de brusques variations de cours, il arrive régulièrement que des ordres valablement passés et exécutés se retrouvent sans couverture. Passé un laps de temps très bref, le prestataire a l'obligation de procéder à la liquidation des positions découvertes, le législateur ayant confié aux chambres de compensation le soin de procéder aux appels de marges et aux liquidations d'office. La liquidation des positions peut intervenir pour deux raisons, qui peuvent se recouper, soit que la couverture des positions ait diminué entre deux liquidations, soit qu'à l'échéance, le donneur d'ordre se trouve dans l'incapacité de payer les titres achetés ou de livrer les titres vendus (il y aura alors soit revente des instruments qui ont été achetés à découvert, soit rachat des titres vendus et non livrés, mécanisme qui correspond à la liquidation d'office des positions au terme du mois boursier *v. supra*). La liquidation de leurs positions est très mal supportée par les donneurs d'ordre, d'autant qu'elle matérialise en général leurs pertes sur les marchés à terme<sup>291</sup>. Aussi bien cherchent-ils, parfois avec une mauvaise foi à peine dissimulée, à faire supporter à leur intermédiaire le montant de leurs pertes, que la liquidation des engagements ait eu lieu dans les délais réglementaires, ou avec retard. L'analyse de la procédure de liquidation permettra d'envisager l'éventuelle responsabilité de l'intermédiaire du fait de la liquidation<sup>292</sup>.

#### 1 – Liquidation des positions

#### **102. Frein à la spéculation illusoire.**

Quel que soit le marché réglementé considéré, les positions à découvert doivent être liquidées dès lors que le donneur d'ordre ne

reconstitue pas sa couverture dans des délais très courts, en général 24 heures<sup>293</sup>. Pour les opérations à terme, la défaillance du donneur d'ordre avant l'échéance signifie que celui-ci ne parvient même pas à satisfaire ses obligations de couverture, qui sont pourtant extrêmement basses (20 % sur le SRD, pour la couverture-espèces). Il est manifeste que les positions d'un tel donneur d'ordre doivent être neutralisées le plus rapidement possible, afin de stopper la poursuite de la spéculation à découvert, de sorte que l'effet de levier soit lui-même jugulé. La procédure qui doit être suivie connaît toutefois quelques variantes d'un marché à l'autre. La principale différence porte sur le point de savoir si le prestataire doit liquider sans avoir sommé le donneur d'ordre de régulariser sa situation, dès lors que le délai de régularisation est expiré, ou si le prestataire est tenu d'adresser à son donneur d'ordre une mise en demeure, et d'attendre un délai, très court, à compter de celle-ci, avant de procéder à la liquidation des positions. Sur le MATIF et le MONEP, le principe est celui de la liquidation d'office et sans mise en demeure, sans qu'on ait à distinguer entre défaillance avant l'échéance ou à la livraison, ou encore entre marché à terme ou marché au comptant. Sur les anciens Premier et Second Marchés (devenus depuis le 18 février 2005, la liste unique d'Euronext), la mise en demeure s'impose en cas de défaillance avant l'échéance s'agissant de la couverture des opérations SRD, mais disparaît dans l'hypothèse d'une défaillance à la livraison, qu'il s'agisse d'une opération à règlement différé, à règlement immédiat, ou de report. Depuis plus de dix ans déjà, nous dénonçons en vain le caractère inacceptable des règles qui entourent la spéculation, et leur évolution, règles qui ont largement contribué à l'effondrement de la bourse, la spéculation finançant de surcroît le régulateur pour près de 30 % de son budget global, ce qui est également inacceptable<sup>294</sup>.

#### **104. MATIF, MONEP : absence de mise en demeure.**

Sur le MATIF, en cas de défaillance<sup>295</sup> du donneur d'ordre, le prestataire a l'obligation de liquider d'office et sans délai les positions de celui-ci, jusqu'à reconstitution de la couverture réglementaire, étant précisé que l'adhérent décide, sous sa responsabilité, des conditions de la liquidation d'office. Parallèlement, le dépôt de garantie reste acquis à l'adhérent qui supporte cette défaillance. En d'autres termes, sur le MATIF, l'adhérent n'a pas à adresser à son client une mise en demeure pour procéder à la liquidation, dès lors que le délai d'un jour pour régler le dépôt, la marge ou la prime, est expiré. De surcroît, l'absence de mise en demeure vaut aussi bien pour la dégradation de

la couverture avant l'échéance, que pour la défaillance à la livraison : que la défaillance intervienne avant l'échéance ou à la livraison, la liquidation n'est pas subordonnée à une mise en demeure. Le principe de la liquidation d'office est également posé pour les ordres passés sur le MONEP. Si le donneur d'ordre n'a pas exécuté totalement ses obligations de règlement au titre des marges (pour les contrats à terme fermes), primes (pour les contrats d'option), dépôts de garantie, au plus tard le jour de bourse suivant celui au titre duquel la couverture est appelée, le prestataire doit procéder à la liquidation d'office et totale ou partielle des positions avant la clôture de la séance de négociation qui suit la date d'exigibilité des fonds, sans qu'il soit distingué selon la cause de la défaillance<sup>296</sup>. Autrement dit, là encore, l'adhérent n'a pas à adresser à son client une mise en demeure pour procéder à la liquidation, dès lors que le délai d'un jour pour régler le dépôt, la marge ou la prime, est expiré<sup>297</sup>.

Nous considérons que la présence ou l'absence de la mise en demeure est fondamentale pour déterminer le contenu de l'obligation d'information et de conseil de l'intermédiaire. L'absence de mise en demeure s'explique par le contenu même des obligations du donneur d'ordre : la fourniture de la couverture lui incombe exclusivement. Si le prestataire n'a pas à avertir le client de la liquidation imminente, c'est bien parce qu'il revient au donneur d'ordre de surveiller lui-même, chaque jour, l'état de sa couverture. Puisque le client doit connaître exactement le montant de la couverture à tout moment, par application de la réglementation, l'information sur l'état de celle-ci est tout simplement inutile, ce qui explique et justifie que, dans la plupart des cas, le prestataire n'a pas à faire précéder la liquidation d'office d'une quelconque mise en demeure. En d'autres termes, l'absence de mise en demeure a deux significations corrélatives :

le donneur d'ordre doit surveiller lui-même l'état de sa couverture ;

l'état de la couverture sort du contenu de l'obligation d'information et de conseil à la charge du prestataire.

À titre de comparaison, il ne viendrait à l'esprit de personne de dire que le banquier doit payer tous les chèques sans provision émis par son client au motif que le banquier est tenu d'une obligation d'information et de conseil sur l'état de la provision du compte<sup>298</sup>. Il en est exactement de même avec la question de la couverture dans les hypothèses où la réglementation énonce expressément que le prestataire peut liquider d'office sans aucune mise en demeure préalable. La mise en demeure est inutile, car la réglementation présume que le donneur d'ordre doit connaître et surveiller l'état de sa couverture, quelle que soit sa

compétence. De sorte qu'à l'instant de la liquidation d'office, l'obligation d'information et de conseil se trouve dépourvue de tout contenu ; le donneur d'ordre doit surveiller lui-même, chaque jour, l'état de sa couverture, celle-ci devant continuer d'être un frein à la spéculation, malgré son caractère dérisoire.

Les différents textes cités n'ont fait que reprendre le principe de la liquidation immédiate et sans mise en demeure<sup>299</sup> de l'ancien article 69 ter, alinéa 2, du décret du 7 octobre 1890, relatif aux opérations à terme, liquidation d'office que certains auteurs analysent en clause résolutoire tacite<sup>300</sup>.

### **106. Marché à SRD (ancien RM) : distinction entre couverture et engagements.**

Sous l'angle de la procédure de liquidation des engagements, l'ancien marché à règlement mensuel, puis le SRD posent beaucoup plus nettement que les autres marchés réglementés la distinction entre la détérioration de la couverture avant l'échéance et la défaillance du donneur d'ordre lors de la liquidation boursière<sup>301</sup>.

Dans le premier cas, c'est-à-dire dans l'hypothèse d'un défaut de reconstitution de la couverture des engagements pris, le prestataire habilité ne peut procéder à la liquidation des positions qu'après avoir adressé à son donneur d'ordre une mise en demeure restée sans réponse pendant un délai d'un jour de bourse. En effet, « faute pour le donneur d'ordre d'avoir complété ou reconstitué sa couverture dans un délai d'un jour d'ouverture du marché à compter de la demande que lui présente le membre du marché dont il est client, celui-ci procède à la liquidation de ses engagements. » Or, selon l'article 11, alinéa 2, de l'ancienne instruction Euronext N4-05, « le membre du marché doit mettre en demeure par tous moyens le donneur d'ordre de compléter ou de reconstituer, conformément à l'article N 4-1-28 des règles d'organisation et de fonctionnement de la SBF-Bourse de Paris, sa couverture dans le délai d'un jour de bourse. » La règle a été reprise par les articles 516-12 et suivants du règlement général de l'AMF, avec une rédaction légèrement différente. Depuis le 1er novembre 2007, la règle est ainsi posée par l'article 516-10, alinéas 2 et 3 : « Le prestataire de services d'investissement met en demeure par tous moyens le client de compléter ou de reconstituer sa couverture dans le délai d'un jour de négociation. À défaut de complément ou de reconstitution de la couverture dans le délai requis, le prestataire prend les mesures nécessaires pour que la position du client soit à nouveau couverte. Sauf à ce que le prestataire et le client aient convenu de

modalités différentes, le prestataire de services d'investissement commence par réduire la position du client avant de réaliser tout ou partie de la couverture. », puis article 315-19 version 2018 du règlement général. Ce n'est donc qu'à l'issue de ce délai d'un jour de bourse, qui court de la réalisation par tous moyens de la mise en demeure<sup>302</sup>, que le prestataire doit<sup>303</sup> procéder à la liquidation des engagements pris<sup>304</sup>, avant de procéder, si besoin, à la réalisation de tout ou partie de la couverture. L'article 516-12 version 2007 précise : « Lorsqu'un prestataire de services d'investissement réduit la position d'un client ou réalise tout ou partie de sa couverture, en application du troisième alinéa de l'article 516-10, il adresse par lettre recommandée avec demande d'avis de réception au donneur d'ordre les avis d'opéré et les arrêtés de compte correspondants. », puis article 315-21 version 2018 du règlement général

En revanche, dans le second cas, c'est-à-dire dans l'hypothèse où le donneur d'ordre est défaillant à la livraison, soit le lendemain du dernier jour de la liquidation pour les négociations à règlement mensuel, puis SRD, dans la mesure où le donneur d'ordre ne peut pas honorer ses engagements, le prestataire doit d'office, et sans mise en demeure préalable, soit liquider les positions prises, les déboucler, soit prendre une position inverse de celle qui existait, pour la compenser<sup>305</sup>. De sorte que le prestataire procède au rachat des titres vendus et non livrés ou à la revente des titres achetés et non payés, aux frais et aux risques du donneur d'ordre (AMF, règl. gén., art. 516-2 et s.), puis article 315-19 s. version 2018 du règlement général.

En présence de règles aussi contraignantes pour le donneur d'ordre, peut-on envisager une responsabilité de l'intermédiaire venant se greffer sur la mise en œuvre de la procédure de liquidation des positions ?

## 2 – Responsabilité de l'intermédiaire

### **108. Deux types de contentieux.**

L'analyse des règles relatives à la constitution de la couverture et à la liquidation des positions non couvertes a mis en évidence des variations non négligeables d'un marché à l'autre, qu'il s'agisse du moment de la constitution de la couverture, et de l'obligation ou non d'adresser au donneur d'ordre une mise en demeure le sommant de reconstituer sa couverture, de compléter les dépôts, marges ou primes. De cette diversité, il résulte, à notre sens, qu'on ne peut pas traiter

sérieusement des problèmes de responsabilité de l'intermédiaire sans tenir soigneusement compte des règles applicables en fonction du marché sur lequel l'ordre litigieux est exécuté. Cette prise en compte doit avoir lieu à l'égard des deux séries de procès qu'intentent en général les donneurs d'ordre mécontents de la liquidation de leurs positions. En effet, l'analyse du contentieux permet de distinguer deux sortes de réclamations, soit que le donneur d'ordre se plaigne de la liquidation de ses positions par l'intermédiaire dans le respect des délais réglementaires, soit qu'il se plaigne du retard mis par le même intermédiaire à liquider ses positions ! L'existence de ces deux types de réclamations nous servira de césure. Dans le premier cas, la responsabilité de l'intermédiaire ne saurait être engagée ; dans le second, la jurisprudence accepte sa mise en cause, de manière parfois contestable juridiquement, par le truchement de l'obligation d'information et de conseil<sup>306</sup>, mais uniquement au profit des donneurs d'ordre inexpérimentés, et seulement pour une fraction de la perte subie, par application de la théorie de la perte d'une chance.

#### **110. Rôle de la mise en demeure.**

Depuis de nombreuses années, la jurisprudence décide que la liquidation des positions pour défaut de couverture n'engage pas la responsabilité de l'intermédiaire lorsqu'elle est intervenue dans les délais, en fonction des règles applicables au marché sur lequel portait l'ordre litigieux<sup>307</sup>. Elle doit être pleinement approuvée : c'est au donneur d'ordre qu'il appartient de fournir la couverture ; le défaut de celle-ci doit entraîner, par application des dispositions réglementaires, la liquidation des positions, d'office et sans mise en demeure<sup>308</sup>, qu'il s'agisse de défaillance avant l'échéance ou à la livraison des titres <sup>102</sup>, exceptée l'hypothèse de l'insuffisance de la couverture des ordres à SRD avant l'échéance, pour laquelle la mise en demeure est requise<sup>309</sup>. La liquidation intervenue d'office dans le respect des délais réglementaires ne saurait donc engager la responsabilité de l'intermédiaire, quand bien même, par le passé, celui-ci aurait toléré des régularisations tardives en accordant des délais supplémentaires <sup>104310</sup>, car le donneur d'ordre n'est pas fondé à se prévaloir pour le présent des manquements disciplinaires passés de l'intermédiaire. De même, la liquidation échelonnée des positions du donneur d'ordre, à défaut d'instructions de celui-ci, ne saurait engager la responsabilité du prestataire, dès lors que le montant des pertes qui en est résulté est inférieur au montant des pertes qui seraient apparues lors de la liquidation, d'office et d'un bloc, des positions non couvertes<sup>311</sup>. En

d'autres termes, il est clair que la faiblesse initiale des pourcentages de couverture requis interdit toute complaisance à l'égard des donneurs d'ordre défailants.

Précisément, dans le cas où la mise en demeure est requise, la responsabilité de l'intermédiaire serait susceptible d'être mise en cause si la liquidation des positions intervenait d'office, soit deux jours après l'exécution de l'ordre à SRD (ancien RM), sans aucune mise en demeure<sup>312</sup>, ou pendant le délai courant à compter de l'envoi de la mise en demeure, et cela, quelle que soit l'importance des pertes. Le montant des dommages-intérêts ne serait cependant pas équivalent au montant des pertes éprouvées par le donneur d'ordre, mais n'en serait qu'une fraction, en ce que, par la liquidation intempestive<sup>313</sup> des engagements, l'intermédiaire aurait privé son client d'une chance<sup>314</sup> de régulariser ses positions. Toutefois, à notre sens, la responsabilité du prestataire doit quand même être écartée, si le découvert est tel que le client n'a pas les moyens d'y faire face dans le délai de deux jours de bourse, et si la liquidation intervenue à l'intérieur de ce délai a permis de limiter les pertes. Ce système a été expressément appliqué par l'arrêt Rossi rendu par la cour d'appel de Paris, le 14 mai 2004<sup>315</sup>. Cependant, dans un important arrêt Chaumont, la Cour de cassation a refusé au donneur d'ordre la possibilité de se prévaloir de la faute commise par le prestataire, peu importe le caractère intempestif de la liquidation, et le caractère averti ou néophyte du donneur d'ordre<sup>316</sup>. Elle considérait même que la finalité de la couverture (elle ne protège pas le donneur d'ordre) est un motif de pur droit, dont le respect est totalement indépendant des circonstances de fait. La Cour de cassation a ensuite abandonné cette position, d'abord à l'égard des opérateurs profanes<sup>317</sup>, puis de manière générale, avec un arrêt du 26 février 2008<sup>318</sup>.

## **112. Responsabilité éventuelle puis totale en cas de liquidation hors délais. Droit positif.**

En dépit de la suppression de l'interdiction faite au donneur d'ordre d'invoquer le retard mis par l'intermédiaire à liquider les positions découvertes<sup>319</sup>, la jurisprudence a d'abord continué clairement à dénier au donneur d'ordre le droit de se prévaloir directement de la faute<sup>320</sup> disciplinaire commise par l'intermédiaire, pour essayer de compenser les pertes subies avec d'éventuels dommages-intérêts<sup>321</sup>. La raison en était que la Cour de cassation faisait survivre à l'abrogation du décret du 7 octobre 1890 sa ratio legis : la couverture ne protège que les intérêts des prestataires habilités et l'intégrité du



marché, aucunement ceux des donneurs d'ordre. N'ayant pas pour finalité la protection des donneurs d'ordre, ces derniers ne sauraient donc se plaindre de ce que l'intermédiaire a liquidé avec retard les positions découvertes. De manière différente, en dépit du manquement disciplinaire, il n'y aurait pas de responsabilité de l'intermédiaire en ce qu'il n'y aurait pas d'intérêt protégé du côté du donneur d'ordre, et donc, de préjudice indemnisable. En d'autres termes, la Cour de cassation faisait ici application de la théorie de la relativité aquilienne, qui, à partir d'une analyse téléologique de la règle<sup>322</sup>, sert à déterminer les intérêts protégés et même, selon certains, à tenir lieu de lien de causalité<sup>323</sup>.

Néanmoins, la Cour de cassation acceptait, sur le fondement du droit commun (C. civ., art. 1147, anc.), que le donneur d'ordre inexpérimenté<sup>324</sup> pût indirectement obtenir des dommages-intérêts venant se compenser pour partie avec ses pertes, au titre de la perte d'une chance<sup>325</sup>, en ce que le retard mis par l'intermédiaire à liquider les positions non couvertes équivaldrait à un manquement à l'obligation d'information et de conseil, l'absence de mise en garde ayant privé le donneur d'ordre de la possibilité de limiter ses pertes<sup>326</sup>. La théorie de la perte d'une chance qui, en principe, ne concerne que la détermination du montant du préjudice, était donc utilisée ici comme complément ou substitut du lien de causalité<sup>327</sup>. Certains arrêts ont cependant considéré que ne commettait pas de faute l'intermédiaire qui liquide les positions avec retard, mais en ayant bien procédé aux appels de couverture, et alors qu'il n'avait pas à adresser de mise en demeure<sup>328</sup>. De sorte que le seul constat du retard dans la liquidation des positions pouvait ne pas suffire à caractériser la responsabilité de l'intermédiaire, dès lors que celui-ci aurait bien procédé aux appels de couverture, restés sans réponse, tout en n'ayant pas à observer de mise en demeure. Enfin, il existe un courant qui admet la responsabilité partielle de l'intermédiaire, même en présence d'un opérateur averti, lorsque les règles de marché relatives à la couverture ont été contractualisées<sup>329</sup>.

En 2003, la Cour de cassation a considérablement durci la responsabilité des intermédiaires en jugeant que la couverture « n'a pas seulement pour but de protéger [l'intermédiaire] contre l'insolvabilité du client mais aussi de limiter les opérations spéculatives réalisées à découvert. » Il était donc affirmé expressément que la couverture doit freiner la spéculation. Et la cour d'appel, approuvée par la Cour de cassation, en déduit que l'intermédiaire a commis une faute engageant sa responsabilité en n'exigeant pas la constitution de cette couverture préalablement à l'ouverture du compte de titres<sup>330</sup>, la

jurisprudence ultérieure ayant d'abord limité cette évolution au cas de l'opérateur néophyte<sup>331</sup>. Par un arrêt du même jour, la Cour de cassation a considéré que la qualité d'opérateur averti devait être appréciée lors de l'entrée en relations contractuelles, et non après<sup>332</sup>. Cependant, le rapport annuel de la Cour de cassation pour 2003 introduisait une incertitude sur la portée de l'arrêt Vantrou du 8 juillet 2003. Seul l'arrêt Vantrou est référencé dans l'en-tête<sup>333</sup>, dans les termes suivants « (...) l'arrêt du 8 juillet 2003 [exprime] la volonté de la chambre commerciale de ne pas rompre avec sa jurisprudence traditionnelle. D'une part, en ce qui concerne le fondement de l'obligation de couverture, elle réaffirme une fois encore que celle-ci est "édictee dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre". D'autre part, en ce qui concerne la sanction de cette obligation, elle manifeste que celle-ci ne saurait, même par le biais de l'obligation d'information [souligné par nous], résider dans la responsabilité de l'intermédiaire à l'égard du donneur d'ordre : pour décider que le donneur d'ordre ne peut se prévaloir de l'inobservation de l'obligation de couverture, la chambre commerciale s'appuie exclusivement [souligné par nous] sur le fondement reconnu à cette obligation et, à la différence de la décision attaquée, ne se réfère pas à la circonstance que le donneur d'ordre était en l'espèce un opérateur averti à l'égard duquel l'intermédiaire n'était donc tenu d'aucune obligation d'information. » Surpris par une telle présentation de l'arrêt Vantrou, nous sommes allés le relire, pour confronter l'affirmation du rapport avec la lettre de l'arrêt. L'attendu est le suivant : « Mais attendu, d'une part, qu'ayant relevé que M. Vantrou avait démontré par la teneur des courriers qu'il adressait à la banque et notamment par une lettre dans laquelle il tenait les propos d'un "opérateur en bourse chevronné", qu'il était parfaitement averti des opérations qu'il pratiquait, la cour d'appel a pu décider que la banque n'était pas tenue de le mettre en garde contre les risques inhérents à ces opérations ; et attendu, d'autre part, que l'obligation de couverture des opérations sur le marché à règlement mensuel étant édictee dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre, la cour d'appel a décidé à bon droit que M. Vantrou ne pouvait se prévaloir de l'inobservation de cette obligation par la banque. »

Rétrospectivement, relu à la lumière du rapport annuel, l'arrêt Vantrou montre une dualité de contrôle, léger sur le premier attendu (la qualité du donneur d'ordre, averti ou néophyte), lourd sur le second (l'impossibilité pour le donneur d'ordre de se prévaloir de la violation de la réglementation, sans autre distinction), et impliquerait

nécessairement que l'arrêt d'appel aurait été cassé dans l'hypothèse où le donneur d'ordre aurait été néophyte. Par la suite, dans un arrêt Jarno<sup>334</sup> du 14 décembre 2004, la Cour de cassation semblait reprendre cette conception, mais toujours à propos d'un donneur d'ordre averti, s'agissant d'opérations spéculatives sur le MONEP. L'arrêt du 14 décembre 2004 étant relatif à une situation banale et une solution classique, sa présence dans le rapport annuel pour 2004 rend la position exprimée par la Cour de cassation d'autant plus importante. Or, le rapport pour 2004 opère une évolution très significative de sa position sur la finalité de la couverture lorsque le donneur d'ordre n'est pas averti<sup>335</sup> : « Il demeure cependant que la couverture participe au devoir d'information de l'intermédiaire à l'égard de son client relativement aux risques encourus sur les marchés à terme. Procédant en effet de cette volonté de préserver au maximum les opérateurs des dangers de la spéculation, la jurisprudence a aussi analysé la règle de couverture, bien qu'édictee dans le seul intérêt des intermédiaires qu'il s'agissait de protéger de l'insolvabilité du client, comme également protectrice des opérateurs, en décidant que sa finalité était aussi de rappeler à ce dernier, l'étendue du risque encouru ». Il semblait, finalement, que certaines critiques sur l'évolution de la Cour de cassation aient porté, puisque celle-ci admettait que la couverture protégeât aussi le donneur d'ordre, avec, comme conséquence, la responsabilité du prestataire. Mais, en 2005, dans un important arrêt Chaumont, la Cour de cassation a refusé au donneur d'ordre la possibilité de se prévaloir de la faute commise par le prestataire, peu importe le caractère intempestif de la liquidation, et le caractère averti ou néophyte du donneur d'ordre<sup>336</sup>. Elle considérait même que la finalité de la couverture (elle ne protège pas le donneur d'ordre) est un motif de pur droit, dont le respect est totalement indépendant des circonstances de fait, ce qui rend surabondant tout débat sur le caractère averti ou néophyte du donneur d'ordre.

La Cour de cassation a ensuite abandonné cette position, à l'égard des opérateurs profanes<sup>337</sup>, puis de manière générale<sup>338</sup>. En d'autres termes, et contrairement à un passé encore récent, même le donneur d'ordre averti est protégé par les règles relatives à la couverture<sup>339</sup>. Le moins que l'on puisse écrire est que le krach des années 2000 a provoqué de fortes fluctuations jurisprudentielles au sein de la Cour de cassation, avec une injustice certaine dans le sort de nombreux donneurs d'ordre.

L'article 516-8 du règlement général de l'AMF version 2007, puis article 315-17 version 2018 du règlement général, reconnaît pourtant une sorte de droit à l'information sur la couverture au bénéfice du

donneur d'ordre, à la charge du prestataire : « Lorsque le client le lui demande, le prestataire de services d'investissement doit être en mesure de lui faire connaître la valorisation de la couverture constituée selon les trois catégories mentionnées dans une instruction de l'AMF et, en application du même article, la position susceptible d'être prise ou l'accroissement de la position déjà prise susceptible d'être réalisé. » Ce droit à l'information est renforcé par l'article 516-12, du 1er novembre 2007, puis article 315-21 version 2018 du règlement général : « Lorsqu'un prestataire de services d'investissement réduit la position d'un client ou réalise tout ou partie de sa couverture, en application du troisième alinéa de l'article 516-10, il adresse par lettre recommandée avec demande d'avis de réception au donneur d'ordre les avis d'opéré et les arrêtés de compte correspondants. » Mieux encore, l'article 314-34 du règlement général de l'AMF impose au prestataire l'obligation d'informer le client sur les risques liés aux effets de levier, le risque de tout perdre, le risque de perdre plusieurs fois le capital investi : « La description des risques doit comporter, s'il y a lieu eu égard au type particulier d'instrument concerné, au statut et au niveau de connaissance du client, les éléments suivants : 1° les risques associés aux instruments financiers de ce type, notamment une explication concernant l'incidence de l'effet de levier éventuel et le risque de perte totale de l'investissement ; 2° la volatilité du prix de ces instruments et le caractère éventuellement étroit du marché où ils peuvent être négociés ; 3° le fait qu'en raison de transactions sur ces instruments un investisseur puisse devoir assumer, en plus du coût d'acquisition des instruments, des engagements financiers et d'autres obligations, y compris des dettes éventuelles ; 4° toute exigence de dépôt de couverture ou de marge ou obligation similaire applicable au type d'instruments en question. » Et l'article 314-90 version 2007 (le texte disparaît dans la version 2018) consacre une obligation d'information à la charge du prestataire dont l'objet porte sur la dégradation de la couverture. Selon ce texte du 1er novembre 2007 : « Lorsque le prestataire de services d'investissement tient des comptes de clients non professionnels comportant une position ouverte non couverte dans une transaction impliquant des engagements conditionnels, il informe également le client non professionnel de toute perte excédant un seuil prédéterminé convenu avec lui, au plus tard à la fin du jour ouvrable au cours duquel le seuil a été franchi ou, dans le cas où ce seuil n'a pas été franchi au cours d'un jour ouvrable, à la fin du premier jour ouvrable qui suit. » Il nous semble dès lors difficile de soutenir que le donneur d'ordre n'est plus l'un des destinataires de la couverture, et que seuls le marché et le prestataire sont concernés.

Dans les colonnes des Petites affiches, courant janvier 2008, nous avons déjà salué la consécration de la théorie de la contractualisation des règles de couvertures par la Cour de cassation<sup>340</sup>. La Cour de cassation a franchi la dernière marche et a enfin décidé dans un arrêt majeur du 26 février 2008<sup>341</sup>, que « le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, ainsi que de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de son activité de manière à promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché ; qu'il résulte du premier qu'il est tenu de réparer les conséquences dommageables de l'inexécution de ces obligations. » En conséquence, la cour d'appel voit son arrêt cassé pour avoir jugé « qu'il est de principe que le donneur d'ordres ne peut invoquer à son profit le non-respect de cette obligation [la couverture], celle-ci n'étant édictée que dans l'intérêt de l'opérateur et afin de pourvoir à la sécurité des marchés, mais non dans le sien propre. » On rappellera également que la Cour de cassation fait du blocage de l'ordre insuffisamment couvert, transmis par Internet, une obligation de résultat, dont la violation établit la responsabilité du prestataire<sup>342</sup>.

Par la suite, la Cour de cassation a explicité l'étendue de la réparation mise à la charge du prestataire et ce qu'elle entend par réparation des conséquences dommageables de l'inexécution des obligations en matière de couverture : c'est l'intégralité des pertes, et non une quelconque perte de chance, solution que nous appelions de nos vœux depuis des années<sup>343</sup>. Plus encore, l'obligation pour le prestataire d'indemniser la totalité des pertes subies par le client en cas d'ordre à découvert vaut à présent quelle que soit la qualité du donneur d'ordre, néophyte ou averti, et surtout, quel que soit son comportement, même fautif<sup>344</sup>. L'évolution du droit positif doit être totalement approuvée. Elle confère à la règle de droit une vertu prophylactique (l'intermédiaire devra supporter la totalité des pertes s'il ne respecte pas les règles en matière d'appel de marge).

Plus finement, sous l'angle de la sociologie et des études comportementales, elle impose à un tiers (l'intermédiaire) l'obligation de résultat d'empêcher « l'escalade d'engagement » du donneur d'ordres au-delà de sa marge, tendance comportementale des individus à être incapables de dire stop et à s'accrocher désespérément à une décision dont les faits révèlent le caractère erroné<sup>345</sup>.

Pour le dire autrement, en ce qu'elle bloque l'escalade d'engagement, c'est la responsabilité totale liée aux appels de marge non respectés, et

elle seule, qui combat l'aléa moral. Prévoir simplement des appels de marge n'y suffit pas.

#### **114. Discussion.**

L'état du droit positif nous semblait critiquable<sup>346</sup>, à bien des égards, en raison des fondements juridiques utilisés pour parvenir, dans certaines hypothèses, à indemniser partiellement le donneur d'ordre et à sanctionner le laxisme de l'intermédiaire qui a laissé son client spéculer à découvert.

D'abord, on ne peut d'un côté affirmer que l'intérêt des donneurs d'ordre n'est pas pris en compte, faisant en cela application de la théorie de la relativité aquilienne, et, de l'autre, admettre que certains donneurs d'ordre, du fait de leur inexpérience, subissent un préjudice lié à l'absence de mise en garde et à l'appel tardif de la couverture. La logique commande en effet que l'absence de prise en compte de l'intérêt du donneur d'ordre par les règles gouvernant la couverture empêche l'apparition de tout préjudice, jusques et y compris au titre de l'obligation d'information et de conseil<sup>347</sup>.

Ensuite, il est inexact de considérer que le retard affectant la liquidation des positions découvertes équivaut à une violation de l'obligation d'information et de conseil de l'intermédiaire. La fourniture de la couverture n'est pas un droit, mais bien une obligation<sup>348</sup> pour le donneur d'ordre, d'origine réglementaire, de sorte que ce dernier n'est pas fondé à arguer de son ignorance de la réglementation pour tenter de ne pas payer ses dettes. La validité des marchés à terme est exceptionnelle, qui a dû nécessiter une loi expresse du 28 mars 1885<sup>349</sup>. Le Code civil lui serait autrement hostile (art. 1965, sur l'exception de jeu) ; elle apparaît discutable sous l'angle moral<sup>350</sup>, et n'est concevable que dans le strict respect des mécanismes de couverture, dont la faiblesse interdit toute complaisance envers les investisseurs. De manière différente, la cause première des pertes tient à l'absence de couverture ayant abouti à la liquidation d'office (les positions ne peuvent plus être tenues jusqu'à des jours meilleurs), non au retard mis par l'intermédiaire à liquider les positions non couvertes<sup>351</sup>. Or, la fourniture de la couverture constitue une obligation à la charge du donneur d'ordre, de nature impérative, d'ordre public, et non conventionnelle. L'absence de couverture forme donc une faute lourde à la charge du donneur d'ordre, qui fonde la demande de l'intermédiaire en remboursement du débit du compte. Dans le même temps, nous avons montré que la liquidation des positions n'a jamais à être précédée d'une quelconque mise en demeure, quel que

soit le degré de connaissance du donneur d'ordre, qu'il s'agisse de défaillance avant l'échéance ou de défaillance à la livraison, excepté le cas de la détérioration de la couverture des opérations à règlement mensuel avant l'échéance 102 104. On ne peut donc, sans violer la réglementation applicable, venir prétendre que le retard dans la liquidation des positions non couvertes vaudrait inexécution d'une mise en garde, puisqu'en principe, aucune mise en demeure n'a à être respectée par le prestataire habilité. De surcroît, pour les opérations portant sur le MATIF et le MONEP, le donneur d'ordre est nécessairement averti ab initio des conséquences du défaut de couverture ou de règlement, dans les délais, des dépôts de garantie, marges et primes, car il a reçu la note d'information réglementaire l'informant des risques des marchés à terme et d'options 020. Il ne peut donc venir prétendre, après coup, que la liquidation tardive de ses positions doit être qualifiée de violation de l'obligation d'information et de conseil de l'intermédiaire, puisque celle-ci a déjà été exécutée lors de la signature de la convention de compte.

Enfin, sur le MATIF et aussi sur le MONEP, pour le contrat à terme CAC 40 (donneurs d'ordre n'y intervenant pas à titre habituel), puis, de manière générale, pour les opérations sur titres de capital ou de créance avec SRD, et pour les opérations sur instruments financiers à terme (AMF, règl. gén., art. 516-2 et s. version 2007, puis 315-11 s. version 2018), la fourniture initiale de la couverture constitue en principe une condition de formation de l'ordre de bourse 068 070 072, de sorte qu'il conviendrait de raisonner, non en termes de responsabilité contractuelle pour violation de l'obligation d'information et de conseil, mais bien en termes de nullité et, éventuellement, de responsabilité délictuelle venant couvrir les conséquences préjudiciables du prononcé de la nullité de l'ordre 352 lorsque la couverture initiale n'a pas été fournie. Compte tenu de ces différentes remarques, certaines propositions peuvent être faites afin de respecter davantage les textes, sans pour autant écarter, en toutes hypothèses, l'indemnisation partielle du donneur d'ordre. Mais, à notre sens, la solution la meilleure passe par la modification de certaines règles.

### **116. Propositions.**

Il était d'abord souhaitable d'abandonner la ratio legis du décret du 7 octobre 1890, afin de permettre aux donneurs d'ordre d'invoquer directement l'éventuelle responsabilité de l'intermédiaire 353 liée au retard dans la liquidation des positions non couvertes, mais seulement lorsque l'intermédiaire a l'obligation de procéder à une mise en

demeure. Cette modification porterait donc uniquement sur les défaillances du donneur d'ordre avant l'échéance pour les opérations à SRD (ancien RM). À leur égard, le donneur d'ordre pourrait donc mettre partiellement en cause la responsabilité de l'intermédiaire, lorsque le retard constaté dans la liquidation des positions a entraîné une aggravation de ses pertes<sup>354</sup>.

Ensuite, le recours à l'obligation d'information et de conseil de droit commun (C. civ., art. 1147, anc., devenu 1217 et 1231-1) nous semble impropre à fonder la responsabilité de l'intermédiaire : la remise de la note d'information le rend sans objet pour les opérations portant sur le MATIF et le MONEP, et sur les autres marchés, la fourniture de la couverture est une obligation réglementaire et d'ordre public du donneur d'ordre, que celui-ci est censé ne pas ignorer, quel que soit son degré d'expérience, aucun des textes applicables n'introduisant, sous cet angle, de distinction tenant au degré de connaissance du donneur d'ordre. Autrement dit, l'ignorance par le donneur d'ordre de son obligation de fournir ou de compléter sa couverture constitue une faute qui est la cause exclusive de ses pertes ultérieures, liées à la liquidation de ses positions, dès lors que l'intermédiaire n'a pas à lui adresser de mise en garde.

Par ailleurs, pour les seules opérations passées sur le MATIF et sur le contrat à terme CAC 40 du MONEP, et avec SRD, l'absence de couverture lors de la passation de l'ordre devrait être appréhendée en termes de nullité, complétée éventuellement par le recours à la responsabilité délictuelle pour couvrir les conséquences préjudiciables liées au prononcé de la nullité, et non en termes de responsabilité contractuelle<sup>355</sup>. L'arrêt Gratade rendu par la cour d'appel de Paris le 14 mai 2004<sup>356</sup> a mis en œuvre un système proche de celui de la nullité, en indemnisant le donneur d'ordre de la totalité de la moins-value et des frais de courtage, tout en lui permettant de conserver les actions litigieuses, s'agissant d'un ordre qui était dépourvu de la couverture requise<sup>357</sup>. De toutes les manières, la Cour de cassation décide à présent que l'étendue de la réparation, c'est l'intégralité des pertes, et non une quelconque perte de chance, solution que nous appelions de nos vœux depuis des années<sup>358</sup>. Elle a affiné son raisonnement dans un arrêt extrêmement important pour les ordres de bourse à effet de levier, en fondant sur l'inopposabilité de l'ordre envers le donneur d'ordre, et non sur sa nullité, l'obligation du prestataire à indemniser en totalité le donneur d'ordre pour les pertes subies<sup>359</sup>. Nous rappellerons que nous considérons que le fondement retenu devait être la nullité. L'inopposabilité consacrée par la Cour de cassation est la solution la pire pour le prestataire, car, tenu



d'indemniser en totalité le donneur d'ordre, il doit supporter les conséquences de l'ordre à effet de levier avec le prestataire qui l'a exécuté sur le marché ou par contrepartie, sans pouvoir mettre en cause sa responsabilité si l'ordre était dépourvu de couverture.

Enfin, en guise de conclusion, il est manifeste que l'ensemble des difficultés analysées ont pour origine technique le fait que la constitution de la couverture de l'ordre pouvait intervenir après sa passation<sup>360</sup>, excepté le cas du MATIF et du MONEP pour le contrat à terme CAC 40, ce qui paraît aberrant compte tenu de la faiblesse des pourcentages de couverture requis. Il en irait différemment si la règle posée pour le MATIF et le MONEP était généralisée à l'ensemble des ordres passés sur les marchés réglementés, solution<sup>361</sup> qui permettrait de réduire un contentieux qui, autrement, n'a pas de fin. On pourrait parfaitement envisager les trois règles suivantes : que l'ordre soit verbal, écrit ou électronique, la couverture devrait être fournie avant sa passation, autrement, l'ordre serait rejeté, ce que font déjà les conventions télématiques relatives aux ordres électroniques ; en cas de dégradation de la couverture avant l'échéance d'un ordre régulièrement formé, l'intermédiaire aurait l'obligation, dans tous les cas (quels que soient le marché réglementé considéré et le degré de connaissance du donneur d'ordre, dès lors que la distinction entre défaillance avant l'échéance et défaillance à la livraison a un sens, c'est-à-dire pour les marchés à terme), de faire précéder la liquidation d'une mise en demeure, de sorte que le non-respect des délais de liquidation ou de mise en demeure engagerait la responsabilité contractuelle de l'intermédiaire. Enfin, dans l'hypothèse d'une défaillance à la livraison, la liquidation devrait intervenir passé le délai de régularisation, sans aucune mise en demeure, quels que soient le marché considéré et le degré de connaissance du donneur d'ordre.

La réforme du règlement général du CMF par l'arrêté du 30 août 2000 a opéré une réelle généralisation, en subordonnant l'acceptation de l'ordre par le prestataire, pour les opérations sur titres de capital ou de créance lorsque les opérations de règlement-livraison étaient différées, et pour les opérations sur instruments financiers à terme, à la fourniture préalable de la couverture, textes repris dans le règlement général de l'AMF (AMF, règl. gén., art. 516-2 version 2007, puis 315-11 s. version 2018). Et en 2003, la Cour de cassation a jugé que la couverture « n'a pas seulement pour but de protéger [l'intermédiaire] contre l'insolvabilité du client mais aussi de limiter les opérations spéculatives réalisées à découvert. » Il était donc affirmé expressément que la couverture doit freiner la spéculation. Et la cour d'appel, approuvée par la Cour de cassation, en avait déduit que l'intermédiaire a commis une

faute engageant sa responsabilité en n'exigeant pas la constitution de cette couverture préalablement à l'ouverture du compte de titres<sup>362</sup>. On rappellera enfin que du 22 septembre 2008 au 31 décembre 2008, l'AMF a porté à 100 % l'exigence de couverture pour quinze valeurs financières, ce qui revient à interdire la spéculation à la baisse à effet de levier sur ces valeurs. Cette interdiction a été reconduite sine die le 27 janvier 2010, en raison de ses effets bénéfiques<sup>363</sup>, puis supprimée début 2011, dans le prolongement des mesures adoptées par la loi dite RBF n° 2010-1249, du 22 octobre 2010, puis rétablie dans le courant de l'année 2011, en raison des insuffisances de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, dite RBF, et de l'aggravation de la crise financière à partir de l'été 2011, puis à nouveau supprimée à compter du 13 février 2012 (et l'effondrement en bourse du groupe Crédit agricole s'est emballé, le cours tombant à 2, alors que l'actif net comptable était de 18, et que le groupe valait 30 en 2007).

## **Chapitre 4 – Responsabilités lors de l'exécution de l'ordre**

### **018. Obligations nouvelles à la charge des PSI apportées par MIF 2.**

La directive MIF 2 vient durcir considérablement les obligations des PSI en cas d'exécution des ordres de leurs clients de gré à gré. Il ne suffit plus de suivre les instructions détaillées des clients et de mettre en place une politique de marge encadrée. Les PSI doivent dorénavant vérifier la justesse du prix, en rassemblant les données de marché et en menant une comparaison avec des produits comparables. L'évolution est remarquable, qui établit que l'exécution de l'ordre en dehors des marchés réglementés ne permet plus de présumer la justesse du prix. On rappellera que ce sont les obligations d'intermédiation et surtout de concentration des ordres, à la française, qui permettaient de parvenir, sous l'empire des anciennes règles, à la justesse du prix. C'est précisément le rôle du juriste de poser les règles qui permettent de parvenir à la justesse du prix, et sur cette importante question, les économistes n'ont rien à dire, ne leur en déplaît<sup>32</sup>. Autre innovation importante, l'article 30 de MIF 2 énonce que l'obligation générale d'agir de manière honnête, équitable et professionnelle et de communiquer de façon correcte, claire et non trompeuse vaut également à l'égard des contreparties éligibles.

## **Section 1 – Obligations du prestataire envers le donneur d'ordre**

### **020. Étendue des obligations.**

L'ordre de bourse constituant un mandat exprès et spécial<sup>33</sup>, le prestataire doit strictement se conformer aux instructions transmises par le donneur d'ordre et se trouve donc tenu par une obligation qu'on pourrait qualifier de fidélité. Dans certaines circonstances, une responsabilité du fait d'autrui pèsera sur lui. Enfin, en cas de mauvaise exécution de l'ordre<sup>34</sup>, le client cherchera à obtenir l'indemnisation du préjudice subi. Selon l'article L. 533-1 du Code monétaire et financier : « Les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché. » Cette règle est reprise à l'article 314-3 du règlement général de l'AMF qui consacre la primauté de l'intérêt du client. Les règles de traitement et d'exécution des ordres figurent aux articles 314-65 et suivants du règlement général de l'AMF, spécialement aux articles 314-69 et suivants, version 2007 pour la règle de la meilleure exécution possible. Les règles de bonne conduite sont présentées aux articles 314-1 s. du règlement général version 2018.

### **A – Obligation de fidélité**

#### **022. Nuntius.**

On entend par obligation de fidélité l'obligation, pour le prestataire, de se conformer strictement aux instructions reçues, ni plus, ni moins<sup>35</sup>. En cas de non-respect des termes du mandat, qu'il s'agisse de caducité ou de dépassement, et même pour un simple ordre de bourse, et non de la gestion de portefeuille, le client mandant n'est pas tenu d'exécuter les actes accomplis par le prestataire, lequel est tenu d'indemniser la totalité des pertes sur le fondement de l'article 1998 du Code civil<sup>36</sup>. L'obligation de fidélité implique également de respecter les frais de courtage contractuellement stipulés, sous peine de sanctions disciplinaires<sup>37</sup> et de restitution du trop perçu. En présence d'un ordre précis qui ne souffre aucune exécution partielle (exemple : l'ordre à tout prix), le prestataire illustre cette figure classique du mandat, où le mandataire apparaît comme le nuntius, celui qui est dépourvu de volonté propre. Le respect de l'obligation de fidélité passe par une obligation de diligence, par une absence d'immixtion dans la gestion du donneur d'ordre, et nécessite des précisions

complémentaires lorsque l'exécution de l'ordre, qui doit être au mieux des intérêts du client, n'a pu qu'être partielle. Enfin, la qualification de la nature juridique de la relation entre le donneur d'ordres et son intermédiaire dépend de la loi applicable au contrat (*lege causae*), et non de la loi française en tant que *lex fori* (v. Com. 7 mai 2019, BJB 2019; n° 16-21484, FD, p. 23, note J. Herbert : application de la loi anglaise tant à la qualification de la relation contractuelle - exclusion du mandat -, qu'à l'étendue de la responsabilité dans une affaire complexe de souscription d'EMTN s'étend soldée par la perte de la totalité de l'investissement lié à la crise des subprimes).

#### **024. Obligation de diligence.**

Une fois reçu, l'ordre doit être acheminé le plus rapidement possible<sup>38</sup> sur le marché, en respectant sa durée de validité v. supra. Par exemple, les règles de marché d'Euronext (Livre II), énoncent que le membre du marché qui a accepté un OSRD doit immédiatement le présenter sur le marché (v. RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4204/2 et 4401/2). La célérité de production de l'ordre ne pose pas de difficulté pour les ordres électroniques, où le système de routage se charge de conduire immédiatement l'ordre sur le marché, sans nouvelle saisie humaine<sup>39</sup>. En revanche, qu'ils soient écrits ou oraux, les ordres manuels doivent faire l'objet d'une nouvelle saisie humaine qui va ajouter au traitement de l'ordre un certain laps de temps. Or, en bourse, les variations de cours peuvent être considérables en seulement quelques minutes. La jurisprudence considère qu'engage sa responsabilité l'intermédiaire qui attend plus d'une heure et demie pour traiter un ordre dont l'exécution n'aurait dû souffrir aucun retard<sup>40</sup>. A fortiori, la responsabilité du prestataire est-elle engagée lorsque celui-ci omet tout simplement de transmettre l'ordre<sup>41</sup>. L'obligation de diligence ainsi mise à la charge des prestataires est confortée par l'ancien article L. 533-4 du Code monétaire et financier (repris à l'article L. 533-11 avec une formulation légèrement différente) qui disposait que les prestataires doivent exercer leur activité « avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients... ».

Les exigences posées par l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier relatives au principe de la meilleure exécution possible sont complétées par les articles 314-69 à 314-72 du règlement général de l'AMF, et 321-110 s. version 2018. Dans le cadre de la transposition de la MIF 2 par l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017, l'expression meilleure exécution possible est remplacée par « meilleur résultat

possible ». L'intervalle de temps entre le moment de la réception de l'ordre et celui de son traitement sera prouvé par l'horodatage EO110-130, lequel permettra ainsi de vérifier que le prestataire a ou n'a pas eu la diligence requise. Selon l'article L. 533-19, alinéa 1er, du Code monétaire et financier (issu de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007), « en vue de l'exécution d'ordres pour compte de tiers, les prestataires de services d'investissement adoptent et appliquent des procédures garantissant l'exécution rapide et équitable des ordres de leurs clients par rapport aux ordres de leurs autres clients ou aux ordres pour compte propre. »

La formulation a légèrement été modifiée par l'ordonnance n° 2017-1107. Afin de prouver le respect de ces obligations, les PSI doivent publier une fois par an le classement des cinq premiers lieux d'exécution (article L. 533-18-1 comofi ; sur ce texte, v. A. Vasquez, La publication des cinq premiers lieux d'exécution de l'année : l'information de trop, *BJB* 2018, p. 271), et doivent surveiller l'efficacité des dispositifs en matière d'exécution des ordres et de politique d'exécution des ordres . (article L. 533-18-2 comofi). L'obligation d'exécuter à temps et sans erreur l'ordre est qualifiée par M. Vigneron d'obligation de résultat<sup>42</sup>. Il est certain que le prestataire engage sa responsabilité s'il déforme les instructions qu'il a reçues de son client, quand bien même ces instructions seraient téléphoniques, la preuve de leur contenu pouvant être établie par production des enregistrements des conversations téléphoniques v. supra-132. Et l'acheminement de l'ordre manuel sur le marché ne comporte aucun aléa<sup>43</sup>, le prestataire devant se borner à ressaisir les instructions, de sorte que la qualification d'obligation de résultat est appropriée<sup>44</sup>. Ce dernier aspect introduit également le fait que le prestataire ne doit pas s'immiscer dans les décisions du donneur d'ordre.

Dans le cadre de la directive MIF, la règle dite de la « meilleure exécution<sup>45</sup> » s'applique à l'ensemble des acteurs ayant le statut de prestataire de services d'investissement, et pas seulement aux sociétés de gestion<sup>46</sup>. La règle de la meilleure exécution est une curieuse règle. En la posant, les rédacteurs du texte communautaire laissent nécessairement entendre que le principe n'allait pas de soi, que le prestataire pouvait être tenté de ne pas exécuter l'ordre au mieux des intérêts de ses clients ; la pratique prouve d'ores et déjà que ces craintes étaient parfaitement fondées<sup>47</sup>. S'il en est ainsi, c'est parce que l'obligation de concentration, qui assurait la justice du prix, a été purement et simplement supprimée. La justice du prix n'étant plus garantie par la structure du marché, pour des raisons idéologiques appuyées sur de vagues études d'économistes servant d'alibi, il

devenait indispensable de poser la règle de la meilleure exécution possible, pour protéger les investisseurs face aux conflits d'intérêts des prestataires<sup>48</sup>.

Les PSI ont une obligation de moyens. Ils sont toutefois dispensés d'assurer une protection particulière à leurs clients « contreparties éligibles » (établissements financiers...) considérés comme leurs égaux<sup>49</sup>. Une autre conséquence importante de la MIF est la possibilité, pour les établissements agissant de manière régulière comme des contreparties pour compte propre face à leurs clients institutionnels, d'entrer en concurrence avec les Bourses... Ces « internalisateurs systématiques » (systematic internaliser) sont toutefois soumis à des règles de transparence auxquelles ils échappaient jusqu'alors, mais uniquement sur les « titres liquides », qui sont estimés à environ 500 en Europe. L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 a transposé ces règles aux articles L. 425-1 et suivants du Code monétaire et financier.

L'article L. 533-18, IV, du Code monétaire et financier transpose précisément la règle de la meilleure exécution, et fait porter la charge de la preuve sur le prestataire. Contrairement à ce que souhaitaient les professionnels, il n'y a pas de présomption de meilleure exécution, même lorsque l'ordre est exécuté sur un marché réglementé. Le texte a légèrement été modifié par l'ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017. La mise en œuvre de ces règles est détaillée aux articles 314-69 version 2007 et suivant du règlement général de l'AMF, et 321-110 s. version 2018, et le CESR a pris des recommandations relatives à l'application de la règle dite de best execution<sup>50</sup>.

L'AMF a également pris une position-recommandation 2014-07, « Guide relatif à la meilleure exécution », qui aborde aussi la question des obligations des PSI qui se contentent de faire de la RTO sans exécuter les ordres. L'article 314-71 version 2007 pose une règle particulièrement contraignante pour les prestataires, susceptible de nourrir le contentieux : « Lorsque le prestataire de services d'investissement exécute un ordre pour le compte d'un client non professionnel, le meilleur résultat possible est déterminé sur la base du coût total. Le coût total est le prix de l'instrument financier augmenté des coûts liés à l'exécution, qui incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre. II. – En vue d'assurer la meilleure exécution possible lorsque plusieurs lieux d'exécution concurrents sont en mesure d'exécuter un ordre concernant un instrument financier, le

prestataire de services d'investissement évalue et compare les résultats qui seraient obtenus pour le client en exécutant l'ordre sur chacun des lieux d'exécution inclus dans la politique d'exécution mentionnée au II de l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier dès lors qu'ils sont en mesure d'exécuter cet ordre. Dans cette évaluation, le prestataire de services d'investissement prend en compte les commissions et coûts qui lui sont propres et qu'il facture pour l'exécution de l'ordre sur chacun des lieux d'exécution éligibles. III. – Le prestataire de services d'investissement s'abstient de structurer ou de facturer ses commissions d'une manière qui introduirait une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution. »

De surcroît, l'article 314-72 version 2007 impose au prestataire l'obligation de communiquer aux clients sa politique en matière d'exécution des ordres, étant souligné que l'expression « lieux d'exécution des ordres » englobe « un marché réglementé, un système multilatéral de négociation, un internalisateur systématique, un teneur de marché, un autre fournisseur de liquidité, ou une entité qui s'acquitte de tâches similaires dans un pays non partie à l'accord sur l'Espace économique européen. »

Et les articles 314-73 et 314-74 version 2007, puis 321-110 s. version 2018, font obligation au prestataire de surveiller et réévaluer sa politique d'exécution des ordres au minimum une fois par an, obligations de nature à nourrir le contentieux disciplinaire. Le prouve une décision de sanction rendue le 8 février 2013<sup>51</sup>, qui montre le caractère vain de l'auto-évaluation et de l'auto-régulation. Cette décision est importante surtout à l'égard de la définition de la politique d'exécution des ordres : l'accord entre les parties d'un mode opérationnel souple avec une définition des critères au cas par cas, entre le PSI et ses clients professionnels, appartenant au même groupe, ne saurait exonérer le PSI de son obligation de définir une politique d'exécution préalablement à la fourniture du service d'investissement. Pour formuler la règle autrement, l'obligation de définir une politique d'exécution des ordres de bourse préalablement à la fourniture du service d'investissement est d'ordre public et ne saurait être aménagée par les parties entre elles, même professionnelles appartenant au même groupe. La rigueur ainsi exigée en France quant à la formulation de la politique d'exécution des ordres, même entre professionnels, vient ainsi compenser la qualification d'obligation de moyens et le flou a priori de la best execution dus à la MIF.

Enfin, pour les ordres à limite de prix, l'article 314-65 du règlement général de l'AMF version 2007 (non repris dans la version 2018), pose des exigences spécifiques à la charge du prestataire : « I. – Lorsqu'un

client passe un ordre à cours limité portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé qui n'est pas exécuté immédiatement dans les conditions prévalant sur le marché, le prestataire de services d'investissement prend, sauf si le client donne expressément l'instruction contraire, des mesures visant à faciliter l'exécution la plus rapide possible de cet ordre, en le rendant immédiatement public sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché dans les conditions prévues à l'article 31 du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006.

II. : Le prestataire est réputé satisfaire au I s'il transmet l'ordre à un marché réglementé ou à un système multilatéral de négociation. »

### **026. Négociation dite OTF (MIF 2).**

La directive dite MIF 2 du 12 juin 2014 introduit, mais uniquement pour les obligations, produits structurés, quotas d'émission et dérivés, à l'exclusion des actions, un nouveau mode d'exécution, en marge de la best execution et des MTF (multilateral trading facility). Il s'agit de l'exécution dite OTF qui aménage une certaine « discrétion » des ordres des clients au bénéfice des BCN (broker crossing network).

### **028. Régime de la best execution dans MIF 2.**

La directive MIF 2 vient durcir les obligations des PSI dans la mise en œuvre de la règle dite de best execution (MiFID, art. 27, 1° et 30, 1°). L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 traite les qualités d'exécution des transactions à l'article L. 420-17 du Code monétaire et financier, et articles 314-13 s. du règlement général de l'AMF version 2018 sur les incitations et les rémunérations (sur l'encadrement des incitations et « inducements », v. le dossier spécial BJB 2018, p. 229 s., Les obligations déontologiques et professionnelles des PSI post MIF 2, spécialement p. 274 s, et même revue, 2018, même thème, p. 381, F. Bussière, Les *inducements* sous la directive MIF 2). Les PSI ont l'interdiction de recevoir une rémunération, une remise ou un avantage pour l'acheminement d'ordres vers une plateforme de négociation ou d'exécution qui serait contraire aux exigences relatives aux conflits d'intérêts ou aux incitations prévues par la directive. Au moins une fois par an et sans frais, les clients doivent être informés, de manière détaillée et compréhensible, sur mesure (customised), sur la politique d'exécution des ordres et de sélection des PSI, la qualité d'exécution (prix, rapidité et qualité d'exécution). Cette obligation d'information pèse sur les PSI, les plateformes de négociation, les internalisateurs



systematiques, les plateformes d'exécution, l'ensemble des plateformes multilatérales. La règle du consentement préalable est maintenue par la MIF 2. Dans le cadre de l'activité de réception et transmission d'ordres pour compte de tiers (RTO), l'obligation de meilleure exécution consiste à choisir le meilleur PSI qui fournira le service d'exécution des ordres, la best execution se transformant en obligation de best selection. Dans ce cas, la règle du consentement préalable se transforme en une obligation d'information appropriée qui n'est pas nécessairement préalable.

### **030. Absence d'immixtion.**

Chargé par le donneur d'ordre d'exécuter un ordre régulier et précis, le prestataire n'a pas à en apprécier l'opportunité<sup>52</sup> ; il doit l'exécuter dans les plus brefs délais<sup>53</sup>, et sa responsabilité sera engagée s'il refuse de se conformer aux instructions de son client ou s'il exécute un ordre devenu caduc<sup>54</sup>, exceptées les hypothèses, étrangères à cette question, de l'ordre irrégulier pour défaut de capacité, de pouvoir v. supra 004, de couverture v. supra 060, de l'ordre au libellé non réglementé v. supra 172, ou encore, du donneur d'ordre qui adopte des attitudes contradictoires et agressives postérieurement à la transmission de l'ordre<sup>55</sup>. Il doit en être ainsi quand bien même l'ordre ne serait pas conforme à une gestion en bon père de famille, et exposerait le donneur d'ordre à un risque de perte : en l'absence de mandat de gestion de portefeuille<sup>56</sup>, le prestataire n'a pas à s'immiscer dans les décisions de son client, sauf à pratiquer une gestion de fait<sup>57</sup> et à risquer d'engager sa responsabilité. La position de la Cour de cassation semble être en ce sens<sup>58</sup>, l'obligation d'information et de conseil ne permettant pas de mettre rétrospectivement en cause la responsabilité du prestataire pour l'exécution d'un ordre régulier et précis<sup>59</sup>. Pourtant, certains juges du fond mettent à mal ce principe en admettant la mise en cause de la responsabilité du teneur de compte qui n'a pas cru utile d'avertir le mandant de la gestion désordonnée du mandataire<sup>60</sup>, ce qui nous paraît excessif<sup>61</sup>. La Cour de cassation admet également que la responsabilité du teneur de compte soit retenue pour n'avoir pas informé le mandant de la mauvaise gestion du mandataire non-professionnel<sup>62</sup>. Elle a étendu symboliquement cette solution à l'hypothèse du gérant de portefeuille professionnel par un arrêt du 14 juin 2005 Fideuram Wargny<sup>63</sup>. Dans cette affaire, la faute du teneur de compte-conservateur était double, qui tenait à l'absence d'information des clients devant les difficultés rencontrées avec le gérant professionnel, et à l'absence de toute réaction après les

courriers de protestation des clients adressés deux années durant. Mais la Cour de cassation refuse l'indemnisation totale des clients pour des motifs que l'on croyait abandonnés depuis des années (absence de réitération des protestations ; absence de dénonciation du mandat de gestion, faits censés établir des fautes). Du simple point de vue de la logique élémentaire, le raisonnement est erroné ; d'une part, les clients avaient bien réagi, sur un laps de temps considérable (mais que sont deux années, face à l'extrême lenteur de la justice française), de l'autre, l'exécution d'un contrat valable ne peut jamais caractériser une faute ; le défaut d'exercice d'une faculté de résiliation unilatérale est au-delà de toute appréciation des juges ; et si des particuliers s'adressent à des professionnels de la gestion, moyennant des commissions substantielles, c'est précisément pour se décharger du souci de la gestion du portefeuille (montant des pertes par le gérant « professionnel » : la totalité de l'investissement, soit 150 000 \_ ; montant de l'indemnisation accordée : 50 000 \_). Cette décision prouve à tous égards les dangers du recours à la gestion de portefeuille individualisée, tant sur le plan de l'efficacité économique (100 % de pertes) que sur le plan du droit (quinze ans de procédure pour parvenir à ce résultat : de surcroît, les clients ont été condamnés au paiement du solde débiteur de leur compte). Enfin, le prestataire ne saurait, sans engager sa responsabilité, modifier de son propre chef la durée de l'ordre<sup>64</sup>.

### **032. Exécution au mieux.**

L'interdiction faite au prestataire de s'immiscer dans les décisions de son client doit cependant être combinée avec le principe de l'exécution au mieux, qui restitue au prestataire une certaine marge d'initiative, mais seulement à l'égard des ordres stipulés sans limite de prix et pouvant faire l'objet d'une exécution partielle<sup>65</sup>. L'exécution au mieux, consacrée par l'ancien article L. 533-4 du Code monétaire et financier, devenu L. 533-11, signifie que le prestataire doit exécuter l'ordre au mieux des intérêts de son client<sup>66</sup>. Selon l'article 314-3 du règlement général de l'AMF versions 2007 et 2018 (la version 2018 est légèrement modifiée) : « Le prestataire de services d'investissement agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché. Il respecte notamment l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation sur lesquels il intervient. » (version 2007). Appliqué à l'exécution des ordres sans limite de prix dont l'exécution partielle est admise, le principe de

l'exécution au mieux implique que le prestataire doit éviter les décalages de cours, préjudiciables aux intérêts du client, lors de la réalisation de l'ordre EO100-182. Le prestataire doit également s'abstenir de majorer le prix d'achat au préjudice du client, afin d'augmenter sa propre marge bénéficiaire<sup>67</sup>. Il se peut aussi que l'ordre ne puisse du tout être exécuté à cause de l'état du marché, la responsabilité du prestataire n'étant alors pas engagée<sup>68</sup>. De même, le prestataire peut, sans engager sa responsabilité, procéder à des ventes fractionnées afin de réduire l'effet de la baisse du titre et, conséquemment, de réduire les pertes subies par le client<sup>69</sup>. Il lui appartient alors 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 (EO100-182, sur les ordres sans forcer). Enfin, le Conseil d'État considère que l'obligation de faire prévaloir l'intérêt du client ne trouve pas à s'appliquer aux opérations réalisées par un prestataire lorsque ce dernier réalise une opération dans son intérêt propre<sup>70</sup>.

## **B – Responsabilité du fait d'autrui**

### **034. Oui et non.**

Le prestataire membre du marché est responsable non seulement de l'exécution des ordres qu'il reçoit des donneurs d'ordre, mais aussi des ordres transmis par d'autres membres du marché et par les INM (intermédiaires non membres du marché), cette responsabilité du fait d'autrui à l'égard du donneur d'ordre n'empêchant pas l'exercice d'un recours contre la personne à l'origine de l'erreur<sup>71</sup>. En d'autres termes, en présence d'une mauvaise exécution de son ordre, le client pourra assigner les différents intermédiaires en réparation de la totalité du préjudice subi<sup>72</sup>.

Une distinction doit cependant être introduite s'agissant des prestataires habilités transmetteurs d'ordres. Lorsque l'activité de réception et de transmission d'ordres est exercée de manière autonome, une partie de la doctrine<sup>73</sup> considère que la responsabilité propre des prestataires habilités en relation avec des transmetteurs d'ordres ne saurait être engagée, dès lors qu'ils établiraient s'être conformés aux ordres transmis, sauf hypothèse où le prestataire aurait l'obligation, contractuellement prévue, de procéder à certaines vérifications. En d'autres termes, et contrairement au passé, il n'y aurait plus, dans cette hypothèse, de responsabilité du fait d'autrui, mais

uniquement responsabilité pour faute personnelle<sup>74</sup>. En revanche, dans le cas où le transmetteur d'ordres agit comme mandataire exclusif au sens du règlement général de l'AMF<sup>75</sup>, il reste sous la responsabilité du prestataire habilité pour le compte duquel il agit, de sorte que la responsabilité de ce dernier peut être mise en cause par le client en cas de faute commise par le mandataire exclusif, le prestataire faisant son affaire d'un recours éventuel contre son mandataire<sup>76</sup>.

La directive MIF du 21 avril 2004 (art. 20) prévoyait que le prestataire qui reçoit l'ordre d'un client par l'intermédiaire d'un autre prestataire demeure responsable de sa bonne exécution. Il en est de même lorsque le prestataire recourt à un agent lié, même lorsque ce dernier agit pour son compte (art. 23). Ces principes sont repris à l'article L. 533-17 du Code monétaire et financier : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions dans lesquelles un prestataire de services d'investissement qui reçoit, par l'intermédiaire d'un autre prestataire de services d'investissement, l'instruction de fournir des services d'investissement ou des services connexes pour le compte d'un client, peut se fonder sur les diligences effectuées par ce dernier prestataire. Le prestataire de services d'investissement qui a transmis l'instruction demeure responsable de l'exhaustivité et de l'exactitude des informations transmises. Le prestataire de services d'investissement qui reçoit de cette manière l'instruction de fournir des services au nom du client peut également se fonder sur toute recommandation afférente au service ou à la transaction en question donnée au client par cet autre prestataire. Le prestataire de services d'investissement qui a transmis l'instruction demeure responsable du caractère approprié des recommandations ou conseils fournis au client concerné. Le prestataire de services d'investissement qui reçoit l'instruction ou l'ordre d'un client par l'intermédiaire d'un autre prestataire de services d'investissement demeure responsable de la prestation du service ou de l'exécution de la transaction en question, sur la base des informations ou des recommandations susmentionnées, conformément aux dispositions pertinentes du présent titre. »

La nouvelle rédaction de l'article L. 533-17, dans le cadre de MIF 2, maintient le principe de la responsabilité pour autrui. Par ailleurs, la cour d'appel de Paris a admis que le donneur d'ordre pouvait mettre en cause la responsabilité du transmetteur d'ordre et de la société de bourse<sup>77</sup>.

Parallèlement, lorsqu'une convention de tenue de compte-conservation<sup>78</sup> d'instruments financiers a été établie, conformément à l'article 322-3 du règlement général de l'AMF version 2007, et 322-5 s.

version 2018, et à l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier, et que le teneur de compte-conservateur a recouru à un mandataire ou à un tiers mentionné aux articles 322-36 et suivants du règlement général de l'AMF version 2007, articles 322-33 s. version 2018, « la responsabilité du teneur de compte-conservateur vis-à-vis du titulaire du compte d'instruments financiers n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un autre teneur de compte-conservateur ou qu'un tiers mette des moyens techniques à sa disposition » (AMF, règl. gén., art. 322-35) version 2007 et 2018, un aménagement (partage de responsabilité) étant toutefois possible lorsque le client est un investisseur qualifié (AMF, règl. gén., art. 322-35) version 2007. L'ordonnance du 8 janvier 2009<sup>79</sup>, modifiant l'article L. 211-8 du Code monétaire et financier, est venue donner une base légale aux dispositions du règlement général de l'AMF autorisant les teneurs de compte-conservateurs à déléguer tout ou partie des tâches liées à leur activité.

À titre de comparaison, et contrairement au passé<sup>80</sup>, le teneur de compte n'est plus tenu de s'assurer de la conformité au mandat de gestion des ordres transmis par le gérant<sup>81</sup>, et qu'il doit exécuter. Conséquemment, en cas de non-respect des termes du mandat par le gérant, le client mécontent ne saurait, selon la jurisprudence, mettre en cause la responsabilité du teneur de compte de ce chef<sup>82</sup>. La question a cependant rebondi dans le cadre de la responsabilité du dépositaire en matière de conservation d'OPCVM. La jurisprudence a en effet retenu la responsabilité de plein droit et d'ordre public du dépositaire, tenu par une obligation de restitution immédiate des actifs, nonobstant le recours à une sous-conservation, et l'aménagement de la responsabilité du dépositaire et du sous-conservateur par des clauses contractuelles dans la convention de délégation, clauses contractuelles privées d'efficacité à l'égard du client au titre de l'ordre public<sup>83</sup>. Cette solution n'est pas sans intérêt au regard de la crise financière et boursière, et des conséquences juridiques de l'affaire Madoff et Luxalpha.

La directive dite AIFM du 8 juin 2011 tire également les enseignements de cette affaire, en fixant un nouveau cadre juridique pour les dépositaires, à travers la délimitation de leur obligation de conservation et de restitution, de même qu'à travers leur responsabilité et son aménagement possible en cas de recours à des délégations<sup>84</sup>. Le droit de l'Union européenne reprend le même type de démarche, à savoir un principe de responsabilité, escorté de plusieurs cas d'exonération, le système du « oui et non ». Dans le même mouvement, la directive (UE) n° 2014/91 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, dite OPCVM V (transposée par Ord. n° 2016-312, 17 mars 2016 ; C. mon.

fin., art. L. 214-11-1) impose la règle selon laquelle la délégation à un tiers de la garde des actifs de l'OPCVM n'exonère pas le dépositaire de sa responsabilité. Le scandale Madoff est passé par là.

Enfin, dans le cadre de la réglementation du trading haute fréquence, la loi du 26 juillet 2013 instaure, via l'article L. 533-10 du Code monétaire et financier, un nouveau cas de responsabilité du fait d'autrui. En effet, les prestataires deviennent responsables des ordres à haute fréquence transmis par leurs intermédiaires (« le prestataire de services d'investissement conserve la responsabilité de garantir la conformité des négociations effectuées par son intermédiaire »), ce qui les expose enfin à des risques juridiques importants en présence d'abus de marché avérés via les algorithmes de transmission à haute fréquence. Pour preuve, la décision de sanction de l'AMF du 4 décembre 2015, dans laquelle une sanction de 5 millions d'euros 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. Pour conclure, il importe de souligner néanmoins, contre l'air du temps, que le Conseil constitutionnel accepte, en théorie, de soumettre au contrôle de constitutionnalité et de proportionnalité les cas de responsabilité pour autrui et de solidarité de paiement, tout en rejetant en pratique et sur le fond les recours QPC<sup>85</sup>.

## **C – Indemnisation du donneur d'ordre**

### **036. Versement d'une soulte.**

Au contraire de l'hypothèse de la liquidation hors délais des positions découvertes du donneur d'ordre, où l'indemnisation du préjudice subi par le donneur d'ordre n'est que partielle, au titre de la perte d'une chance EO110-112, le prestataire est tenu de réparer la totalité du préjudice subi par le client en cas de mauvaise exécution<sup>86</sup> d'un ordre couvert, précis et régulier. Encore faut-il que le donneur d'ordre ait établi l'existence d'une faute, qui ne se déduit pas de la seule présence de pertes<sup>87</sup>. Le montant de l'indemnisation est alors égal à la différence de cours existant entre le moment où l'ordre aurait dû être exécuté et celui où il a été effectivement exécuté, lorsque cette différence est préjudiciable aux intérêts du donneur d'ordre<sup>88</sup>. La

notion de perte de chance n'a pas à s'appliquer ici, car, d'évidence, le donneur d'ordre a pris sa décision ; il ne s'agit donc pas d'estimer rétrospectivement la probabilité que le donneur d'ordre, informé des risques encourus, aurait allégé ses positions pour reconstituer sa couverture. Il nous semble, par ailleurs, que l'indemnisation du client ne saurait être réduite, au prétendu motif d'un partage de responsabilité à raison du défaut de vigilance du client à la réception des avis d'opéré, dès lors que cette thèse a été censurée par la Cour de cassation en présence d'un mandat de gestion<sup>89</sup>, et qu'il n'y a plus à distinguer entre deux sortes de silence du client, selon qu'il y ait ou non mandat de gestion 050.

Enfin, c'est le compte rendu de l'exécution qui permettra au donneur d'ordre de vérifier que le prestataire a bien respecté ses instructions, et, à défaut, de mettre en cause sa responsabilité.

## **Section 2 – Compte rendu de l'exécution**

### **038. Aménagements.**

En tant que mandataire, le prestataire a l'obligation, imposée par le règlement général de l'AMF, de rendre compte à son client de l'exécution du mandat. L'appréciation de l'exécution du compte rendu fait le plus souvent l'objet d'aménagements conventionnels. Selon l'article L. 533-15 du Code monétaire et financier : « Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille rendent compte à leurs clients, sur un support durable, des services fournis à ceux-ci. Le compte rendu inclut des communications périodiques aux clients en fonction du type et de la complexité des instruments financiers concernés ainsi que de la nature du service fourni aux clients et, s'il y a lieu, les coûts liés aux transactions effectuées et aux services fournis pour le compte des clients. » L'article L. 533-16 version MIF 1 ajoutait : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application des articles L. 533-11 à L. 533-15, en tenant compte de la nature du service proposé ou fourni, de celle de l'instrument financier considéré, ainsi que du caractère professionnel ou non du client, notamment du client potentiel. ». Dans le cadre de MIF 2, le texte est modifié, qui devient : « Les articles L. 533-11 à L. 533-15 s'appliquent en tenant compte de la nature du service proposé ou fourni, de celle de l'instrument financier considéré, ainsi que du caractère professionnel ou non du client, notamment du client potentiel. Un client professionnel est un client qui

possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. Un décret précise les critères selon lesquels les clients sont considérés comme professionnels ou non professionnels et les conditions et modalités selon lesquelles les clients non professionnels peuvent demander à être traités comme des clients professionnels ».

## **§ 1 – Information du donneur d'ordre**

### **040. Vues générales.**

Le prestataire satisfait à son obligation de rendre compte en adressant au donneur d'ordre des avis d'opéré et des relevés de compte. Il arrive que le donneur d'ordre ne réagisse pas dès la réception de ces documents, mais des mois plus tard, ce qui introduit la question classique, néanmoins toujours discutée, de la valeur du silence du donneur d'ordre à la réception des avis d'opéré.

### **A – Avis d'opéré et relevés de compte**

#### **042. Exécution de l'obligation de compte rendu.**

Selon l'article 322-13 du règlement général de l'AMF version 2007, et 322-12 s. version 2018, le prestataire doit informer le donneur d'ordre<sup>90</sup> de chaque opération affectant son compte<sup>91</sup>, dans les délais précisés par la convention d'ouverture de compte prévue à l'article 322-5 du règlement général de l'AMF<sup>92</sup>. De même, en présence d'une convention de tenue de compte-conservation d'instruments financiers, le prestataire est tenu d'informer dans les meilleurs délais le titulaire du compte des opérations sur instruments financiers nécessitant une réponse de sa part, et de toutes les exécutions d'opérations et de tous les mouvements portant sur les instruments financiers et les espèces inscrits à son nom (AMF, règl. gén., art. 322-5)<sup>93</sup>. Chaque opération donne ainsi lieu à l'émission d'un avis d'opéré qui permet au donneur d'ordre de prendre connaissance des conditions dans lesquelles son ordre a pu être exécuté<sup>94</sup> et de vérifier que le prestataire s'est bien conformé à ses instructions. L'existence de quelques erreurs matérielles entachant les relevés ne suffit pas à rendre sans cause la perception de commission<sup>95</sup>. Les avis d'opéré et relevés récapitulatifs permettent aussi au prestataire de vérifier que ses collaborateurs



occupant des fonctions sensibles n'ont pas commis de faute professionnelle, à raison des ordres qu'ils auraient passés par l'intermédiaire d'un autre teneur de compte<sup>96</sup>. Lorsque l'ordre est électronique, le donneur d'ordre bénéficie d'un compte rendu quasi immédiat de l'exécution en consultant le serveur télématique, qui lui précise les frais de courtage, taxes incluses, l'étendue (totale ou partielle), le cours et l'heure d'exécution, et lui rappelle le carnet de ses ordres en cours, ainsi que leur échéance, modalités de compte rendu qui établissent, une nouvelle fois, la supériorité du régime des ordres électroniques sur celui des ordres manuels : le donneur d'ordre est en mesure de maîtriser le temps et le cours d'exécution de son ordre<sup>97</sup>, ainsi que de prendre connaissance, presque dans l'immédiat, du sort qui lui a été réservé. En fin de mois, le client reçoit un relevé qui récapitule les opérations pratiquées pendant le mois considéré, et rappelle leur date de crédit ou de débit en compte. La jurisprudence y attache une importance égale<sup>98</sup>. Les avis d'opéré et relevés mensuels doivent être exempts d'erreurs matérielles, à peine d'engager la responsabilité du prestataire, en ce qu'il a induit en erreur le donneur d'ordre<sup>99</sup>. Les dispositions figurent aux articles 314-86 et suivant du règlement général de l'AMF du 1er novembre 2007, puis 312-12 version 2018, qui tiennent compte notamment du fait que le prestataire peut être la contrepartie lui-même à certaines conditions.

Lorsque la couverture est devenue insuffisante ou a disparu en cours d'échéance, le prestataire a dû réduire les positions, passé un délai de régularisation d'un jour à compter d'une mise en demeure adressée par tous moyens et restée sans effet (AMF, règl. gén., art. 516-2 version 2007). L'article 516-10 version 2007, puis 315-11 s. version 2018 énonce qu'à défaut de dispositions contraires, le prestataire doit commencer par réduire les positions ouvertes, avant de réaliser tout ou partie de la couverture. Ceci donne alors lieu à l'envoi par lettres en recommandé, (et non par courrier simple comme pour les avis habituels), d'avis d'opérés et arrêtés de compte correspondants (AMF, règl. gén., art. 516-12 version 2007). Le prestataire est tenu de répondre, dans un délai utile, aux observations formulées par le donneur d'ordre à la réception des avis, à peine d'engager sa responsabilité<sup>100</sup>. Les textes améliorent l'information du client, ce qui est de nature à changer la perception traditionnelle de la finalité de la couverture. Selon l'article 314-90 du règlement général de l'AMF du 1er novembre 2007, non repris dans la version 2018 : « Lorsque le prestataire de services d'investissement tient des comptes de clients non professionnels comportant une position ouverte non couverte dans une transaction impliquant des engagements conditionnels, il informe

également le client non professionnel de toute perte excédant un seuil prédéterminé convenu avec lui, au plus tard à la fin du jour ouvré au cours duquel le seuil a été franchi ou, dans le cas où ce seuil n'a pas été franchi au cours d'un jour ouvré, à la fin du premier jour ouvré qui suit. »

En sus de l'information opération par opération, l'article 314-105 du règlement général de l'AMF version 2007, non repris dans la version 2018 (les obligations du teneur de compte-conservateur sont abordées aux articles 322-7 s. version 2018), met à la charge du prestataire une obligation d'information au moins annuelle sur l'état du portefeuille en ces termes : « I. – Le prestataire de services d'investissement qui détient des instruments financiers pour le compte de clients adresse au moins une fois par an, à son client, sur un support durable, un relevé de ses instruments à moins que les mêmes informations n'aient été fournies dans une autre note d'information périodique. II. – Le relevé des actifs de clients mentionné au I doit comporter les informations suivantes : 1° Des précisions sur tous les instruments financiers détenus par le prestataire de services d'investissement pour le client à la fin de la période couverte par le relevé ; 2° La mesure dans laquelle les instruments financiers du client ont fait l'objet d'éventuelles cessions temporaires de titres ; 3° La quantification de tout avantage échéant au client du fait de sa participation à d'éventuelles cessions temporaires de titres, et la base sur laquelle cet avantage lui est échu. Dans les cas où le portefeuille inclut une ou plusieurs transactions non dénouées, les informations mentionnées au 1° peuvent avoir pour date de référence soit la date d'opération, soit la date du règlement, pourvu que cette date soit la même pour toutes les données de ce type transmises dans le relevé. III. – Le prestataire de services d'investissement qui détient des instruments financiers et qui fournit le service de gestion de portefeuille peut inclure le relevé des actifs du client mentionné au I dans le relevé périodique qu'il fournit à ce client en application de l'article 314-91. »

Enfin, il appartient au prestataire de prouver qu'il a bien envoyé les avis d'opéré et relevés de compte, dès lors que le client conteste les avoir reçus<sup>101</sup>. Si le client n'élève de ce chef aucune dénégation, la jurisprudence tient pour établi le fait allégué et non contesté<sup>102</sup>. Si le client adopte une attitude contradictoire, les juges du fond auront tendance à admettre le fait allégué par le prestataire<sup>103</sup>. En revanche, lorsque le client se borne à élever une simple dénégation, le prestataire doit alors établir l'ensemble des faits qui concourent à la démonstration du bien-fondé de ses allégations, parmi lesquels figure, naturellement, l'envoi des documents informant le donneur d'ordre de l'exécution des

instructions reçues<sup>104</sup>. Confrontés à cette difficulté de preuve, les juges du fond prennent en compte la durée des relations entre le donneur d'ordre et son intermédiaire, de même que le comportement de ce dernier, et les diligences accomplies<sup>105</sup>.

En réalité, les difficultés n'ont pas tant trait à l'avis d'opéré, qu'au silence du donneur d'ordre à sa réception.

## **B – Silence du donneur d'ordre**

### **044. Significations possibles du silence.**

Censé être informé par l'avis d'opéré, le donneur d'ordre est à même d'apprécier la qualité d'exécution du prestataire. Dès lors, de deux choses, l'une : soit le client considère que l'exécution n'est pas conforme à ses instructions, et il va réagir, en général dans les quelques jours, voire les heures, qui suivent la réception de l'avis d'opéré, peu importe le moyen utilisé (télécopie, communication téléphonique, LRAR) ; soit le client constate que le prestataire s'est conformé aux instructions reçues, et autres relevés (car le silence du client peut aussi s'expliquer par le fait que l'avis d'opéré ou le relevé de compte ne lui est pas parvenu).

### **046. Incidence de la nature de l'ordre.**

La dialectique étant introduite, il convient de la délimiter. Elle ne peut apparaître qu'à l'égard des ordres manuels (écrits et oraux), à l'exclusion des ordres électroniques, pour la simple et bonne raison que ceux-ci sont saisis par le donneur d'ordre lui-même, aucune autre saisie humaine ne venant s'intercaler entre l'émission de l'ordre et son exécution sur le marché. Le donneur d'ordre ne saurait donc imputer au prestataire une erreur de saisie de l'ordre, et la tape du code alpha-numérique permet d'en attester l'origine : la jurisprudence rendue en matière de code de carte bancaire<sup>106</sup> vaut a fortiori ici, puisque ce code ne comporte que quatre chiffres, attribués par l'émetteur de la carte, alors qu'en matière d'ordres de bourse électroniques, le code est choisi par le client lui-même, qui peut comporter une suite de sept signes alpha-numériques, qui doit être changé au bout de tant de connexions, étant rappelé que sa tape doit être de surcroît précédée de la tape du code d'abonnement au serveur télématique, composé lui-même de sept chiffres ! La question de la valeur juridique du silence du

donneur d'ordre à la réception des avis d'opéré n'a ainsi de sens qu'à l'égard des ordres manuels.

#### **048. Présomption d'existence et d'exécution.**

Maniant l'art des distinctions, la Cour de cassation la résolve dans un sens qui ménage les intérêts des deux parties, tout en déjouant les manœuvres éventuelles de donneurs d'ordres de mauvaise foi : « si la réception sans protestation ni réserve des avis d'opéré et des relevés de compte fait présumer l'existence et l'exécution des opérations qu'ils indiquent, elle n'empêche pas le client, pendant le délai convenu ou, à défaut, pendant le délai de la prescription, de reprocher à celui qui a effectué ces opérations de n'avoir pas agi conformément aux ordres reçus. » Cette solution vaut, qu'il y ait (arrêt Nemegyey) ou non (arrêt Molusson) mandat de gestion<sup>107</sup>.

#### **050. Portée de la présomption.**

En clair, et contrairement au passé<sup>108</sup>, la réception sans protestation ni réserve des avis d'opéré ne vaut aucunement ratification tacite de l'exécution et n'empêche pas, en théorie, le donneur d'ordre de venir contester le débit figurant sur son compte, dans le délai convenu ou, à défaut, dans le délai de la prescription extinctive, soit ici dix ans (C. com., art. L. 110-4 anc.) avant la loi n° 2008-561 du 17 juin 2008, cinq ans seulement depuis. Cette solution nous semble particulièrement bien rendue. Tout d'abord, qu'il y ait ou non mandat de gestion<sup>109</sup>, nous ne voyons pas pourquoi les donneurs d'ordres, simples particuliers, devraient réagir dans l'urgence<sup>110</sup> à la moindre lettre de leur intermédiaire financier, là où les professionnels du droit mettent des semaines, voire des mois, à répondre à leurs clients et à signifier leurs conclusions, hormis l'hypothèse des délais de forclusion, qui peuvent néanmoins être créés par des clauses dans la convention des parties<sup>111</sup>. Et cette comparaison n'est pas étrangère à notre propos, car un donneur d'ordre mécontent de l'exécution de son ordre devra sans doute prendre langue auprès d'un professionnel du droit pour la défense de ses intérêts.

#### **052. Charge de la preuve.**

Ensuite, bien qu'elle prive d'effet au fond du droit le silence du donneur d'ordre à la réception de l'avis d'opéré, la solution de la Cour de cassation n'emporte pas moins comme conséquence très importante de déplacer le fardeau de la charge de la preuve par le biais de la présomption réfragable ainsi posée : car ce sera au client mécontent

qu'il appartiendra de prouver la pertinence de ses prétentions et d'établir que le prestataire n'a pas respecté ses instructions, et non l'inverse<sup>112</sup>. Il importe de cerner exactement la portée de cette règle. Les ordres électroniques n'étant pas dans la discussion, restent les ordres manuels, à savoir les ordres oraux et les ordres écrits. À l'égard des ordres oraux, la seule preuve de leur existence et de leur contenu, hormis l'hypothèse de la confirmation ultérieure par télécopie ou lettre, est l'enregistrement de la conversation téléphonique<sup>113</sup>. Or, leur durée de conservation varie, selon le marché considéré, de quarante deux jours à six mois<sup>114</sup>. Passé ce délai, le donneur d'ordre ne pourra plus en demander la production en justice et ne sera plus en mesure d'établir les faits qu'il avance ; il ne sera donc plus à même de satisfaire ses charges processuelles et supportera le risque du procès. À l'égard des ordres écrits, la durée de conservation des documents est nettement plus longue, qui s'étale de deux à dix ans, selon leur nature EO110-134. Il sera donc nettement plus aisé au client de reconstituer le cheminement de son ordre et le contenu des instructions transmises, soit qu'il ait gardé un double de l'ordre écrit ou du bordereau de l'agence, soit qu'il demande la production en justice, sur le fondement de l'article 145 du Code de procédure civile, de toutes les données relatives à l'ordre, à son horodatage, et aux fiches d'ordres. À partir de ces observations, nous pouvons mesurer toute la justesse de la règle posée par la Cour de cassation. Pour les ordres oraux, le donneur d'ordre doit quand même faire preuve d'une célérité et d'une vigilance relatives, à défaut desquelles il ne sera plus en mesure de prouver ce qu'il avance, de sorte que les intérêts du prestataire ne sont pas sacrifiés, et les manœuvres de clients de mauvaise foi, déjouées. À l'égard des ordres écrits, il n'est que juste de permettre à un donneur d'ordre d'établir le bien-fondé de ses prétentions, peu importe son silence initial, dès lors que le prestataire est astreint à des obligations de conservation, sur une durée atteignant dans certains cas la durée de la prescription décennale, des pièces permettant de reconstituer le contenu de l'ordre et son cheminement. Il n'y a donc rien de choquant dans le fait de permettre à un donneur d'ordre de venir contester l'exécution passée des ordres, nonobstant son silence initial, tant que les documents établissant l'existence et le contenu des ordres litigieux sont conservés par le prestataire.

Néanmoins, certains prestataires essayent de déplacer l'équilibre de la relation contractuelle en imposant des clauses aménageant leurs obligations.

## **§ 2 – Aménagements conventionnels**

#### **054. Délimitation.**

Les aménagements conventionnels peuvent être de trois sortes. Le premier est systématique et a déjà été rencontré, de sorte que nous ne l'évoquons ici que pour mémoire : la convention d'ouverture de compte doit contenir des dispositions relatives à la transmission des ordres (v. supra 118), ce qui touche à la preuve. De telles dispositions contractuelles sont non seulement licites, sous réserve qu'elles ne constituent pas une clause abusive, mais également utiles, car elles ont en général pour objet de fixer le régime des ordres oraux et celui du routage des ordres électroniques. Deux autres points font l'objet d'aménagements contractuels, car le prestataire entend réduire la durée de la prescription extinctive et alléger ses obligations. Ces deux types de clauses nous paraissent intrinsèquement très contestables et d'une faible utilité pratique, tout en étant de nature à nuire à l'image du prestataire vis-à-vis de la clientèle.

### **A – Durée de la prescription extinctive**

#### **056. Conditions de validité.**

Sauf dispositions conventionnelles, la prescription extinctive était ici de dix ans (C. com., art. L. 110-4 anc.) avant la loi n° 2008-561 du 17 juin 2008, cinq ans seulement depuis, que l'ordre soit commercial ou mixte. En théorie, le client peut donc contester l'exécution passée d'un ordre à l'intérieur de ce délai de cinq ans, ce que les prestataires et les établissements de crédit jugent manifestement excessif. Aussi bien la plupart d'entre eux imposent-ils à leurs clients une clause en vertu de laquelle les réclamations non soulevées dans un délai très bref, de trois mois, voire moins (un jour !), sont soit tardives, soit forcloses. Comme s'il appartenait à une volonté privée d'imposer aux opérateurs une clause de recevabilité d'un jour, alors que la durée de conservation des fiches d'ordres et d'horodatages est de cinq ans ! Certes, les clauses abrégant la durée légale de la prescription extinctive sont en théorie valables<sup>115</sup>, mais à la condition qu'elles aient été acceptées par le donneur d'ordre<sup>116</sup>, que le délai choisi soit raisonnable<sup>117</sup>, et non pas captieux<sup>118</sup>, sans constituer un déséquilibre significatif au détriment du donneur d'ordre<sup>119</sup>, sous peine que la clause, qualifiée d'abusives (C. consom., art. L. 132-1 anc.<sup>120</sup>, devenus C. consom., art. L. 212-1 à L. 212-3 et L. 241-1 avec la réforme du Code de la consommation, Ord. n° 2016-131, 10 févr. 2016 et Ord. n° 2016-301, 14 mars 2016), ne

devienne non écrite. La loi du 17 juin 2008, favorable aux débiteurs, consacre l'aménagement conventionnel de la prescription extinctive (C. civ., art. 2254), en posant deux bornes temporelles : ni moins d'un an, ni plus de dix ans. On rappellera ici que la Cour de cassation accepte que les parties puissent créer des délais de forclusion sur le fondement de l'ancien article 1134 du Code civil<sup>121</sup>.

### **058. Clauses abusives.**

Le délai de trois mois, en général imposé, nous paraît bien constituer une clause abusive en raison de sa brièveté excessive<sup>122</sup>, exceptée l'hypothèse de la preuve des ordres oraux, et à la condition, pour ces derniers, que les règles de marché n'imposent pas au prestataire une durée de conservation plus longue des enregistrements, ce qui est le cas du MONEP (six mois). Élargissons la durée conventionnelle de la prescription extinctive, pour la fixer, par exemple, à deux ans. A priori, un tel délai devrait être tenu pour valable, car il n'est pas trop bref, et de nombreuses prescriptions légales ont une durée égale ou inférieure. Pourtant, une telle clause nous paraît susceptible de mériter le label de clause abusive, dès lors que les règles de marché applicables au litige imposent au prestataire une durée de conservation supérieure à deux ans des documents relatifs aux ordres, ce qui est le cas du MONEP et du MATIF, pour l'horodatage, les duplicata d'avis d'opéré, les supports d'enregistrement des négociations et les fiches d'ordres. Car il est évident qu'imposer au donneur d'ordre une clause limitant son droit d'agir à une durée inférieure à celle qu'imposent au prestataire les règles de marché caractérise un comportement ayant pour objet ou pour effet de créer un déséquilibre significatif au détriment du donneur d'ordre. Les juges du fond ont d'ailleurs retenu la qualification de clause abusive<sup>123</sup>. En cas de doute ou d'ambiguïté sur la clause, le contrat de consommation doit être interprété en faveur du consommateur, par application de l'ancien article L. 133-2 du Code de la consommation, devenu l'article L. 211-1 du même code<sup>124</sup>.

### **060. Exception de nullité.**

Par ailleurs, quand bien même la clause serait valable, non abusive, et que le client ne soit plus dans le délai fixé pour agir, l'aménagement conventionnel favorisera le procès, au lieu de l'éviter. En effet, l'intérêt du client sera de refuser de régler le solde débiteur de son compte, afin de se faire assigner, pour pouvoir soulever, par voie d'exception<sup>125</sup>, la nullité de l'ordre litigieux, peu importe que le délai pour agir soit expiré

du fait de la clause de différend, mais à la condition qu'il n'y ait eu aucun début d'exécution.

En définitive, de telles clauses ne nous paraissent acceptables qu'à la stricte condition qu'elles posent une durée supérieure ou égale à celle qui est prévue par les règles de marché, et n'auront qu'un effet réduit.

## **B – Clauses élusives de responsabilité**

### **062. Intérêt limité.**

Certains prestataires croient utile de stipuler dans la convention d'ouverture de compte des clauses élusives de responsabilité, afin de n'avoir pas de dommages-intérêts à verser au cas où le donneur d'ordre serait parvenu à établir leur responsabilité<sup>126</sup>. En ce sens, la Cour de cassation admet l'application des clauses limitatives de réparation en cas de résolution pour faute du contrat ( v. Com. 7 févr. 2018 (cassation), P+B+I, n° 16-20352, D. 2018, p. 537 note D. Mazeaud ; v. l'article 1230 du code civil issu de la réforme du droit des obligations). Là encore, l'intérêt attaché à de telles clauses se révèle, à notre sens, très médiocre, pour les trois raisons suivantes.

### **064. Clause abusive.**

Tout d'abord, la clause écartant la responsabilité du prestataire en présence d'une exécution défectueuse de l'ordre confère au professionnel un avantage significatif au détriment du donneur d'ordre<sup>127</sup>, de sorte que la qualification de clause abusive paraît appropriée<sup>128</sup>. Certes, dans un arrêt du 23 septembre 1993<sup>129</sup>, rendu en matière de mandat de gestion, où les obligations du prestataire ne sont que de moyens<sup>130</sup>, la cour d'appel de Paris a décidé dans un premier temps, contre l'avis des premiers juges, que la clause interdisant au client de se plaindre d'une gestion déficitaire ne constituait pas une clause abusive. Mais elle affirma ensuite que l'exonération de responsabilité ainsi posée ne dispensait pas la société de bourse de gérer normalement le portefeuille et de mettre en œuvre tous les moyens à même d'assurer une gestion efficace des fonds qui lui avaient été remis, de sorte qu'une simple faute de gestion<sup>131</sup> suffit, en fin de compte, à mettre en cause la responsabilité de l'intermédiaire, l'arrêt énonçant qu'il n'était pas nécessaire de démontrer l'existence d'une faute lourde ou dolosive pour paralyser la clause exonératoire de responsabilité. Par où cette décision préfigurait le fameux arrêt



Chronopost<sup>132</sup>. La réforme du droit des obligations opère l'assimilation de la faute lourde à la faute dolosive (C. civ, art. 1231-3). Dans le même mouvement, la directive (UE) n° 2014/91 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, dite OPCVM V (transposée par Ord. n° 2016-312, 17 mars 2016 ; C. mon. fin., art. L. 214-11-4) vient interdire de manière générale toute clause qui exclut ou limite la responsabilité du dépositaire, peu important la qualité de l'investisseur, professionnel ou non. Logiquement, la Cour de cassation a durci l'obligation de réparation du gérant en cas de pertes en lien avec le non-respect des termes du mandat (v. Com. 6 déc. 2017, n° 16-23991, PBI, BJB. 2018, p. 52 note M. Storck : les pertes financières doivent être réparées en totalité ; la perte de rendement de ces investissements doit être également réparée).

En revanche, ne nous paraît pas constituer une clause abusive, la clause par laquelle le prestataire décline toute responsabilité en cas de rupture du service télématique d'acheminement des ordres. En effet, cette clause ne met pas à la charge du client des frais spécifiques, et elle ne le prive pas de la possibilité de passer ses ordres par d'autres canaux (télécopie, écrit, téléphone), de sorte qu'aucun déséquilibre significatif ne peut être caractérisé en faveur du prestataire et au détriment du client. D'ailleurs, l'article 314-63 du règlement général de l'AMF version 2007, non repris dans la version 2018, confirme nécessairement cette analyse<sup>133</sup>.

#### **066. Faute lourde.**

Ensuite, à supposer qu'elle soit valable, ce qui ne peut être le cas lorsque l'intermédiaire intervient en tant que ducroire<sup>134</sup>, la clause limitative de responsabilité doit céder lorsque le client établit que son intermédiaire a commis une faute lourde<sup>135</sup>, ce que constitue précisément un dépassement de pouvoirs<sup>136</sup>. Et si le client conteste le contenu de l'avis d'opéré, c'est précisément parce qu'il considère que le prestataire, en ne respectant pas les instructions reçues, les a dépassées, de sorte que leur violation constitue bien une faute lourde<sup>137</sup>. Néanmoins, la commission d'une faute lourde ne prive pas d'efficacité la clause qui abrège le délai de prescription extinctive, la Cour de cassation dissociant ainsi clause limitative de responsabilité et clause qui abrège la durée de cette responsabilité<sup>138</sup>.

#### **068. Obligation substantielle.**

Enfin, la Cour de cassation a élargi le cercle des fautes paralysant les clauses limitatives de responsabilité, en y incluant les fautes qui portent

atteinte aux engagements essentiels<sup>139</sup>, puis substantiels<sup>140</sup>, de la convention. De même, sont assimilées aux clauses exclusives ou restrictives de garantie les clauses qui obligent l'acquéreur à dénoncer le vice dans un très bref délai (par exemple : un mois), après l'exécution de la livraison<sup>141</sup>. Ces solutions devraient être confortées par la réforme du droit des contrats et le projet d'article 1168 du Code civil, devenu l'article 1170 du même code, qui dispose : « Toute clause qui prive de sa substance l'obligation essentielle du débiteur est réputée non écrite. »

En somme, que soit en cause la durée de la prescription extinctive ou l'étendue des obligations du prestataire, l'intérêt attaché à l'aménagement conventionnel paraît faible.

## **Chapitre 5 – Issue de l'ordre**

### **070. Trois issues.**

L'issue de l'ordre se distingue de son exécution en ce que l'ordre peut comporter soit un apurement des positions (levée d'option, prise de positions inverses), soit leur report lorsque le donneur d'ordre, ayant spéculé en utilisant l'effet de levier, souhaite, pour des raisons généralement liées à l'évolution de la valeur objet de l'ordre initial, proroger ses positions, en escomptant leur redressement au cours de la liquidation suivante. Enfin, il se peut qu'à l'échéance du mois boursier, le donneur d'ordre soit défaillant, auquel cas ses positions seront liquidées d'office.

### **Section 1 – Apurement des positions**

#### **072. Rôle du terme.**

Le sort de l'ordre est distinct selon qu'il s'agit d'une opération au comptant ou à terme. Dans le premier cas, l'absence de terme a pour conséquence que l'apurement de l'ordre se confond avec les obligations de règlement et de livraison des titres, de sorte qu'il n'y a pas lieu de l'étudier distinctement de ces obligations. En revanche, les opérations à terme peuvent faire l'objet de prises de position dans la période allant de la date d'exécution de l'ordre à celle de l'échéance, qui nécessitent quelques développements. Enfin, l'apurement de l'ordre

suppose le règlement du prix et la livraison des titres, opérations assorties de garanties de bonne fin lorsque l'ordre de bourse a été exécuté sur un marché réglementé.

## **§ 1 – Opérations à terme**

### **074. Stratégies financières.**

Afin d'apurer ses positions, le donneur d'ordre peut décider soit de les inverser, soit d'exercer les options, avant ou à l'échéance. À l'égard des contrats financiers à terme, le débouclage volontaire des positions représente 95 % des cas, l'exercice des options, le reste<sup>142</sup>, ce qui s'explique au moins par les deux raisons suivantes : le donneur d'ordre spéculé sur des indices, non sur les valeurs sous-jacentes ; il est très dangereux de laisser des positions non débouclées, compte tenu de l'ampleur de l'effet de levier<sup>143</sup>. Ces opérations rendent évidemment sans objet le report des positions sur la liquidation suivante.

### **A – Inversion des positions**

#### **076. Position fermée.**

En prenant des positions inverses à celles qu'il avait initialement prises, le donneur d'ordre déboucle et clôt ses engagements<sup>144</sup>. Pour être efficace, le débouclage doit porter sur la même valeur, ou la même série pour les options négociables, et intervenir chez le même intermédiaire auprès duquel la position avait été ouverte<sup>145</sup>. Il en résulte le plus souvent une différence, faisant apparaître soit une perte, soit un bénéfice. En cas de perte, il y a imputation sur la couverture, qui se trouve libérée pour le reste de la position débouclée. Quant au bénéfice, il est porté immédiatement au crédit du compte.

### **B – Exercice des options**

#### **078. Modalités.**

L'apurement des positions peut également être tributaire de la levée, ou exercice, des options<sup>146</sup>, entraînant la formation du contrat de vente de la valeur sous-jacente, avec effet à la date d'exercice<sup>147</sup>. Le dénouement des positions prises sur l'actif sous-jacent en suite des

exercices et assignations a lieu selon les règles en vigueur sur le marché concerné. L'exercice de l'option avant l'échéance (option américaine) suppose en principe un ordre précis du donneur d'ordre, transmis uniquement chez l'intermédiaire auprès duquel est enregistrée la position.

Pour le MONEP, il est procédé à une assignation aléatoire, qui met fin à l'anonymat des opérations, d'une position ouverte à la vente sur la série à l'égard de laquelle porte l'exercice. Un adhérent est donc tiré au sort, et l'adhérent assigné doit lui-même tirer au sort l'un de ses clients faisant l'objet de l'assignation. Enfin, à l'échéance, des présomptions simples sont fixées<sup>148</sup>, d'exercice pour les options dans les cours, et d'abandon pour les options strictement à parité et en dehors des cours, sauf instruction contraire du donneur d'ordre.

Sur le MATIF, les assignations de contrat d'option résultant d'un exercice sont fixées par les règles de fonctionnement de Clearnet SA (depuis la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013, les chambres de compensation sont soumises à une triple surveillance de l'ACPR, de l'AMF et de la Banque de France, C. mon. fin., art. L. 440-1 et depuis l'ordonnance n° 2014-1332 du 6 novembre 2014 modifiant cet article, à la surveillance supplémentaire de la BCE) en fonction du contrat d'option. Les présomptions posées à l'échéance sont les mêmes que pour le MONEP : les options non exercées sont automatiquement levées lorsqu'elles sont dans le cours, sauf instruction contraire notifiée par l'acheteur ; en revanche, les autres options, c'est-à-dire les options strictement à parité ou en dehors des cours, sont réputées abandonnées.

## **§ 2 – Opérations de règlement et garanties de bonne fin**

### **080. Sécurisation des opérations.**

Dans les cinq jours qui suivent l'échéance du mois boursier pour les opérations à terme<sup>149</sup>, ou, au plus tard, dans le jour qui suit l'exécution de l'ordre pour les opérations au comptant, il était procédé à l'inscription ou à la radiation des titres sur le compte du donneur d'ordre et à l'enregistrement des mouvements de capitaux correspondants<sup>150</sup>. Le calendrier a été légèrement modifié depuis la suppression du RM le 22 septembre 2000, et la mise en place du service de règlement différé (SRD) : au comptant, avant la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, le transfert de propriété avait lieu le jour de négociation, et les opérations de règlement/livraison, en J+3<sup>151</sup> ; depuis la loi n° 2010-249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et

financière, ayant créé l'article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier, « (...) Cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Il peut être dérogé à ce délai, pour des raisons techniques, dans les cas énumérés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun (...) », soit  $J < 2$ . Mais selon l'article L. 211-17-1, II, dernier alinéa, la nouvelle date de livraison ne peut prendre effet qu'à « la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen », soit pas avant 2012... En réalité, adopté le 15 avril 2014 par le Parlement européen, le règlement sur les dépositaires centraux de titres prévoit une harmonisation à l'échelle européenne des régimes de règlement-livraison des titres seulement à compter du 1er janvier 2015, tout titre négocié sur les marchés organisés devant obligatoirement être livré au plus tard le deuxième jour ouvrable après la négociation (soit  $J + 2$ ). Conséquemment, l'article L. 211-17-1 a de nouveau été modifié par une ordonnance n° 2015-1686 du 17 déc. 2015. L'AMF a souhaité anticiper ce changement dès le 6 octobre 2014. Une ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 prévoit dans le même sens que le délai de déclaration des prêts-emprunts de titres précédant l'assemblée générale passe de trois à deux jours. Avec le SRD, la liquidation intervient cinq jours de bourse avant la fin du mois calendaire, et les opérations sont inscrites en compte le dernier jour du mois (v. le communiqué de Euronext Paris du 16 mai 2000<sup>152</sup>). Que les ordres aient été exécutés sur un marché réglementé ou en dehors d'un marché réglementé (sous certaines conditions évoquées ci-après), ces opérations dérogent au droit commun de la vente s'agissant de la date du transfert de propriété, afin d'accroître la sécurité des transactions, dès lors que leur réalisation implique un système de règlement-livraison. La recherche d'une sécurité maximale repose également sur la garantie légale de bonne fin, laquelle ne vaut cependant qu'à l'égard des transactions traitées sur un marché réglementé. Si elle est donc sans incidence indirecte sur la date du transfert de propriété <sup>084</sup>, la distinction entre marché réglementé et marché libre conditionne néanmoins le champ d'application de la garantie légale de bonne fin. Les développements doctrinaux distinguent les opérations de règlement-livraison (comment exécuter le détail technique de l'ordre de bourse), le transfert de propriété (quand a lieu le transfert des droits entre investisseurs), et la « finalité centrale » de l'opération<sup>153</sup>,

question essentielle qui porte sur la localisation et l'existence des droits de l'investisseur. Le système le plus sûr (notamment pour juguler le risque systémique lié à l'absence de congruence entre le nombre de titres émis et le nombre de titres en circulation), et suivi par le droit français, est de fixer la « finalité centrale » chez le dépositaire central, et non chez l'intermédiaire teneur de compte de l'investisseur. La combinaison de ces différentes règles assure une très grande sécurité juridique, sans commune mesure avec le droit commun de la vente, qu'il serait franchement inopportun de remettre en cause sous couvert d'harmonisation avec les droits anglo-américains, à l'occasion de la ratification de la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire.

## **A – Opérations de règlement-livraison**

### **082. Droit commun.**

La réglementation des ordres de bourse se démarque nettement du droit commun de la vente. Au regard de celui-ci, la rencontre des volontés est l'élément déclencheur du transfert de propriété du bien vendu (C. civ., art. 1138 anc., devenu art. 1196, et 1583), et non, sauf stipulation contraire, le paiement du prix, ou encore l'inscription en compte pour les choses dématérialisées (qui pourrait être rapprochée de la délivrance ou de la tradition). De sorte que l'acheteur risque de devoir payer le prix, alors même que le bien n'existe plus (res perit domino), et le vendeur, de devoir livrer la chose vendue, alors que le paiement du prix n'interviendra pas. La règle, prévue par le droit civil, joue envers les cessions d'actions qui ne sont pas réalisées en bourse<sup>154</sup>. Elle appréhendait également les négociations d'instruments financiers pour lesquelles la dérogation conditionnelle de l'article 516-2 ancien du règlement général de l'AMF, avait été obtenue<sup>155</sup> et, sans doute, les opérations de pension<sup>156</sup>. De telles règles ne s'accordent pas avec les transactions réalisées quotidiennement sur les marchés financiers, dont l'ampleur appelle des mécanismes de règlement et de livraison beaucoup plus sûrs<sup>157</sup>, pour lutter notamment contre le risque systémique, la notion de marché elle-même mettant en concurrence les différents systèmes juridiques<sup>158</sup>.

### **084. Caractère dérogatoire du droit boursier.**

Aussi bien, le sens de la règle a-t-il été modifié à l'égard des ordres de bourse impliquant des systèmes de règlement-livraison<sup>159</sup>, mais de manière différente selon que l'ordre est traité sur un marché réglementé ou en dehors d'un marché réglementé. C'est donc le recours à un système de règlement-livraison qui neutralise le droit commun de la vente<sup>160</sup>, et non pas tant le type de marché – réglementé ou non – sur lequel est traité l'ordre, ce dernier aspect affectant la date et les modalités du transfert de propriété, mais non la neutralisation du droit commun de la vente. Ces aspects sont accentués avec la directive (UE) n° 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, dite MIF 2 pour les raisons suivantes : 1/ le champ de l'obligation de concentration des ordres sur actions est élargi, à la charge des PSI, qui englobe les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques ; 2/ toute chambre de compensation (CCP) doit accepter de compenser des instruments financiers sur une base transparente et non discriminatoire, quelle que soit la plateforme de négociation (MR, MTF, IS) sur laquelle la transaction a été réalisée (principe de l'open access, article 35 MiFIR ; sur le détail de la demande d'accès, et les dérogations possibles<sup>161</sup> ; un important jugement du tribunal de l'UE, du 4 mars 2015<sup>162</sup>, a annulé la décision de la BCE d'imposer la localisation en zone euro des chambres de compensation). Le fait que Clearnet SA puisse compenser des opérations réalisées en dehors d'un marché réglementé (même possibilité avec la directive MIF, article 35), mais alors, par application de ses seules règles, qui viennent se substituer à la convention-cadre à compter de l'enregistrement de l'opération, confirme cette analyse<sup>163</sup>. En conséquence, même après la loi DDOEF n° 98-546 du 2 juillet 1998, les cessions de gré à gré ne passant pas par un système de règlement-livraison continuent de relever du droit commun (C. civ., art. 1583), alors même qu'elles porteraient sur des instruments financiers inscrits en Euroclear France Ex Sicovam<sup>164</sup>.

Dans le premier cas (ordre portant sur un instrument financier exécuté sur un marché réglementé dont l'exécution transite par un système de règlement-livraison), selon l'ancien article L. 431-2 du Code monétaire et financier<sup>165</sup>, tel que modifié par la loi 31 décembre 1993, puis par la loi du 2 juillet 1998, devenu l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier (loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures), le transfert de propriété résulte de l'inscription au compte<sup>166</sup> de l'acheteur des instruments financiers, à la date et dans les conditions fixées par les règles de marché<sup>167</sup>, règle qui déroge donc au droit commun. On sait

qu'en droit commun, et selon la Cour de cassation, l'inscription en compte de titres nominatifs n'a pour effet que de constater la cession opérée par un acte distinct, et n'a pas de fonction attributive du droit de propriété<sup>168</sup>. L'inscription en compte ne vaut que présomption simple du droit de propriété, ce qui permet au revendiquant de combattre la prétendue propriété du défendeur<sup>169</sup>. Cette règle s'appliquait initialement aux marchés réglementés et au marché hors cote, mais celui-ci a été supprimé par la suite<sup>170</sup>. L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 réformant les valeurs mobilières<sup>171</sup> a généralisé la règle en l'étendant aux cessions de valeurs mobilières, que les titres soient cotés ou non<sup>172</sup>. Et la Cour de cassation considère que l'inscription en compte des valeurs mobilières n'a pas de fonction informative des tiers sur les éventuelles imperfections du droit<sup>173</sup>. À défaut, le transfert était résolu de plein droit, nonobstant toute disposition législative contraire : le défaut de livraison ou de règlement constaté à la date et dans les conditions résultant des règles de place ou, à défaut, d'une convention entre les parties, déliait de plein droit de toute obligation la partie non défaillante vis-à-vis de la partie défaillante, nonobstant toute disposition législative contraire (C. mon. fin., art. L. 211-18). Lorsque plusieurs acheteurs sont affectés par le jeu de la clause résolutoire, la résolution joue au pro rata des droits de chacun. Si le client se révèle défaillant, l'intermédiaire teneur de compte ou conservateur garde la pleine propriété des instruments financiers ou des espèces reçues de la contrepartie (C. mon. fin., art. L. 211-17). Selon une démonstration convaincante<sup>174</sup>, en raison de la portée conférée à l'inscription auprès d'Euroclear (seule cette inscription fait foi, C. mon. fin., art. L. 211-17), l'inscription en compte auprès du prestataire ne vaudrait que présomption simple du transfert de propriété, devant être corroborée par l'inscription auprès d'Euroclear. Enfin, le même auteur démontre que la résolution n'affecterait que le transfert de propriété auprès de l'acheteur, mais non la négociation elle-même entre les parties, en raison de l'intervention de la chambre de compensation qui rompt le caractère synallagmatique de l'opération<sup>175</sup>. Mais le nouvel article L. 211-17 du Code monétaire et financier, créé par l'ordonnance du 8 janvier 2009, modifiée par l'ordonnance n° 2015-1686 du 17 décembre 2015, ne reprend pas le principe de la résolution de plein droit en cas de défaut de livraison des instruments financiers, qui figure à présent à l'article L. 211-18.

Dans le second cas (ordre portant sur un instrument financier exécuté en dehors d'un marché réglementé, mais dont l'exécution transite par un système de règlement-livraison), le transfert de propriété n'intervenait, à l'égard du client, qu'à compter du paiement du prix<sup>176</sup>,



la rencontre des volontés n'ayant aucun rôle à cet égard. Ce principe était issu de la loi du 2 juillet 1998<sup>177</sup>, modifiant l'article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983, devenu article L. 431-2 ancien du Code monétaire et financier, pour les négociations réalisées hors d'un marché réglementé, dès lors que l'opération portait sur des instruments financiers inscrits en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier (complété par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, puis par une ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, qui élargit la liste des participants au système de règlement-livraison, par la loi n° 2014-1662 du 30 déc. 2014), le transfert de propriété résultant alors du dénouement irrévocable<sup>178</sup> de l'opération, conformément aux règles de fonctionnement du système de règlement-livraison sus-mentionné<sup>179</sup>. Mais l'ordonnance du 24 juin 2004 réformant les valeurs mobilières a généralisé la règle en l'étendant aux cessions de valeurs mobilières, que les titres soient cotés ou non (C. com., art. L. 228-1, al. 9). Et depuis l'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 modifiant l'ancien article L. 431-2 (devenu article L. 211-17) du Code monétaire et financier, ne subsiste plus qu'un seul régime de transfert de propriété, dont les modalités d'application sont fixées par le règlement général de l'AMF. Pour tous les instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central, ou livrés dans un système de règlement-livraison, le transfert de propriété ne résulte plus que de l'inscription en compte, à une date et dans des conditions fixées par le règlement général de l'AMF (art. 570-1 et s. version 2007). Précisément, selon l'AMF : « Jusqu'à maintenant, à la suite de l'exécution d'un ordre de bourse sur un marché réglementé français, la date d'inscription des instruments financiers au compte de l'acquéreur de ces instruments – déterminant le transfert de propriété à son profit – était la date de la négociation en bourse. La pratique internationale la plus courante fixe la date de transfert de propriété au jour du règlement-livraison des titres. Dans un souci d'harmonisation, le législateur a décidé, après concertation avec les professionnels concernés, d'aligner le droit français sur cette pratique internationale. Le règlement général de l'AMF prévoit, en application des dispositions de l'ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005, que la date d'inscription au compte de l'acheteur, et donc de transfert de propriété à son profit, est désormais la date de règlement-livraison. Elle intervient, sauf exceptions prévues par le règlement général, trois jours après la date de négociation. » L'AMF a également pris une instruction n° 2006-03 pour préciser les modalités du transfert de propriété. Depuis le 1er novembre 2007, la règle est posée à l'article

570-2 de la manière suivante (la numérotation n'a pas changé dans la version 2018) : « En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés aux I et II de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, sur un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V, le transfert de propriété, mentionné à l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur. Cette inscription a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison, lorsque le compte du teneur de compte conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central. Sauf exceptions prévues aux articles 570-3 à 570-8 et 322-55, cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun » (l'article 570-5 versions 2007 et 2018 réserve la possibilité d'un délai inférieur à trois jours dans certains cas). Et on rappellera ici que pour combattre les abus liés à la vente dite à découvert, depuis la loi du 22 octobre 2010, ayant créé l'article L. 211-17-1 du Code monétaire et financier, la « (...) date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Il peut être dérogé à ce délai, pour des raisons techniques, dans les cas énumérés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Cette même date s'applique lorsque les instruments financiers de l'acheteur et du vendeur sont inscrits dans les livres d'un teneur de compte conservateur commun (...) », soit J<2. Mais, selon l'article L. 211-17-1, II, dernier alinéa, la nouvelle date de livraison ne peut prendre effet qu'à « la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen », soit pas avant 2012. Tant que le règlement du prix par le client n'est pas intervenu, c'est l'intermédiaire qui a reçu les instruments financiers qui en est le propriétaire<sup>180</sup>. Un auteur, M. Goutay P.<sup>181</sup>, propose utilement que la convention de service régissant les relations entre l'intermédiaire et son client stipule une clause qui fixe le délai à partir duquel l'intermédiaire pourrait céder les titres acquis par le donneur d'ordre, sans que celui-ci puisse mettre en cause sa responsabilité. Le caractère dérogatoire et exceptionnel<sup>182</sup> du droit boursier est ainsi accru par la neutralisation pure et simple des procédures collectives et par la restauration corrélative de la situation des titulaires d'un droit de

propriété portant sur des instruments financiers, point qui ne relève cependant pas de la présente étude. La lutte contre le risque systémique aboutit à poser le principe de l'irrévocabilité absolue des opérations<sup>183</sup>, même en présence de l'ouverture d'une procédure collective contre l'un des intervenants<sup>184</sup>. Il est complété par la résiliation anticipée de plein droit des opérations dans l'hypothèse de l'ouverture d'une procédure collective affectant un adhérent ou un donneur d'ordre (C. mon. fin., art. L. 211-17 et L. 211-18) résiliation accompagnée de la compensation des obligations réciproques, inspirée du global netting anglo-américain<sup>185</sup>. La loi du 26 juillet 2013 de séparation est venue remettre partiellement en cause ce mécanisme, en permettant à l'ACPR de décider la suspension temporaire du close-out netting, ce qui ne va pas sans entraîner une insécurité juridique, la loi n'ayant pas envisagé les conséquences des règles qu'elle pose, notamment à propos des appels de marge<sup>186</sup>.

## **086. Résolution, bail-in et stock run.**

Parallèlement, en vertu de l'article L. 613-31-6 du Code monétaire et financière, les mesures de résolution mises en place par l'ACPR ne sont pas, juridiquement, un cas de défaut permettant la résiliation anticipée de ces contrats. Ce texte a été modifié par l'ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015 transposant en droit français la directive (UE) n° 2014/59 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, relative à la résolution<sup>187</sup>. C'est le lieu de souligner que cette directive résolution contient une fausse bonne idée : le bail-in, aux effets potentiellement dévastateurs. L'idée principale est que, pour combattre l'aléa moral, l'établissement objet de la résolution doit être renfloué par ses actionnaires, appelés à faire « leur devoir ». Ce faisant, le législateur européen crée le stock run, autrement plus dangereux que le bank run (imagine-t-on l'effet, sur la confiance des déposants et le bank run potentiel, de l'obligation pour les déposants de recapitaliser « leur banque » objet d'un plan de résolution, au nom d'un devoir moral ?) : à la moindre rumeur de plan de résolution, les actionnaires avertis vendront tout, en un seul clic (le capitalisme moderne se résume à la touche return), même à perte, pour éviter le bail-in, qui signera leur ruine complète et durable, comme dans la faillite de la banque portugaise Banco Espírito Santo (BES)<sup>188</sup>, durant l'été 2015. Loin de permettre de redresser l'établissement et de combattre l'aléa moral, le bail-in est de nature à précipiter sa faillite à cause des anticipations

autoréalisatrices : la vente massive des titres en bourse de l'établissement (selon la maxime quitte à paniquer, paniquez le premier) provoquera l'effondrement du cours de bourse, puis son collapse. Ainsi, le stock run est bien pire que le bank run, que le législateur européen veut combattre. Il est pour le moins surprenant que cette faille psychologique et comportementale liée au bail-in ait échappé au législateur européen, obnubilé ici, pour une fois et à contre-temps, par des considérations moralisantes. Au lieu de l'encourager, le législateur serait bien plus avisé de combattre la spéculation à la baisse, choix de société moralement inacceptable, qui mène tout droit au nihilisme et à ses conséquences sociales (ruine, destruction, chômage de masse, montée politique des extrêmes...).

### **088. Neutralisation de la lex concursus.**

De même, le client a la possibilité en cas de dépôt de bilan d'un prestataire habilité d'obtenir le virement du compte d'instruments financiers chez un autre prestataire<sup>189</sup>. Autre avantage, les dépôts de garantie constitués chez un adhérent compensateur en dépôt de bilan sont soustraits aux poursuites de ses créanciers, lorsqu'il s'agit d'un mécanisme de compensation sur un marché réglementé (C. mon. fin., art. L. 440-7 et L. 440-8)<sup>190</sup>. On constate encore que la loi de la faillite étrangère applicable à un participant est mise à l'écart au profit de la loi du système de règlement ou de règlement-livraison<sup>191</sup>. Le caractère dérogatoire du droit boursier passe également par la dispense d'avoir à déclarer la créance correspondant à la récupération des instruments financiers manquants (C. mon. fin., art. L. 211-10), de sorte que la procédure collective est transparente pour les autres intervenants<sup>192</sup>, avec un recul partiel de la protection des créanciers et des contreparties depuis la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, loi tirant les leçons de la faillite de la banque Lehman Brothers.

Dans le même sens, selon l'article L. 613-31-5 du Code monétaire et financier (issu de l'ordonnance n° 2004-1127 du 21 octobre 2004, transposant la directive n° 2001/24/CE du 4 avril 2001), puis modifié par l'ordonnance du 20 août 2015, les conventions de compensation, celles qui portent cession temporaire d'instruments financiers, et celles qui régissent les transactions effectuées dans le cadre d'un marché réglementé demeurent exclusivement régies par la loi applicable à ces conventions, à l'exclusion de la loi organisant la procédure de liquidation de l'établissement de crédit. En dépit de cette règle, non

remise en cause par la loi du 26 juillet 2013, certains auteurs s'interrogent sur la portée extraterritoriale de celle-ci, l'enjeu étant la portée extraterritoriale ou non, notamment hors UE, de la mesure de suspension, décidée par l'ACPR, des conventions de close-out netting<sup>193</sup>. Cette difficulté semble surmontée depuis le 1er janvier 2015, puisque la même règle de suspension du close-out netting s'applique aux dérivés relevant des règles ISDA<sup>194</sup>. La loi n° 2019-486 dite Pacte du 22 mai 2019 affecte le contrat-cadre ISDA de droit français en venant élargir le champ d'application matériel du close-out netting (articles L. 211-36 et L. 211-40 comofi ; v. A. Caillemer du Ferrage et N. Debeney, Loi Pacte et produits dérivés, BJB 2019, juill-août, p. 45).

L'accomplissement des opérations de règlement-livraison<sup>195</sup> repose sur le système Relit<sup>196</sup>, lequel est un système de compensation des opérations, assurant en même temps leur bonne fin<sup>197</sup>. Depuis 1992<sup>198</sup>, le délai normalisé de dénouement est de trois jours après la négociation ou la liquidation. Nous nous limiterons ici à une présentation des modalités de règlement, selon la nature de l'ordre et du marché sur lequel il a été exécuté.

#### **090. Opération au comptant (ou ancien règlement immédiat).**

L'opération n'étant pas assortie d'une échéance, son dénouement suit l'exécution de l'ordre, mais une distinction doit être opérée : si l'inscription ou la radiation des titres au compte du titulaire et l'enregistrement des mouvements de capitaux correspondants doivent bien intervenir soit le jour même de l'exécution de l'ordre, soit, au plus tard, le lendemain de l'exécution (AMF, règl. gén., art. 570-2 version 2007 et 2018), de sorte que c'est à cette date qu'intervient le transfert de propriété, en revanche, le règlement des capitaux et la livraison des titres entre adhérents ainsi qu'entre adhérents et intermédiaires collecteurs d'ordres doivent intervenir dans un délai maximum de trois jours de bourse qui suivent la date de négociation<sup>199</sup>. Si l'état du marché d'un instrument financier ne permet pas d'effectuer les livraisons de titres, Clearnet SA peut décider que l'obligation de livraison de titres se résout en compensation pécuniaire dont elle fixe le montant<sup>200</sup>. Dès le lendemain du jour de l'exécution de l'ordre, les titres achetés au comptant participent à l'avantage ou à la charge que comporte leur détention (AMF, règl. gén., ancien art. 516-4, puis voir art. 516-14 version 2007, non repris dans la version 2018). Un traitement particulier était réservé aux ordres traités à règlement

immédiat : pour la prise en compte des droits ou charges qu'ils pouvaient comporter, il y avait lieu d'appliquer les dispositions gouvernant les ordres à règlement mensuel ; de même, le vendeur à RM ne pouvait stipuler son ordre à règlement immédiat que s'il disposait des titres sur son compte. De surcroît, le membre du marché pouvait refuser l'exécution d'un ordre d'achat à règlement immédiat ; s'il l'acceptait, il l'exécutait par une opération de contrepartie. Un tel refus ne paraît plus possible aujourd'hui, puisqu'il ne peut porter que sur la stipulation du SRD201.

### **092. Opération à SRD (ancien RM).**

Les opérations de règlement-livraison<sup>202</sup> ont lieu le dernier jour de bourse du mois civil, date à laquelle a lieu le transfert de propriété. Du temps du RM, le moyen permettant d'anticiper la date du transfert de propriété consistait à stipuler l'ordre à règlement immédiat. La période de liquidation, qui a lieu une fois par mois, selon le calendrier établi par Euronext Paris, a pour raison de fixer un terme unique permettant la compensation<sup>203</sup> de tous les engagements. La période de liquidation a été ramenée de six jours de bourse avant la fin du mois calendaire à cinq jours. Les titres vendus ou achetés avec SRD ne peuvent ouvrir des droits ou entraîner des charges qu'à compter de leur inscription en compte<sup>204</sup>. Jusqu'à l'échéance, une opération de sens contraire à celle qui a été ouverte peut être prise, de sorte qu'une compensation pourra intervenir. Dans le guide de présentation diffusé par ParisbourseSBF SA, il était expressément indiqué que « l'investisseur individuel, pendant le même mois, peut faire plusieurs opérations d'achat ou de vente avec SRD sur les mêmes titres. Seul le solde des opérations sera réglé et livré à la fin du mois. » Le SRD amène le prestataire à devoir porter<sup>205</sup> la position de l'investisseur jusqu'au dernier jour de bourse du mois, ce qui donne lieu à perception de commission librement fixée, et à emprunt de titres si l'ordre à SRD est un ordre de vente<sup>206</sup>. Clearnet SA, en tant que chambre de compensation depuis le 4 juin 1999, adresse à Euroclear France ex Sicovam SA les positions nettes déterminées grâce au mécanisme de la compensation, sous forme d'instruction de règlement-livraison en vue de leur dénouement. En cas de retard dans l'exécution des opérations de règlement-livraison d'une position nette, celle-ci devient en suspens, et donne lieu à des pénalités de retard appliquées à l'adhérent défaillant proportionnellement au montant de la position en suspens<sup>207</sup>. En cas de livraison partielle, la position en suspens est elle-même partielle, pour le reste<sup>208</sup>. Enfin, le délai de place auquel fait

référence l'article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983, devenu article L. 211-17 du Code monétaire et financier, pour procéder à la résolution d'office est de quinze jours de bourse suivant la date normale de dénouement de l'opération lorsqu'il s'agit de valeurs garanties par la chambre de compensation, délai ramené à onze jours maximum<sup>209</sup>, celle-ci pouvant néanmoins accorder une prolongation. À l'égard des valeurs non garanties par la chambre de compensation, le délai est de trente jours de bourse suivant la date normale de dénouement de l'opération.

Selon l'article 516-1 du règlement général de l'AMF versions 2007 et 2018, « les règles du marché peuvent autoriser un investisseur acheteur ou un investisseur vendeur, à la suite de l'exécution de son ordre sur le marché, à différer jusqu'à une date qu'elles fixent le versement des fonds ou la livraison des instruments financiers. L'investisseur acheteur, définitivement engagé dès l'exécution de son ordre à payer le prix des instruments financiers, ne doit verser les fonds qu'à la date, fixée par les règles du marché, à laquelle les instruments financiers sont inscrits à son compte. Les instruments financiers appartiennent au membre du marché au compte duquel ils sont inscrits, à la date fixée par les règles du marché et dans l'attente de leur inscription au compte de l'acheteur. L'investisseur vendeur, définitivement engagé dès l'exécution de son ordre à livrer les instruments financiers, ne doit livrer ceux-ci qu'à la date, fixée par les règles du marché, à laquelle son compte est débité. Il demeure propriétaire des instruments financiers aussi longtemps que ceux-ci sont inscrits à son compte. » L'article 570-1 versions 2007 et 2018 ajoute : « L'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers, à la date mentionnée à l'article 570-2. Le prestataire auquel l'ordre est transmis peut exiger, lors de la réception de l'ordre ou dès son exécution, la constitution dans ses livres, à titre de couverture, d'une provision en espèces en cas d'achat, en instruments financiers objets de la vente en cas de vente. »

#### **094. Opérations de règlement-livraison et vente « à découvert ».**

L'exécution des opérations de règlement-livraison donne lieu à des difficultés différentes selon qu'il s'agit de spéculation à la hausse ou à la baisse. Pour la spéculation à la hausse (le donneur d'ordre achète des titres avec des fonds qu'il n'a pas, effet de levier maximum multiplié par cinq pour le marché à terme), le « portage » à terme de l'OSRD ne

pose pas de difficulté particulière au PSI, tenu d'une simple avance de trésorerie, sous réserve du respect de la réglementation, et notamment du règlement CRBF n° 98-05. En revanche, la spéculation à la baisse, qui consiste pour le donneur d'ordre à vendre x fois ce qu'il n'a pas, pose des difficultés réelles aux PSI, chargés de traiter l'ordre au comptant, alors qu'à l'égard du donneur d'ordre, l'opération reste à terme. Certains prestataires ont eu l'idée de recourir à la pratique du stockage des positions vendeuses en cas de difficultés d'exécution. L'AMF leur a rappelé qu'un tel procédé est illégal<sup>210</sup>, de par l'ancien article 331-32 du règlement général de l'AMF tel qu'il existait à la date des faits. La position a été exprimée dans les termes suivants : « Les services de l'AMF ont été interrogés par des prestataires de services d'investissement (PSI) sur le caractère licite de l'usage des "comptes de stockage" lorsque la position stockée résulte de l'exécution échelonnée sur plusieurs jours d'un ordre de vente. Un compte de stockage a vocation à accueillir les exécutions partielles d'un ordre de bourse dont la taille ou les modalités de négociation n'ont pas permis de répondre en une seule séance. En effet, lorsque la liquidité du marché est insuffisante, en particulier sur les valeurs dont la capitalisation boursière est moyenne ou faible, un PSI peut être conduit à exécuter les ordres de ses clients sur plusieurs séances consécutives. Si le stockage d'une position acheteuse ne pose généralement pas de difficultés particulières puisqu'il n'exige de la part du prestataire qu'une avance en trésorerie destinée à régler en temps utile les titres acquis, l'exécution d'un ordre de vente sur plusieurs séances n'est envisageable qu'à la condition, pour le prestataire de services d'investissement, d'être en mesure de livrer à bonne date les titres cédés, sans provoquer de suspens ni de "tirage sur la masse<sup>211</sup>". En conséquence, il est rappelé que les prestataires ne peuvent accepter de "stocker des positions vendeuses" que s'ils ont la possibilité de faire face à leurs engagements soit en recourant à un emprunt de titres, soit en disposant de titres en propre. »

C'est à cette condition que les prestataires respecteront l'ancien article 322-32 du règlement général de l'AMF. La règle a été modifiée, simplifiée et déplacée à l'article 322-11 du règlement général de l'AMF version 2007. La commission des sanctions a également condamné le donneur d'ordres qui fait de la vente à découvert sans que les titres objet de la spéculation à la baisse puissent être traités sur le SRD<sup>212</sup>. Ce n'est seulement qu'à partir de cette date, et de deux autres décisions rendues en 2008<sup>213</sup>, que l'AMF a commencé à prendre conscience des problèmes posés par le non-respect des délais de règlement-livraison et de la nécessité de sanctionner les prestataires



indélicats. L'AMF a maintenu, le 24 juillet 2009 puis le 27 janvier 2010, les restrictions en matière de vente improprement appelée « à découvert » sur les quinze valeurs financières, attiré l'attention des opérateurs sur le strict respect de leurs obligations en matière de règlement-livraison et annoncé le souhait de parvenir à un meilleur encadrement de ces pratiques à l'échelle européenne, dans le cadre des travaux du CESR. Il aura donc fallu attendre l'éclatement d'une crise financière sans précédent pour que les autorités commencent seulement à se poser les bonnes questions, dix ans après que nous avons attiré l'attention des lecteurs sur les défauts de la réglementation en matière de ventes à découvert et de produits dérivés<sup>214</sup>.

L'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 leur vient néanmoins en aide, en contournant les règles traditionnelles. Selon l'article L. 533-10, 6°, du Code monétaire et financier, le PSI doit « sauvegarder les droits des clients sur les instruments financiers leur appartenant et empêcher leur utilisation pour compte propre, sauf consentement exprès des clients. », rédaction modifiée avec l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016).

Qui ne voit la manœuvre ? En sollicitant le consentement de tous ses clients, sans leur expliquer les raisons et finalités de la « manœuvre », tout PSI pourra stocker les positions vendeuses, et accroître et faciliter la spéculation à la baisse. Et des rumeurs persistantes courent selon lesquelles les titres des clients seraient prêtés dans leur dos, à leur insu, pour alimenter la vente à découvert sans frais.

L'article 13, § 7, de la directive MIF du 21 avril 2004, ainsi transposé, relatif aux exigences organisationnelles disposait : « Toute entreprise d'investissement prend, lorsqu'elle détient des instruments financiers appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de propriété desdits clients, notamment en cas d'insolvabilité de cette entreprise, et pour empêcher l'utilisation des instruments financiers en question pour compte propre, sauf consentement exprès des clients. » La directive (UE) n° 2014/91 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, dite OPCVM V (transposée par Ord. n° 2016-312, 17 mars 2016 ; C. mon. fin., art. L. 214-6) a pris des mesures similaires pour protéger les droits des investisseurs en cas d'insolvabilité du dépositaire ou du tiers conservateur. Le règlement général de l'AMF détaille aux articles 313-13 à 313-17 version 2007 les mesures de protection des avoirs des clients. L'article 313-17 est spécifiquement relatif à la question critique abordée ici : « I. – Le prestataire de services d'investissement ne peut procéder à des cessions temporaires de titres en utilisant les instruments financiers qu'il détient pour le compte d'un client ou les

utiliser de quelque autre manière que ce soit pour son propre compte ou le compte d'un autre client du prestataire à moins que le client ait donné au préalable son consentement exprès à l'utilisation des instruments dans des conditions précises, matérialisé, dans le cas d'un client non professionnel, par sa signature ou par un autre mécanisme de substitution équivalent. L'utilisation des instruments financiers de ce client est limitée aux conditions précises auxquelles il a consenti. II. – Le prestataire de services d'investissement ne peut procéder à des cessions temporaires de titres en utilisant les instruments financiers détenus dans ses livres pour le compte d'un client et détenus sur un compte global ouvert dans les livres d'un tiers ni utiliser de quelque autre manière que ce soit des instruments financiers détenus sur ce type de compte pour son propre compte ou le compte d'un autre client que si au moins une des conditions suivantes est remplie : 1° Chaque client dont les instruments financiers sont détenus sur un compte global a donné son consentement conformément au I ; 2° Le prestataire de services d'investissement a mis en place des systèmes et des contrôles qui lui permettent d'assurer que seuls des instruments financiers appartenant à des clients qui ont au préalable donné leur consentement conformément au I seront utilisés ainsi. Les informations enregistrées par le prestataire de services d'investissement doivent inclure des données sur le client dont les instructions sont à l'origine de l'utilisation des instruments financiers et sur le nombre d'instruments financiers utilisés appartenant à chaque client ayant donné son consentement, de façon à permettre une réparation en cas de perte d'instruments financiers. » (règle déplacée à l'article 312-12 version 2018) L'article 314-39 du règlement général de l'AMF version 2007 complète ces dispositions par une série d'informations relatives aux conditions de détention des instruments financiers, qui doivent être transmises au client non-professionnel, articles 312-9 s. version 2018 (sur les mesures relatives à l'agent unique et à la protection des avoirs des clients dans la MIF 2, v. aussi le dossier spécial BJB 2018, p. 229 s., Les obligations déontologiques et professionnelles des PSI post MIF 2, spéc. p. 260, G. Albert et Ph; Vinet, Protection des avoirs de la clientèle).

#### **096. Opérations de règlement-livraison et vente « à découvert », apport de MIF 2.**

La directive MIF 2 fait interdiction aux intermédiaires d'utiliser les instruments financiers et les espèces de leurs clients pour leur compte

propre<sup>215</sup>. L'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 a créé un l'article L. 531-0 du Code monétaire et financier qui regroupe les définitions des instruments financiers (C. mon. fin., art. L. 211-1 et C.envir., art. L. 229-7).

### **098. Règlement des contrats d'options.**

À l'échéance, les positions peuvent être dénouées avec une autre contrepartie que celle avec laquelle elles avaient été ouvertes. Le règlement diffère selon que le contrat d'option porte sur des indices ou sur des instruments financiers. Dans le premier cas, le contrat n'étant pas livrable, il ne peut s'agir que d'un règlement financier, dont le montant est tributaire de la différence entre la valeur de l'indice du dernier cours de liquidation et le prix d'exercice de l'option<sup>216</sup>. Dans le second, le règlement peut intervenir soit en espèces<sup>217</sup>, soit par la livraison de l'actif sous-jacent<sup>218</sup>. Le règlement en espèces correspond à la différence entre le prix d'exercice de l'option et le cours de la valeur sous-jacente ou de la valeur du panier. Si le donneur d'ordre préfère au règlement en espèces la négociation de l'actif sous-jacent, les règles applicables dépendent du type de cotation de celui-ci. En présence d'une cotation sur le marché au comptant, l'acheteur de titres doit payer immédiatement le prix d'exercice et le vendeur, livrer les titres dans le même délai. Si la cotation porte sur des valeurs traitées à terme, l'exécution des obligations réciproques des deux parties intervient à la fin du mois civil, à l'instar des opérations à SRD (ancien règlement mensuel), la négociation ne pouvant être stipulée à règlement immédiat. Depuis la suppression du 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.

### **100. Règlement des contrats à terme ferme.**

Le dénouement du contrat à terme ferme sur l'indice CAC 40 à l'échéance donne lieu à un règlement en espèces résultant de la différence<sup>219</sup> entre le prix auquel il a été négocié et le cours auquel il est liquidé, en tenant compte des marges qui ont pu être réglées ou encaissées depuis le jour de l'ouverture de la position. La règle est similaire à celle qui s'applique au dénouement des contrats d'options portant sur des indices, ces contrats n'étant pas livrables. Pour les

autres contrats à terme ferme, le dénouement peut avoir lieu, à l'échéance, soit par une livraison des titres et un règlement des capitaux correspondants, soit par un règlement en espèces correspondant à la différence entre le prix auquel le contrat a été négocié et celui auquel il a été exécuté. En revanche, sur le MATIF, le dénouement du contrat à terme ferme peut avoir lieu soit par la livraison du produit sous-jacent, soit par le règlement de la différence entre le prix auquel le contrat a été négocié et le prix auquel il est dénoué.

## **B – Garanties de bonne fin des opérations**

### **102. Deux garanties distinctes.**

Deux mécanismes doivent être distingués, la garantie de ducroire et la garantie de bonne fin stricto sensu. S'ils ont un objet similaire (garantir la bonne fin de l'opération), ils ne mettent pas en présence les mêmes personnes<sup>220</sup>, n'obéissent pas aux mêmes conditions, n'ont pas nécessairement la même nature juridique (obligation de faire ou de payer, légale ou contractuelle), et ne se recoupent pas dans le temps, le ducroire, au contraire de la garantie de bonne fin stricto sensu, n'apparaissant pas avant l'échéance.

### **104. Garantie de ducroire.**

La garantie de ducroire avait pour objet la garantie de la livraison et du paiement<sup>221</sup> des instruments financiers achetés ou vendus dans les relations entre le donneur d'ordre et le prestataire habilité exerçant une activité de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers<sup>222</sup>, de tenue de compte ou de tenue de compte-conservation<sup>223</sup> telles que visées à l'ancien article 312-6 du règlement général de l'AMF, ou de compensation<sup>224</sup>. L'ancien article L. 533-5 du Code monétaire et financier énonçait en ce sens que « les prestataires de services d'investissement agréés pour fournir des services d'investissement visés aux a et b de l'article 44 sont responsables à l'égard de leurs donneurs d'ordre de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent ou achètent »<sup>225</sup>. Dans l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 qui transpose la directive MIF, le principe de responsabilité du PSI éclate en tant que tel, et se trouve repris, mais avec moins de force, aux articles L. 533-17 (dispositions communes à tous les prestataires) et L. 545-2 (agents liés) du Code monétaire et financier.

Le terme de *ducroire* disparaît du texte de la directive MIF et de l'ordonnance, mais pas du règlement général de l'AMF (v. article 541-28 version 2018). L'article L. 421-14, III, prévoit que « les règles du marché doivent garantir que les caractéristiques des contrats financiers à terme permettent une négociation ordonnée et, le cas échéant, une livraison efficace des actifs sous-jacents ». L'idée est également évoquée à l'article L. 421-17, d (« (...) et détiennent des ressources suffisantes pour faire face à leurs obligations, compte tenu des mécanismes financiers éventuellement mis en place par l'entreprise de marché en vue de garantir le dénouement des transactions »). En revanche, le principe du *ducroire* est maintenu pour ce qui concerne le fonctionnement des chambres de compensation. En effet, selon l'article 541-28 du règlement général de l'AMF, « les règles de fonctionnement des chambres de compensation des marchés réglementés prévoient que les adhérents sont commissionnaires *ducroire* à l'égard des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes<sup>226</sup>. En leur qualité de commissionnaires, les adhérents sont responsables vis-à-vis de la chambre de compensation des engagements de ces donneurs d'ordre. » Son existence était même une condition de la qualification de marché réglementé (C. mon. fin., art. L. 440-5)<sup>227</sup>. Cependant, la qualité de commissionnaire *ducroire* ne pouvait être retenue que si le prestataire participait à l'exécution de l'ordre sur un marché réglementé, ce qui n'était normalement pas le cas des cessions directes soumises à intermédiation<sup>228</sup>. Elle ne jouait pas davantage, sous réserve d'avoir informé le donneur d'ordre<sup>229</sup>, lorsque le prestataire soit ne recevait ni fonds ni titres du donneur d'ordre<sup>230</sup>, soit intervient en dehors d'un marché réglementé<sup>231</sup> (AMF, règl. gén., art. 321-20 anc.)<sup>232</sup>. Certains auteurs en excluaient même les prestataires étrangers qui ne fournissaient en France qu'une activité de transmission ou d'exécution d'ordres, l'engagement de *ducroire* s'appliquant en revanche aux prestataires étrangers exerçant une activité de compensation<sup>233</sup>. Enfin, l'ancien article 321-20 du règlement général de l'AMF, prévoyait une segmentation de l'engagement de *ducroire*, qui se faisait l'écho de la segmentation des métiers de l'intermédiation boursière EO110-014, entre le membre du marché réglementé et le teneur de compte : celui-là est *ducroire* jusqu'à ce que la transaction qu'il a exécutée soit enregistrée au nom du donneur d'ordre dans les livres du teneur de compte ; à compter de cet instant, celui-ci devenait *ducroire* vis-à-vis du donneur d'ordre. La règle ainsi posée permettait de résoudre la difficulté issue de la superposition d'engagements de *ducroire* envers un même donneur d'ordre<sup>234</sup>. La transposition de la directive MIF a entraîné une réécriture complète du droit français sur ce point, puisque

le Code monétaire et financier (art. L. 440-5), et le règlement général de l'AMF (art. 541-28), ne prévoient plus le ducroire que pour les relations entre la chambre de compensation et ses adhérents, de telle sorte qu'il s'est fortement réduit et a pris une dimension plus théorique que pratique.

Lorsque l'engagement de ducroire existe, l'obligation est analysée en une obligation de se substituer, valant obligation de faire<sup>235</sup>, qui se résout en dommages-intérêts en cas d'inexécution<sup>236</sup>, et qui ne cède pas devant la force majeure<sup>237</sup>, encore qu'une partie de la doctrine soit divisée sur ce point<sup>238</sup>. La position majoritaire paraît la plus logique, car, autrement, la clause de ducroire n'ajouterait rien aux obligations du commissionnaire vis-à-vis de la force majeure.

### **106. Garantie de bonne fin.**

Sur les marchés réglementés, la garantie de bonne fin, qui aurait cessé d'être de nature légale depuis la loi MAF<sup>239</sup>, est assurée par la chambre de compensation<sup>240</sup>. Elle porte sur les positions enregistrées<sup>241</sup> et vient pallier indirectement<sup>242</sup>, même directement sur le MATIF et sur le MONEP pour les contrats à terme ferme<sup>243</sup>, à l'égard des donneurs d'ordre non défaillants liés à un adhérent à la chambre de compensation, la défaillance de l'un des adhérents<sup>244</sup>. L'article 541-35 du règlement général de l'AMF reprend le principe du transfert chez un autre adhérent des positions du donneur d'ordre en cas de défaillance de l'adhérent à la chambre de compensation<sup>245</sup>. L'article L. 440-9 du Code monétaire et financier reprend lui aussi le principe du caractère portable des positions et couvertures des clients des compensateurs<sup>246</sup>. La portabilité des positions a été organisée par LCH Clearnet SA dans le cadre du règlement EMIR, avec deux types de comptes, les comptes dits OSA (omnibus segregated account) ou ISA (individual segregated account)<sup>247</sup>. Le risque couvert est constitué, avant l'échéance, par le défaut de règlement des dépôts de garantie, appels de marge ou primes par l'adhérent compensateur<sup>248</sup>, de sorte que l'obligation pesant sur la chambre de compensation est une obligation de payer limitée aux minima réglementaires, et non de faire<sup>249</sup>; à l'échéance, la chambre de compensation garantit indirectement aux donneurs d'ordre (directement et en dernier ressort sur le MATIF) la bonne exécution de leurs engagements et la livraison des titres, en cas de défaillance de l'adhérent<sup>250</sup>; selon que la chambre de compensation intervenait en tant qu'intermédiaire contrepartiste ou en tant que tiers garant, l'obligation était de faire ou de payer<sup>251</sup>. Les règles de fonctionnement de Clearnet SA (16 mars

2009) ont quelque peu modifié l'analyse juridique, puisque l'enregistrement des positions auprès de la BCC, qui conditionne la garantie de bonne fin, entraîne la novation de la convention<sup>252</sup>, Clearnet SA intervenant alors aux droits et obligations des contrepartistes d'origine<sup>253</sup>. Lorsqu'elle garantit directement la bonne fin de l'opération vis-à-vis des donneurs d'ordre, la chambre de compensation (marchés réglementés d'instruments financiers à terme, soit MATIF et MONEP) doit procéder à un suivi des risques pris par ces derniers (AMF, règl. gèn., art. 541-29).

## **Section 2 – Report des positions**

### **108. Définition.**

Corollaire indispensable de l'effet de levier, le report est un mécanisme spéculatif<sup>254</sup> qui permet spécialement au donneur d'ordre acheteur de différer<sup>255</sup> le transfert de propriété des titres cotés, hier sur le premier marché à règlement mensuel, aujourd'hui sur la cote unique d'Euronext (depuis le 18 février 2005) en présence d'un ordre à service de règlement différé prorogé, en faisant reporter sur la liquidation suivante les positions prises. Mais il ne permet pas au donneur d'ordre de différer l'exécution de ses obligations de règlement des capitaux et de livraison des titres, en ce que le terme est ferme. Ce système a été maintenu avec la création du SRD et la suppression du RM le 22 septembre 2000 ; il a entraîné la création d'un marché centralisé de prêt-emprunt de titres afin de permettre aux intermédiaires de satisfaire les demandes des investisseurs ayant recours au SRD<sup>256</sup>. Ce marché électronique reprend les mécanismes techniques et juridiques du marché des reports ; il est garanti et compensé par Clearnet avec une seule échéance mensuelle au démarrage<sup>257</sup> ; lorsque l'OSRD, dont le mécanisme repose sur l'ancien marché des reports, est lui-même prorogé, c'est-à-dire, en quelque sorte reporté, la situation aboutit à un report à l'intérieur d'un report. Le report est en général utilisé lorsque l'évolution des cours a déçu le donneur d'ordre ayant spéculé grâce à l'effet de levier (il a vendu des titres qu'il n'avait pas ou bien a acheté des titres sans avoir les fonds correspondants, dans la limite de la couverture requise, soit un coefficient multiplicateur de 5 – pour les espèces – sur l'ancien RM et le SRD), et qui préfère, plutôt que de dénouer ses positions en totalité, les reporter, de sorte que le cours de vente ou de rachat à terme demeure le cours appliqué à l'ordre de report. Cette opération, qui n'est pas gratuite, ne présente d'intérêt pour le reporté que s'il a spéculé en utilisant l'effet de levier, car

autrement, il est à même de livrer les titres vendus ou de régler le prix d'acquisition des titres achetés, sans avoir à supporter les frais de report (spéculation à la hausse) ou de déport (spéculation à la baisse). Selon la remarquable définition de Michel Vasseur 258, « au cas de report, on voit l'acheteur revendre au comptant à une personne disposant de capitaux, séance tenante, à la liquidation en cours, les titres qui lui sont livrables, en assortissant cette cession d'une clause de rachat au même cours à la liquidation suivante », de sorte que « l'acheteur vend en liquidation courante « ici » et rachète en liquidation suivante « là-bas », étant précisé qu'au cours de rachat « là-bas » est ajoutée la somme qui représente la rémunération du service rendu à l'acheteur par sa contrepartie », soit le taux de report ou de déport. Pendant l'opération de report, le reporteur (celui qui achète les titres ou les apporte, le temps d'une liquidation, appelé encore employeur de capitaux d'une part et apporteur ou prêteur de titres de l'autre, selon que le reporté est initialement acheteur – spéculation à la hausse – ou vendeur – spéculation à la baisse) est propriétaire des titres lorsque le reporté est initialement acheteur<sup>259</sup>.

### **110. Conditions.**

Le report nécessite en principe une instruction du donneur d'ordre<sup>260</sup>, qui pourrait être tacite<sup>261</sup>, un arrêt ancien et critiquable ayant même admis la possibilité du report d'office<sup>262</sup>. Seuls les ordres au prix du marché, les ordres à prix limité et les ordres à tout prix sont autorisés sur les opérations de report, selon des modalités de débat des valeurs ou du taux de l'argent différentes. Les risques étant au minimum maintenus, le report n'est envisageable qu'à la stricte condition que le donneur d'ordre ait satisfait à ses obligations de couverture<sup>263</sup>. À défaut de couverture, le donneur d'ordre reporté s'expose à l'exécution en bourse<sup>264</sup>. Techniquement, « le membre peut accepter, de la part des donneurs d'ordres dont il a exécuté un OSRD, une « instruction de prorogation » ayant pour but de reporter à la prochaine échéance mensuelle les obligations de règlement-livraison entre le membre et son client ». En d'autres termes, l'accord du donneur d'ordre ne suffit pas ; il faut, de surcroît, que l'intermédiaire accepte la prorogation de l'OSRD, la fourniture de la couverture ne suffisant pas à entraîner une telle acceptation. Le communiqué de ParisBourse de septembre 2000 était très clair en ce sens, qui énonçait que le client pouvait faire reporter ses positions SRD, sous réserve de l'accord de l'intermédiaire. La nécessité d'obtenir l'accord de l'intermédiaire, et donc, la possibilité qui lui est reconnue de refuser, apparemment de manière



discrétionnaire, une prorogation d'OSRD, est reprise dans les nouvelles règles de marché Euronext, en vigueur le 15 janvier 2009 (art. P 2-2-2 et P 2-2-3). On peut néanmoins déplorer le manque de clarté du texte, car on ne sait si le refus doit être motivé (l'existence ou le défaut de la couverture semblant étranger au contenu d'une motivation éventuelle) ; de même, le texte ne distingue pas entre une demande de report initiale, et la prorogation d'une position déjà en cours de report. Or, il n'est pas évident que l'intermédiaire puisse refuser de proroger une position OSRD couverte et déjà prorogée antérieurement, sans engager sa responsabilité. « La prorogation donne lieu à l'enregistrement hors séance, le troisième jour précédant le dernier jour de bourse du mois d'une application au cours de clôture de la séance du jour. Cette application matérialise le déboucement de la position portant sur le mois en cours et la prise d'une nouvelle position sur le mois suivant à ce cours. Par exception au principe de non-agrégation des ordres, les membres sont autorisés, compte tenu de la nature particulière de l'opération, à regrouper en une transaction l'ensemble des opérations de prorogation pour un instrument financier donné. Le cours de prorogation est ainsi égal à celui utilisé pour une opération liée qui serait réalisée le jour ouvré suivant<sup>265</sup> ». En d'autres termes, la technique utilisée ici est celle des applications, qui mettent face à face les clients du membre du marché, donc sans son interposition, de sorte que celles-ci s'effectuent hors marché et conduisent à une compensation autorisant une transaction globale vis-à-vis du membre du marché.

## **112. Typologie.**

On distingue cinq types d'ordres de report : l'ordre fait reporter (ordre de vente émanant d'un donneur d'ordre en position acheteur à l'issue de la liquidation qui s'achève), l'ordre reporter (ordre d'achat émanant d'un donneur d'ordre en position vendeur à l'issue de la liquidation qui s'achève), l'ordre prêt de titres (donneur d'ordre souhaitant obtenir des liquidités), l'ordre emprunt de titres (donneur d'ordre souhaitant obtenir des instruments financiers), et l'ordre emploi de fonds (donneur d'ordre souhaitant une rémunération pour ses liquidités).

## **114. Modalités.**

Le report doit intervenir au plus tard le jour de la liquidation (à défaut, l'exécution en bourse a lieu le lendemain, en cas de défaillance du donneur d'ordre). La suppression du RM et la création corrélative du SRD a légèrement modifié le calendrier des opérations : la demande de

report, s'agissant des ordres portant sur des valeurs éligibles au SRD, peut être effectuée jusqu'au 5e jour de bourse avant la fin du mois calendaire, au lieu du 6e jour ; elle doit être acceptée par l'intermédiaire. Le report est effectué sur la base d'un cours de compensation fixé par Euronext, qui correspond en général au premier cours de l'action cotée le jour d'ouverture du marché précédant le jour des reports. En tout état de cause, les pertes latentes apparues en cours de mois boursier sont cristallisées lors de la liquidation boursière. Le montant du taux de report, correspondant au taux de l'intérêt des sommes prêtées par le reporteur<sup>266</sup> et représentant le coût financier de l'opération, est fonction du nombre de positions acheteurs et vendeurs et des risques liés à l'évolution des cours<sup>267</sup> ; il est déterminé pour chaque valeur lors de la première séance de bourse du nouveau mois boursier. La forte spéculation sur un titre peut entraîner des évolutions erratiques des taux de report ou de déport. L'exemple de l'Union parisienne, en 1881, est toujours cité<sup>268</sup>. Beaucoup plus actuel est le cas de l'action Eurotunnel, qui montre que les abus n'appartiennent pas qu'au passé<sup>269</sup>.

#### **116. Information d'Euronext.**

Dans certaines circonstances, et afin de protéger le marché et ses membres, la réglementation met à la charge du membre du marché réalisant une opération de report une obligation d'information d'Euronext, qui doit être exécutée dans les cinq jours d'ouverture du marché qui suivent le jour des reports. Il en est ainsi lorsque le report réalisé par le donneur d'ordre représente plus de 20 % des opérations de report effectuées par ledit membre du marché sur le même instrument financier, et dépasse la somme de 10 MF, puis 1,5 million d'euros (environ 9,8 MF) depuis le 28 décembre 1998. L'information transmise porte sur l'identité du donneur d'ordre et son numéro de compte, l'identification et la nature des opérations, leur sens (prêt ou emprunt), la dénomination de l'instrument financier et le code valeur, la quantité de titres et la valorisation au cours de compensation, ainsi que le pourcentage de l'opération de report du donneur d'ordre par rapport à l'opération de report brute globale de même sens du membre du marché dans le même instrument financier. En retour, chaque membre de marché ayant effectué des reports pour le compte du même donneur d'ordre était informé de la part qu'il représentait par rapport aux opérations de report globales du donneur d'ordre, lorsque la consolidation de ces différentes opérations de report apparaissait génératrice de risques pour les membres ou le marché.

### **Section 3 – Liquidation d’office des positions**

#### **118. Garantie d’exécution du marché.**

Nous entendons ici par liquidation d’office des positions la défaillance du donneur d’ordre au terme du mois boursier<sup>270</sup>, qui aboutit à une exécution en bourse<sup>271</sup>, présentée traditionnellement comme une garantie d’exécution du marché<sup>272</sup>, et dont la validité n’est pas tributaire d’une procédure judiciaire. Il faut supposer d’une part, que le donneur d’ordre a spéculé en recourant à l’effet de levier, qu’il est, d’autre part, resté couvert pendant la durée du mois boursier<sup>273</sup> et, enfin, qu’à l’échéance, il s’est trouvé dans l’impossibilité soit d’effectuer les opérations de règlement-livraison, soit de procéder au report de ses positions, faute de couverture suffisante. L’exécution en bourse, que le prestataire a l’obligation de mettre en œuvre<sup>274</sup>, constitue alors le dénouement ultime des positions prises, en général très défavorable au donneur d’ordre, puisque celui-ci perd la possibilité d’être reporté et subit donc l’ensemble des pertes. Celles-ci sont imputées sur le dépôt de garantie<sup>275</sup>, lequel les couvre rarement en totalité. La survenance de la défaillance du donneur d’ordre déclenche la mise en œuvre de la garantie de bonne fin par l’adhérent qui tient ses positions, ou de la clause résolutoire en cas de défaut de livraison ou de règlement constaté à la date et dans les conditions résultant des règles de place<sup>276</sup> ou, à défaut, d’une convention entre les parties (C. mon. fin., art. L. 211-17 et L. 211-18, <sup>084</sup> sur la clause résolutoire)<sup>084</sup>. Les règles de marché distinguent deux hypothèses, selon que le donneur d’ordre est resté inerte à l’arrivée de l’échéance, ou s’est fait reporter, mais sans succès, faute de couverture suffisante. Enfin, des dispositions spécifiques sont prévues lorsqu’à la défaillance du donneur d’ordre s’ajoute celle de l’adhérent compensateur.

#### **120. Exécution en bourse sans report préalable.**

Selon les règles Euronext, à défaut d’exécution par le donneur d’ordre de ses obligations de règlement-livraison, le membre du marché procède, sans mise en demeure préalable<sup>277</sup> (v. RM Euronext en vigueur le 15 janvier 2009, art. P 2-1-3 et s.), au rachat des instruments financiers vendus et non livrés ou à la revente des instruments financiers achetés et non payés, aux frais et risques du donneur d’ordre défaillant. La date de l’exécution en bourse varie cependant selon le type de règlement initialement choisi par le donneur d’ordre. L’ordre était-il au comptant ou à règlement immédiat ? L’exécution en

bourse intervient alors le jour d'ouverture du marché suivant le jour de la négociation. L'ordre était-il, au contraire, à règlement mensuel ou à SRD ? L'exécution en bourse a lieu au plus tard le lendemain du dernier jour de la période de liquidation telle que définie par les règles RM Euronext, article P 2-2-6.

### **122. Exécution en bourse consécutive à un report à découvert.**

Le donneur d'ordre peut chercher à échapper à la liquidation, en se faisant reporter. Mais si le report est effectué sans que la couverture correspondante soit fournie<sup>278</sup>, le membre du marché doit, sans mise en demeure préalable, et à partir du lendemain du dernier jour de la période de liquidation, procéder au rachat des instruments financiers vendus et non livrés ou à la revente des instruments financiers achetés et non payés, aux frais et risques du donneur d'ordre défaillant<sup>279</sup>. En d'autres termes, la date d'exécution en bourse est la même, que l'ordre à règlement mensuel ou à SRD ait été ou non reporté. Et le prestataire ne commet pas de faute en liquidant d'office les positions, dès lors que leur report n'est pas assorti de la couverture idoine<sup>280</sup>.

### **124. Défaillance du donneur d'ordre et de l'adhérent compensateur.**

En principe, lorsque l'adhérent compensateur est défaillant, cet événement, en dépit de sa gravité, reste sans incidence pour le donneur d'ordre<sup>281</sup>. Mais c'est à la stricte condition que le donneur d'ordre ne soit pas lui-même défaillant (non-respect des obligations envers l'adhérent compensateur, défaut de reconstitution des couvertures exigée par le nouvel adhérent compensateur désigné par la chambre de compensation). Car, autrement, les positions du donneur d'ordre sont liquidées.

## **Notes de bas de page**

*(nota bene : les notes 50 à 70 reproduites ici viennent de la partie 1 de l'ancien plan)*

50 –

Si l'acte est mixte, le donneur d'ordre en position de demandeur dispose d'une option de compétence entre les juridictions consulaire et judiciaire.

51 –

CA Colmar, 16 juin 1982 : Gaz. Pal. 1983, 1, somm. n° 114.

52 –

Parfois, et pour des raisons dilatoires, c'est le donneur d'ordre qui soulève une exception d'incompétence du TGI : v. TGI Paris, 25 juin 1990 : Juris-Data n° 1990-042528. L'exception d'incompétence serait d'ordre public ; v. Labarthe F. et Jault-Seseke F., note sous Cass. com., 10 juin 1997, n° 94-12316 : Bull. civ. IV, n° 185 ; D. 1998, jur. p. 2.

53 –

Sur cette hypothèse, 030 ; v. 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.

54 –

V. Cass. soc., 21 juin 2005, n° 02-45479 : Bull. civ. V, n° 207 ; D. 2005, p. 2104.

55 –

Cass. com., 10 juin 1997, n° 94-12316 : Bull. civ. IV, n° 185 ; D. 1998, jur. p. 2, note Labarthe F. et Jault-Seseke F.

56 –

V. TGI Paris, 29 nov. 2000, Lagoutte. Dans les relations entre le client et le teneur de compte-conservateur, la tenue de compte et des opérations qui y sont retracées pourrait constituer une prestation de services au sens de l'article 46 du CPC. Comp. en matière bancaire, Cass. com., 9 mars 1999, n° 96-14259 : Bull. civ. IV, n° 56 ; D. 2000, jur. p. 769, obs. Beauchard J.

57 –

L'article 48 du CPC rend donc inutile en la matière le recours à la qualification de clause abusive. Un arrêt de la CJCE du 27 juin 2000 (nos C-240/98 à C-244/98 : LPA 24 juill. 2001, p. 25, note Hourdeau S.) a décidé que le juge national doit refuser d'office d'assumer une compétence qui lui est attribuée en vertu d'une clause abusive.

58 –

V. CJCE, 10 juin 2004, n° C-168/02 : D. 2005, p. 1261, obs. Courbe P. et Chanteloup H.

59 –

CJUE, 16 juin 2016, n° C-12/15 : D. 2016, p. 1375 et 2156, note Boskovic O.

60 –

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

61 –

V. AMF, règl. gén, art. 541-31, puis art. 541-37, pour les litiges survenant entre la chambre de compensation et ses adhérents, entre les adhérents, ou entre les adhérents et leurs donneurs d'ordre.

62 –

Cass. com., 2 déc. 1964 : Bull. civ. IV, n° 533 ; D. 1965, jur. p. 412 ; JCP G 1965, II 14041, note Level P. – Cass. 2e civ., 5 mai 1982, n° 81-10544 : Bull. civ. II, n° 69 – CA Paris, 13 févr. 1991 : D. 1991, IR p. 77. Sur la réforme opérée par la loi NRE, v. par ex., Gallmeister I., « De la validité de la clause compromissoire contenue dans un acte mixte » : LPA 29 oct. 2004, p. 12. Pour un exemple consternant de clause compromissoire au profit d'arbitres new-yorkais, au détriment d'une retraitée française qui ne comprenait rien à la bourse, v. Cass. 1re civ., 30 mars 2004, n° 02-12259 : D. 2004, p. 2458, note Najjar I. : les pertes provoquées par la gestion des professionnels ayant été de plus 400 000 \$ en quelques mois (pertes supérieures à 100 %).

63 –

V. CA Lyon, 31 oct. 1991, Ollier : Dr. sociétés 1993, comm. 103, obs. Hovasse H. : validité d'une clause compromissoire concernant des opérations passées par un particulier sur le MATIF. Le raisonnement de la cour est expéditif : sur le MATIF, les ordres sont par principe commerciaux, car spéculatifs. En conséquence, la clause compromissoire est valable. Il y a donc présomption de commercialité pour les ordres passés sur le MATIF et, très certainement aussi, sur le MONEP ; sur cette décision, v. égal. Marini P., « Arbitrage, médiation et marchés financiers » : RJ com. 2000, p. 155 et s. De manière générale, v. Leboulanger P., « L'arbitrage des litiges relatifs aux opérations sur les marchés financiers », in Mélanges P. Kahn, 2000, Litec, p. 545.

64 –

V. Cass. 1re civ., 30 mars 2004, n° 02-12259 : Bull. civ. I, n° 97 ; D. 2004, p. 2458, note Najjar I.

65 –

Cass. com., 10 juin 1997, n° 94-12316 : Bull. civ. IV, n° 185 ; D. 1998, jur. p. 2, note Labarthe F. et Jault-Seseke F.

66 –

V. par ex., Colloque de Paris, « Marchés financiers : quels modes alternatifs de règlement des différends pour les europlaces ? » : BJB mars 2001, n° 28, p. 107 – v. aussi L. n° 2001-1168, 11 déc. 2001, art. 13, obligeant les établissements de crédit à désigner un médiateur, et qui institue un comité de la médiation bancaire (C. mon. fin., anc. art. L. 351-1).

67 –

Le service peut être contacté par lettre, télécopie, téléphone ou courrier électronique (mediation@amf-france.org).

68 –

V. Cass. ch. mixte, 14 févr. 2003, n° 00-19423 : Bull. ch. mixte, n° 1 ; BJS août 2003, n° 196, p. 938, nota Couret A. ; D. 2003, p. 1386, note Ancel P. et Cottin M. – cela peut même être invoqué pour la 1<sup>re</sup> fois en appel selon Cass. com., 22 févr. 2005, n° 02-11519 : JCP E 2005, I 183, spéc. n° 3 – sur les moyens de régulariser après une décision d'irrecevabilité, v. Cass. 2<sup>e</sup> civ., 21 avr. 2005, n° 02-20183 : Bull. civ. II, n° 114 ; JCP E 2005, II, 10153, note Croze H. La Cour de cassation admettait que la régularisation pouvait être faite en cours d'instance : v. Cass. 2<sup>e</sup> civ., 16 déc. 2010, n° 09-71575 : D. 2011, p. 172 ; mais la Cour de cassation a abandonné par la suite cette solution, la régularisation ne pouvant plus intervenir en cours d'instance ; v. Cass. ch. mixte, 12 déc. 2014, n° 13-19684. L'obligation de respecter la clause de conciliation préalable joue même dans l'hypothèse d'une subrogation, à peine d'irrecevabilité de l'action du solvens subrogé : v. Cass. 3<sup>e</sup> civ., 28 avr. 2011, n° 10-30721 : D. 2011, p. 1282. Elle joue aussi, selon la troisième chambre civile, même si la clause ne prévoit pas les conditions de sa mise en œuvre ; v. Cass. 3<sup>e</sup> civ., 19 mai 2016, n° 15-14464 : D. 2016, p. 2377, note Mazeaud V.

Il importe de souligner que la conception maximale de la clause de médiation affecte à présent les actes authentiques et la compétence du juge de l'exécution ; v. Albarian A. et Poli C., « L'impact de l'extension du domaine des clauses de conciliation sur l'activité du notaire (à propos de Cass. 1<sup>re</sup> civ., 1<sup>er</sup> oct. 2014 et Cass. ch. mixte, 12 déc. 2014) » : Defrénois 15 janv. 2015, n° 118m0, p. 28.

69 –

V. Cass. 1<sup>re</sup> civ., 1<sup>er</sup> févr. 2005, n° 03-19692 : Bull. civ. I, n° 64 ; JCP E 2005, 133, obs. Pelletier C. ; JCP E 2005, I 141, obs. Sauphanor N.

70 –

V. Dir. n° 2008/52/CE, 21 mai 2008 – Ord. n° 2011-1540, 16 nov. 2011 et D. n° 2012-66, 20 janv. 2012 : commentaires, par ex. Amrani-Mekki S. : D. 2011, p. 3007 ; Fricero N. : D. 2012, pan, p. 244. La CEDH considère que la médiation préalable obligatoire est compatible avec l'article 6 de la Convention EDH ; v. CEDH 26 mars 2015, n° 11239/11, D. 2016, p. 446 obs. N. Fricero.

*(nota bene : les notes 84 à 147 reproduites ici viennent de la partie 2 de l'ancien plan)*

84 –

V. par exemple : Essombè Moussio J.-J., « La responsabilité des gestionnaires de portefeuilles », Dr. et patr. juill.-août 1996, spéc. p. 39.

85 –

Cass. com., 5 nov. 1991, n° 89-18005, Buon : Bull. civ. IV, n° 327 ; BJB mai 1993, n° 56, p. 292, note commune Peltier F. ; et n° 58, p. 297 ; Dr. sociétés 1992, comm. 21, obs. Hovasse H. : dans cet arrêt déjà ancien, 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 ; pour l'épilogue, v. Cass. com., 27 janv. 1998, n° 93-18672 : Bull. civ. IV, n° 41 ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 31, obs. de Vauplane H. – Cass. com., 23 févr. 1993, n° 91-10960 : Bull. civ. IV, n° 68 ; BJB mai 1993, n° 58, p. 296, note Peltier F. ; D. 1993, Jur., p. 424, note Najjar I. ; JCP E 1994, I 399, spéc. n° 22, obs. Viandier A. – Cass. com., 2 nov. 1994, n° 92-20041 : Bull. civ. IV, n° 319 ; BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J. ; RJDA 1/95, n° 27, note Piniot M.-C. ; Dr. sociétés 1995, comm. 65, obs. Hovasse H. Comp. avec C. consom., art. L. 111-1, anc.

86 –

V. par exemple : Mistretta P., « L'obligation d'information dans la théorie contractuelle : applications et implications d'une jurisprudence évolutive », LPA 5 juin 1998, p. 4, et les réf. citées. Pour l'obligation de couverture sur les opérations à terme, v. Delleci J.-M., « Le devoir d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel », Banque et droit n° 22, mars-avr. 1992, p. 48 et mai-juin 1992, p. 90 ; Causse H., « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in Mélanges D. Schmidt, 2005, Joly, p. 147.

87 –

Cass. 2e civ., 19 oct. 1994, n° 92-21543 : Bull. civ. II, n° 200 ; D. 1995, Jur., p. 499, note Gavard-Gilles A.-M. – Cass. 2e civ., 19 juin 1996, n° 94-12777 : Bull. civ. II, n° 161 ; Defrénois 30 nov. 1996, n° 36434, p. 1373, note Delebecque P. : obligation de s'informer pour informer, même en l'absence de relations contractuelles.

88 –

Jourdain P., obs. sous Cass. 3e civ., 8 oct. 1997, n° 95-20903 : RTD civ. 1998, p. 384 : l'obligation de conseil implique la mise en garde, le devoir de déconseiller l'opération projetée ; elle s'exprime par un devoir de déconseiller ; Peltier F., note sous Cass. com., 23 févr. 1993, n° 91-10960 : Bull. civ. IV, n° 68 ; BJB mai 1993, n° 58, p. 297, spéc. p. 301 : « (...) force est de constater que la mise en garde est proche du



conseil » ; ne distinguant pas devoir de conseil et mise en garde ; v. Storck M., obs. sous Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-15599 et 7 avr. 1998, n° 94-17026 : RTD com. 1998, p. 637.

89 –

de Saint Affrique J.-B., « La responsabilité professionnelle du gestionnaire de patrimoine au regard de l'abus de droit », Defrénois 30 juin 1998, n° 36825, p. 769, spéc. n° 27.

90 –

V. déjà Savatier R., « Les contrats de conseil professionnel en droit privé » : D. 1972, Chron., p. 137, spéc. p. 146 ; 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 réf. jurispr. citées note 7, p. 152 ; Grua F., Contrats bancaires. Contrats de services, t. 1, 1990, Economica, n° 35 ; Martin L.-M., Banques et bourses. Traité de droit commercial, 3e éd., 1991, Montchrestien, p. 798 ; v. aussi Lucas F.-X., Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, thèse, 1997, LGDJ, p. 43, note 120 ; Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 71 ; Storck M., « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », D. 1992, Chron., p. 71, spéc. p. 73 ; Depondt A., « La responsabilité des professionnels de la gestion de patrimoine et la réglementation de leurs activités », Dr. et patr. déc. 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 ; d'Hérouville J.-G., « La notion d'investisseur averti », Banque et droit n° 57, janv-févr. 1998, p. 20 ; Legeais D., « L'obligation de conseil de l'établissement de crédit à l'égard de l'emprunteur et de sa caution », in Mélanges AEDBF-France, Revue Banque, 1999, p. 257 : « L'établissement de crédit doit ainsi conseiller un client qui réalise des opérations spéculatives sur les marchés à terme » ; Storck M., obs. sous Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-15599 et 7 avr. 1998, n° 94-17026 : RTD com. 1998, p. 637 ; Faugérolas L., Bossin J.-M., Fernandez-Bollo E. et Taufflieb C.-H., « Le devoir de conseil du banquier en matière de produits dérivés », D. affaires 1998, p. 1578 ; Bouteiller P., « La responsabilité du banquier dépositaire de titres », Ingénierie patrimoniale sept.-oct. 1999, p. 4 ; sur ce débat, v. aussi Daigre J.-J., « L'information de l'investisseur sur les marchés

spéculatifs », RD bancaire et fin. nov.-déc. 2002, p. 352, qui est nuancé ; sur le droit américain, v. Conac P.-H., « Les devoirs d'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs aux États-Unis », RD bancaire et fin. nov.-déc. 2002, p. 354. Pour une synthèse, v. J. Prorok, La responsabilité civile sur les marchés financiers, thèse Paris 2, 2018, LGDJ 2019.

91 –

Piniot M.-C., « Opérations de bourse : responsabilité des intervenants », RJDA 1/95, p. 5, qui fait référence à un droit au conseil.

92 –

V. CE, 30 déc. 2015, n° 371190 : D. 2017, p. 76, obs. Wickers T.

93 –

de Vauplane H., par exemple, « Sécurité et responsabilité des opérations sur produits dérivés », RD bancaire et bourse 1995, p. 205 ; cet auteur ne tenait pas compte de l'impact à venir de C. mon. fin., art. L. 533-4 (réd. L. MAF n° 96-597, art. 58). Sur l'obligation d'information et de conseil des intermédiaires, 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, et juill. 1996, n° 68, p. 355, spéc. n° 54. Cependant, également réservé sur le devoir de conseil, v. Peltier F., note sous Cass. com., 23 févr. 1993, n° 91-10960 : BJB mai 1993, n° 58, p. 296, spéc. p. 301.

94 –

V. par exemple : notes 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 10 déc. 1996, n° 94-16082 : BJB mars 1997, n° 22, p. 205 ; Cass. com., 18 févr. 1997, n° 94-21644 : Bull. civ. IV, n° 51 ; BJB mai 1997, n° 40, p. 369, l'auteur écrivant, par exemple, qu'on ne rappellera jamais assez que l'intermédiaire n'est pas tenu à un devoir de conseil...

95 –

Jourdain P., obs. sous Cass. 3e civ., 8 oct. 1997, n° 96-11027 : RTD civ. 1998, p. 385.

96 –

V. déjà Hannoun C., « La déontologie des activités financières : contribution aux recherches sur le néocorporatisme », RTD com. 1989, p. 417 ; Lavalie C., « Les normes déontologiques boursières », JCP E 1993, I 41 ; v. aussi Corpet F., « Déontologie en droit boursier », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1580, nos 18 et 22 ; Dompé M.-N., « Les règles de bonne conduite », in La modernisation des activités financières, 1996, GLN Joly, p. 205 ; Rousset A. et Taufflieb C.-H., « Code de bonne conduite AFTB-AFTE », Banque et droit 1999, n° 64, p. 20 ; la violation de règles déontologiques impératives constitue ipso

facto une faute civile ; v. Moret-Bailly J., « Règles déontologiques et fautes civiles », D. 2002, Chron., p. 2820.

97 –

Règl. COB n° 96-03, art. 20 – A., 6 janv. 1997 : JO, 22 janv. 1997 ; v. Hovasse H. : Dr. sociétés 1997, comm. 35.

98 –

V. AMF, règl. gén., art. 314-43 et s. Chaque prestataire habilité doit désigner un déontologue, qui a notamment pour rôle d'établir le recueil de l'ensemble des dispositions déontologiques que doivent observer le prestataire et ses collaborateurs.

99 –

Circonstance prise en compte par CA Paris, 16 févr. 1996 : Dr. sociétés 1996, comm. 200, obs. Hovasse H., mais qui semble dorénavant difficilement compatible avec les anciens articles 321-29 et 321-32 du règlement général de l'AMF, et la procédure dite de la muraille de Chine appelée « barrières à l'information », articles 315-15 et suivants du règlement général de l'AMF du 1er nov. 2007, qui, en pratique, ressemble davantage à un paravent japonais ; pour un exemple, v. AMF sanct., 8 janv. 2009 : BJB mai 2009, n° 29, p. 204, note Kloepfer Pelèse M ; 034. Pour une application de l'ancien article L. 533-4 du Code monétaire et financier et de la procédure dite de la muraille de Chine à une filiale étrangère contrôlée par un prestataire (Société Générale) établi en France, v. CE, 11 févr. 2011, n° 316508 : BJB juin 2011, n° 179, p. 368, note Riassetto I. À titre de comparaison, v. le devoir de loyauté du dirigeant envers ses associés et l'entreprise elle-même : Cass. com., 27 févr. 1996, n° 94-11241 : LPA 17 févr. 1997, p. 7, note Martin D. R. ; JCP G 1996, II 22665, obs. Ghestin J. ; D. 1996, Jur., p. 518, note Malaurie P. ; RD bancaire et bourse n° 59, janv.-févr. 1997, p. 27, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. – Cass. com., 24 févr. 1998, n° 96-12638 : JCP E 1998, 637 ; JCP G 1999, II 10003, obs. Keita M. ; v. Daille-Duclos B., « Le devoir de loyauté du dirigeant », JCP E 1998, 1486.

100 –

Sur C. mon. fin., art. L. 533-4, v. Faugérolas L., Bossin J.-M., Fernandez-Bollo E. et Taufflieb C.-H., « Le devoir de conseil du banquier en matière de produits dérivés », D. affaires 1998, p. 1578. L'idée était déjà présente dans le règlement général du CBV, art. 2-6-3 ancien. Dans sa note sous Cass. com., 18 mai 1993, n° 91-10166 : D. 1994, Jur., p. 142, Najjar I. écrivait que l'obligation d'information à la charge de l'intermédiaire est une obligation de résultat.

101 –

Moment déjà retenu par Cass. com., 2 nov. 1994, n° 92-20041 : Bull. civ. IV, n° 319 ; BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J. ; RJDA 1/95, p. 27, note Piniot M.-C. ; Dr. sociétés 1995, comm. 65, obs. Hovasse H. Le CMF considérait que les obligations posées par l'article 3-3-5 ne formaient qu'une obligation d'information, à caractère objectif ; v. « Analyse des rapports établis par les responsables du contrôle des services d'investissement sur les procédures d'entrée en relation avec les clients », Rev. CMF n° 63, nov. 2003, p. 14.

102 –

CJUE, 30 mai 2013, n° C-604/11 s'agissant de la législation espagnole : D. 2013, p. 1407.

103 –

V. CJUE, 3 déc. 2015, n° C-312/14, Banif Plus Bank Zrt : BJB mars 2016, n° 113e7, p. 102, note Roussille M.

104 –

Pour une critique de ce texte en raison de ses ambiguïtés, v. Molinelli P., « La notion de client professionnel sur option », BJB juill. 2013, n° 111h0, p. 353.

105 –

Pour la gestion de portefeuille, v. Riassetto I. et Storck M., « Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille », BJB févr. 2008, n° 9, p. 90.

106 –

Cass. com., 2 nov. 1994, n° 92-20041 : Bull. civ. IV, n° 319 ; BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J. ; RJDA 1/95, p. 27, note Piniot M.-C. ; Dr. sociétés 1995, comm. 65, obs. H. Hovasse (v. aussi CA Paris, 28 févr. 1994 : BJB mai 1994, n° 46, p. 287, note de Vauplane H. ; D. 1994, Jur., p. 365, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I 399, 26, obs. Viandier A.). Mais la cassation prononcée ne l'est que pour défaut de base légale : la référence aux avis d'opéré est un motif impropre à caractériser l'exécution de l'obligation d'information et de conseil, ce qui est certain ; en revanche, à notre sens, la référence à des avis d'opéré caractérisant de nombreuses opérations portant sur des produits financiers réservés à des spéculateurs avertis (bons de souscription d'actions, warrant, stellage, etc.), constitue un motif de nature à caractériser la connaissance des marchés et des risques y afférents, auquel cas l'obligation d'information et de mise en garde s'estompe.

107 –

L'article 321-61 abrogé du règlement général de l'AMF, étendait cette obligation aux ordres transmis via Internet ; v. AMF, règl. gén., art. 314-63.

108 –

Sur l'absence d'immixtion du prestataire dans l'exécution de l'ordre, EO120-030.

109 –

Y compris lorsque le teneur du compte-titres est le trésorier-payeur général : v. Cass. com., 4 juin 1996, n° 94-16496 : RD bancaire et bourse n° 68, juill.-août 1998, p. 147, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. Même affaire, v. Cass. com., 5 oct. 1999, n° 98-10888 : Dr. sociétés 2000, comm. 63, obs. Hovasse H. ; et les juridictions judiciaires restent compétentes pour connaître des fautes commises par le TPG dans la gestion des fonds des particuliers – CE, 23 févr. 2000 : D. 2000, IR, p. 139 – CA Rennes, 3 déc. 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1999, p. 16, obs. Lucas F.-X.

110 –

CA Paris, 10 oct. 1984 : Juris-Data n° 1984-025314 – TGI Dijon, 13 janv. 1987 : Gaz. Pal. Rec. 1988, 1, pan., p. 194 – CA Paris, 5 mars 1991 : D. 1993, Jur., p. 79 – CA Paris, 27 mai 1991 : Dr. sociétés 1992, comm. 21, obs. Hovasse H. – CA Paris, 24 sept. 1991 : D. 1991, IR, p. 254 ; JCP G 1993, II 22015, obs. Valette D. – CA Paris, 3 févr. 1992 : JCP E 1992, I 164, 24, obs. Viandier A. – CA Paris, 14 mai 1992 : Dr. sociétés 1992, comm. 213, obs. Hovasse H. – CA Paris, 25 janv. 1993 : D. 1993, IR, p. 126 – CA Paris, 19 janv. 1994 : Cah. gestion du patrimoine juin 1994, Droit financier, note Vidal D. – CA Paris, 28 févr. 1994 : BJB mai 1994, n° 46, p. 287, note de Vauplane H. ; D. 1994, Jur., p. 365, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I 399, 26, obs. Viandier A. : « Le client d'une société de bourse est en droit d'attendre de celle-ci, conformément au règlement général du conseil des bourses de valeurs, les informations et conseils relatifs aux risques inhérents à la nature des opérations qu'il envisage » – Cass. com., 26 avr. 1994, n° 91-18137 : BJB juill. 1994, n° 71, p. 391, – CA Paris, 16 nov. 1994 : Quot. Jur. 1995, n° 8 – CA Paris, 16 janv. 1996 : D. 1996, IR, p. 65 – Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94-15668, épilogue CA Nîmes, 17 nov. 1998 : Le Monde, 9 mars 1999, p. IV (le devoir de conseil de la banque s'étend au mandant non averti, alors que le mandataire l'était) – CA Versailles, 30 mai 1996 : BJB nov. 1996, n° 97, p. 622, note Peltier F. ; Banque et droit n° 50, nov.-déc. 1996, p. 28, obs. de Vauplane H. : « (...) il n'est pas contestable qu'une société de bourse a un devoir de conseil envers son client » – v. aussi Cass. com., 23 févr. 1993, n° 91-10960 : Bull. civ. IV, n° 68 ; BJB mai 1993, n° 58, p. 297, note Peltier F., qui écrit : « Le devoir d'information et de mise en garde signifie que l'intermédiaire teneur de compte doit surveiller les opérations de son client donneur d'ordres » ; D. 1993, Jur., p. 424, note Najjar I. ; JCP E

1994, I 399, 22, obs. Viandier A. – CA Paris, 6 mai 1997 : RD bancaire et bourse n° 65, janv.-févr. 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 » ; le maintien de l'obligation d'information sur les risques encourus s'explique, dans cet arrêt, par le fait que les opérations portaient sur le MATIF et le MONEP – Cass. 1re civ., 13 oct. 1998, n° 96-18322 : Bull. civ. I, n° 296 ; BJB nov. 1998, n° 177, p. 827, note Noémie S. – JCP G 1998, IV 3308 ; Banque et droit n° 63, janv.-févr. 1999, p. 35, obs. de Vauplane H. ; Ingénierie patrimoniale sept.-oct. 1999, p. 11 – Cass. com., 16 févr. 1999, n° 96-21069 : Dr. sociétés 1999, comm. 63, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse n° 65, mai-juin 1999, p. 101, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. (en matière de mandat de gestion) – CA Paris, 19 mars 1999 : BJB juill. 1999, n° 84, p. 369, note Noémie S. : obligation du teneur de compte, sur le fondement du devoir de conseil, d'avertir le mandant de la gestion désordonnée du mandataire (dans le même sens, TGI Paris, 17 nov. 1999) – CA Versailles, 21 sept. 1999 : BJB janv. 2000, n° 7, p. 51, note Ruet L. (devoir d'information et de conseil pesant sur le simple teneur de compte en matière de warrants, alors que le mandataire était averti) – Cass. com., 3 juill. 2001, n° 98-18842 : Bull. civ. IV, n° 128 ; RD bancaire et fin. sept.-oct. 2001, p. 298 : une banque qui reçoit de la COB des mises en garde relatives à des placements déterminés est tenue d'informer ses clients intéressés par ces placements, du contenu de ces mises en garde. Pour des exemples de jurisprudence relatifs aux différentes opérations à terme (stellage, option, MONEP, marché à prime, report), v. Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. et patr. n° 45, janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 54 – pour des warrants, v. CA Paris, 6 févr. 2004 : D. 2004, p. 1800, obs. Reinhard Y.

111 –

Très net, v. CA Paris, 16 févr. 1996 : Dr. sociétés 1996, comm. 200, obs. Hovasse H. : la banque s'était abstenue de mettre en garde son client sur les risques attachés à l'ordre d'achat au comptant qu'il souhaitait réaliser ; jugé qu'en « manquant à ce devoir de conseil et d'information, la banque a commis une faute qui a concouru à la formation et à l'accroissement du préjudice du donneur d'ordres » – v. aussi CA Paris, 5 févr. 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 13, n° 7, obs. Lucas F.-X. ; RD bancaire et bourse n° 71, janv.-févr. 1999, p. 29, obs. Crédot F.-J. et Gérard Y. : conseil relatif à une SICAV – encore plus nettement, v. CA Paris, 14 mai 2004 : BJB juin 2004, n° 155, p. 795, note Ruet L., qui fait état d'une obligation d'information et

de conseil personnalisée. Dans le même sens, toujours à propos de la souscription de SICAV actions, v. Cass. com., 8 avr. 2008, n° 07-13013 : Bull. civ. IV, n° 77 ; D. 2008, p. 1202. Les parts de SICAV achetées ont finalement été revendues à perte, des années plus tard.

112 –

Cass. com., 7 avr. 1998, n° 96-16373 : BJS oct. 1998, n° 327, p. 1068, note Daigre J.-J. ; Quot. jur. 1998, n° 47, p. 5 ; Dr. sociétés 1998, comm. 97, obs. Hovasse H. ; RTD com. 1998, p. 637, obs. Storck M. ; JCP G 1998, IV 2299 ; Banque et droit n° 60, juill.-août 1998, p. 37, obs. de Vauplane H.

113 –

Cass. com., 10 mars 1992, n° 90-15309 : Dr. sociétés 1992, comm. 121, obs. Hovasse H. ; D. 1993, Somm., n° 55, obs. Vasseur M., responsabilité ici quasi délictuelle, et non contractuelle : la banque française n'avait pas informé son homologue suisse d'une restriction légale (condition de nationalité française de l'acquéreur) affectant la négociation des titres souhaités – pour un autre exemple, v. Cass. com., 26 mai 1992, n° 89-20023 : JCP E 1994, I 399, 24, obs. Bénac-Schmidt F. La Cour de cassation s'est montrée par la suite plus sévère envers les banques étrangères : v. Cass. com., 4 juill. 1995, n° 93-14044 : BJB nov. 1995, n° 87, p. 497, note Ruet L. ; Banque et droit n° 45, janv.-févr. 1996, p. 22, obs. Peltier F. et de Vauplane H.

114 –

V. CA Versailles, 15 déc. 2005 : BJB janv. 2006, n° 5, p. 53, note Ruet L. – CA Paris, 30 sept. 2005 : Banque et droit n° 105, janv.-févr. 2006, p. 42, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H. – CA Paris, 20 oct. 2006 : BJB mars 2007, n° 33, p. 244, note Ruel L. Proche, v. Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554 : Bull. civ. IV, n° 69 ; LPA 29 avr. 2009, p. 13, note El Badawi L.

115 –

Cass. com., 12 févr. 2008, n° 06-20835 : Bull. civ. IV, n° 31 ; D. 2008, p. 689, obs. Delpech X. V. aussi Cass. com., 9 nov. 2010, n° 09-71065 : BJB févr. 2011, n° 51, p. 102, note Ruet L. : la reconnaissance écrite par le client de la remise du règlement de la COB, des règles du marché du MATIF, des règles de la chambre de compensation, des fiches techniques relatives aux contrats traités sur le marché, et des risques de perte totale qu'il courait ne suffit pas à établir la preuve que le prestataire a bien exécuté son devoir de mise en garde, le client entendant utiliser les mécanismes complexes des marchés des matières premières agricoles.

116 –

V. par ex. AMF sanct., 23 oct. 2008 : BJB avr. 2009, n° 18, p. 122, note Mittelette O.

117 –

V. Cass. com., 16 févr. 2016, n° 14-25104 : BJB mai 2016, n° 113h7, p. 198, note Storck M.

118 –

V. Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14344 (5 arrêts) : Bull. civ. IV, n° 186 ; BJB janv. 2007, n° 3, p. 24, note Riassetto I. et Storck M. ; D. 2006, p. 2395, note Delpech X. – Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-15567 : BJB oct. 2009, n° 54, p. 383. Revirement avec Cass. com., 19 janv. 2010, n° 09-10627, non publié au bulletin, cassation pour défaut de base légale, présenté comme inédit par la Cour de cassation sur son site (le client semble gagner contre la Banque postale). Nouveau revirement avec Cass. com., 12 oct. 2010, n° 09-16961 : BJB janv. 2011, n° 5, p. 17, note Lukacs D., arrêt de rejet (la banque gagne).

119 –

V. Cass. com., 24 juin 2008, n° 06-21798 : Bull. civ. IV, n° 127 ; D. 2008, p. 2697, note Houtcieff D. ; D. 2009, p. 1054, note Martin D. R. Une autre saga de placements dits garantis a pris le relais, l'affaire dite Doubl'ô (sic), avec la même grille de lecture ; sur de nombreux arrêts, tous en rapport avec cette saga, v. RD bancaire et fin. mai-juin 2012, p. 74, note Storck M. ; sur la même affaire, v. Pons-Henry J.-P., « Protection de l'épargne : l'AMF responsable ? », BJB déc. 2012, n° 240, p. 594.

120 –

Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. et patr. n° 45, janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 53.

121 –

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, note Storck M. – Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16082 : BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. ; JCP G 1997, IV 255 ; Rapport annuel 1997 de la Cour de cassation, 1998, La Documentation française, p. 247.

122 –

Cass. 1<sup>re</sup> civ., 19 mars 1996, n° 94-14934 : Bull. civ. I, n° 140 ; BJB sept. 1996, n° 79, p. 507, note 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 ». V. aussi Cass. com., 26 avr. 1994, n° 91-18137 : BJB juill. 1994, n° 71, p. 391, et EO120-030.

123 –

Grua F., Contrats bancaires. Contrats de services, 1990, Economica, t. I, n° 35.

124 –

Cass. com., 17 oct. 1995, n° 93-19150 : Dr. sociétés 1996, comm. 24, obs. Hovasse H. : « La banque ne saurait être tenue (...) pour responsable du choix du régime fiscal, même à le supposer préjudiciable, et qui incombe au seul titulaire du portefeuille en l'absence de mandat de gestion. » Contrairement à ce que certains auteurs ont pu écrire (Lassalas C., L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, thèse, 1997, Paris, n° 472), cet arrêt ne condamne donc aucunement l'existence d'une obligation de conseil à la charge de l'intermédiaire simple transmetteur d'ordre, car le choix du régime fiscal est tout simplement extérieur à l'exécution des ordres de bourse ; en revanche, il entre bien dans la mission du gérant de patrimoine, et donc, de portefeuille.

125 –

CA Paris, 5 févr. 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 13, n° 7, obs. Lucas F.-X. ; RD bancaire et bourse n° 71, janv.-févr. 1999, p. 29, obs. Crédot F.-J. et Gérard Y. : responsabilité du prestataire pour une information inadaptée, s'agissant du choix du régime fiscal entre SICAV de distribution et SICAV de capitalisation. De manière voisine, v. Cass. com., 3 juill. 2001, n° 98-18842 : Bull. civ. IV, n° 128 ; BJB mars 2002, n° 25, p. 98, note Bonneau T., qui inclut dans l'obligation d'information du banquier prêteur de deniers les mises en garde de la COB relatives à la rentabilité négative d'investissements défiscalisés (prêt destiné à financer l'acquisition de parts quirataires d'un navire de plaisance) ; D. 2001, AJ, p. 2406, obs. Avena-Robardet V.

126 –

Très net, v. CA Versailles, 21 sept. 1999 : BJB janv. 2000, n° 7, p. 51, note Ruet L. – TGI Paris, 17 nov. 1999.

127 –

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

128 –

Pour une présentation exhaustive, v. Boucheta H., « MIF II : Les nouvelles exigences en matière de protection des investisseurs », BJB avr. 2015, n° 112h1, p. 162.

129 –

MIFiD 2, art. 16-3 et 24-2, avis ESMA 19 déc. 2014 ; v. commentaire J.-B. Poulle et R. Efremov, MIF 2 et la gouvernance produits, RDBF 2017, n° 5, p. 80 ; v. aussi le dossier spécial BJB 2018, p. 229 s., Les obligations déontologiques et professionnelles des PSI post MIF 2, notamment pour la gouvernance produits.

130 –

V. Cass. com., 17 mars 2015, n° 13-25142, PB (cassation) : BJB juill.-août 2015, n° 112p9, p. 316 ; D. 2015, p. 733 ; sur ce débat, v. Moreau J. et Poindron O., « Valeur de marché des contrats financiers négociés de gré à gré et obligation de communiquer les coûts de transaction », BJB mars 2016, n° 113e2, p. 128.

131 –

En présence d'un mandat de gestion, il est même possible d'ajouter une quatrième limite, tenant à la répartition des rôles entre le teneur de compte et le gestionnaire. V. par exemple : CA Versailles, 18 juin 1999 : BJB nov. 1999, n° 126, p. 611, note Noémie S., qui exclut le teneur de compte du champ d'application de l'obligation d'information et de conseil. Sur ces questions, délicates, v. aussi EO120-030 et EO120-034.

132 –

V. M. Storck, obs. sous Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-15599 et 7 avr. 1998, n° 94-17026 : RTD com. 1998, p. 637.

133 –

Ce qui fait dire à Storck M. (obs. sous Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-15599 et 7 avr. 1998, n° 94-17026 : RTD com. 1998, p. 637), que l'obligation de conseil est appréciée in concreto ; dans le même sens, pour les appels de couverture, v. Najjar I., « La "couverture" du marché à terme », D. 1993, Chron., p. 45, spéc. n° 14.

134 –

L. n° 98-546, 2 juill. 1998, art. 30 – D. n° 98-880, 1er oct. 1998 – AMF, règl. gén., art. 321-46. De la liste du décret du 1er octobre 1998, il ressort que seules des personnes morales peuvent être des investisseurs dits qualifiés, à l'exclusion des personnes physiques. Dans son commentaire du décret n° 98-880 (Dr. sociétés 1998, comm. 143), Hovasse H. distingue les investisseurs qualifiés par nature, par choix, et par fonction. Sur cette notion, v. aussi Bernard É. et Peltier F., « Investisseur qualifié. La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », RD bancaire et bourse n° 69, sept.-oct. 1998, p. 156 ; Couret A., « Les dispositions de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant DDOEF concernant le droit des sociétés », BJS juill. 1998, n° 243, p. 709 ; Clermontel P. et Dornic B., « L'émergence d'une notion autonome de placement privé », JCP E 1998, I 1868. Sur la

distinction entre introduction en bourse et placement, v. Daigre J.-J., « De la sélection discrétionnaire des investisseurs lors d'une introduction ou d'une émission en bourse », in Mélanges AEDBF IV, Revue Banque, 2004, p. 135.

L'AMF a pris deux positions, n° 2012-09, très contestée en doctrine, et n° 2013-03, sur la notion de placement privé, en relation avec les augmentations de capital fermées, sur laquelle v. P.-A. Conchon, « Les augmentations de capital "fermées" dans les sociétés cotées (C. com., art. L. 225-136 et L. 225-138) », BJB juin 2013, n° 100, p. 310.

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).

\_ 135 –

Par exemple : Cass. com., 18 mai 1993, n° 91-10166 : Gaz. Pal. 2 févr. 1994, p. 19, note Piedelièvre S. : D. 1994, Jur., p. 142, note Najjar I. : l'intermédiaire a l'obligation d'informer le client des risques des marchés à terme, dès lors que ce dernier n'en a pas connaissance. La notion d'investisseur averti (sur laquelle, v. d'Hérouville J.-G., « La notion d'investisseur averti », Banque et droit janv.-févr. 1998, p. 20) sert à alléger l'obligation d'information et de conseil pesant sur l'intermédiaire, à écarter la mise en œuvre de sa responsabilité en cas d'appel tardif de couverture 112, et à caractériser, en matière de mandat de gestion, une acceptation des risques pris par le gérant, ce qui rejait sur les conditions de mise en cause de la responsabilité de ce dernier (v. CA Paris, 16 mars 1999 : BJB juill. 1999, n° 83, p. 362, note Ruet L.).

\_ 136 –

V. Cass. com., 14 déc. 2004, n° 02-13638 : Bull. civ. IV, n° 221 ; BJB févr. 2005, n° 39, p. 168, note Goutay P. et Sauvet K.-A. ; Dr. sociétés 2005, comm. 95 et 96, note Bonneau T. ; D. 2005, p. 360 et p. 2609, obs. Reinhard Y. et Thomasset-Pierre S. ; Banque et droit n° 100, mars-avr. 2005, p. 27, obs. de Vauplane H. et Daigre J.-J.

\_ 137 –

Rapp. C. cass. 1997 : La Documentation française, 1998, p. 246.

\_ 138 –

La mise à l'écart de l'obligation d'information et de conseil en présence d'un client averti est déjà posée par CA Paris, 25 nov. 1988 : D. 1990, jur. p. 9, note M. Storck ; en doctrine, v. déjà Savatier R., « Les contrats de conseil professionnel en droit privé », D. 1972, Chron., p. 137 et s., spéc. p. 149 : « Le conseil fourni n'engendre pas de responsabilité professionnelle entre initiés (...) ». En général, la preuve rejait du comportement passé du donneur d'ordre : v. Cass. com., 18 févr. 1997, n° 94-21644 : Bull. civ. IV, n° 51 ; BJB mai 1997, n° 40, p. 369, note de Vauplane H. : le litige portait notamment sur la souscription malheureuse de bons de souscription d'actions, qualifiés par la cour de produits déjà réservés à des amateurs éclairés ; le donneur d'ordre avait géré lui-même son portefeuille, avec une compétence certaine, et sa correspondance manifestait une compréhension parfaite des produits financiers les plus sophistiqués – Cass. com., 27 janv. 1998, n° 93-18672 : Bull. civ. IV, n° 41 ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, n° 58, p. 31, obs. de Vauplane H. : spéculation pendant deux ans sur des opérations de bourse à terme et sur le marché à prime – Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-15599 : RTD com. 1998, p. 637, obs. Storck M. – Cass. com., 7 avr. 1998, n° 96-16373 : BJS oct. 1998, n° 327, p. 1068, note Daigre J.-J. ; Quot. jur. 1998, n° 47, p. 5 ; Dr. sociétés 1998, comm. 97, obs. Hovasse H. ; RTD com. 1998, p. 637, obs. Storck M. ; JCP G 1998, IV 2299 ; Banque et droit n° 60, juill.-août 1998, p. 37, obs. de Vauplane H. : le donneur d'ordre était lui-même un professionnel des marchés financiers, auteur de plusieurs ouvrages – Cass. 1<sup>re</sup> civ., 13 oct. 1998, n° 96-18322 : BJB nov. 1998, n° 177, p. 827, note Noémie S. ; JCP G 1998, IV 3308 ; Banque et droit n° 63, janv.-févr. 1999, p. 35, obs. de Vauplane H. ; Ingénierie patrimoniale sept.-oct. 1999, p. 11 (l'annotateur de l'arrêt écrit que la notion d'opérateur averti serait une notion contrôlée par la Cour de cassation) : qualité d'opérateur averti déduite du volume des opérations boursières au cours d'une année (34 MF), de sorte que le devoir de conseil était exclu – et aussi Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-17594 : Bull. civ. IV, n° 314 ; BJB mars 1998, n° 33, p. 142, note de Vauplane H. ; RD bancaire et bourse n° 65, janv.-févr. 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 – v. aussi Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-14087 : Bull. civ. IV, n° 94 ; LPA 28 juin 2001, p. 4. La jurisprudence accepte aussi que les enregistrements des communications téléphoniques soient utilisés afin d'établir la qualité d'investisseur averti du donneur d'ordre – CA Paris, 31 mars 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs.

Lucas F.-X. – CA Paris, 19 févr. 2002 : BJB mai 2002, p. 211, n° 45, note Ruet L. Il arrive cependant que la jurisprudence maintienne l'obligation de mise en garde, même en présence d'investisseurs particuliers avertis : CA Paris, 13 févr. 1996 : D. affaires 1996, p. 347 – CA Paris, 6 mai 1997 : RD bancaire et bourse n° 65, janv.-févr. 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. »

\_ 139 –

Exemple très net : les connaissances acquises et non contestées sur le règlement mensuel, à raison de la gestion d'un compte libre pendant près de deux ans, ne dispensent pas l'intermédiaire de mettre en garde son donneur d'ordre sur les risques attachés aux opérations de stelage (c'est une opération à terme dans laquelle le donneur d'ordre peut indiquer au moment de la liquidation s'il est acheteur ou vendeur des titres dont la quantité et le cours sont déjà fixés) ; à défaut, la responsabilité de l'intermédiaire est engagée et vient partiellement se compenser avec les pertes subies par le client ; v. Cass. com., 23 févr. 1993, n° 91-10960 : Bull. civ. IV, n° 68 ; BJB mai 1993, n° 58, p. 296, note Peltier F. ; D. 1993, Jur., p. 424, note Najjar I. ; JCP E 1994, I 22, obs. Viandier A. – V. aussi CA Paris, 6 mai 1997 : RD bancaire et bourse n° 65, janv.-févr. 1998, p. 16, n° 7, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. : maintien de l'obligation d'information sur les risques encourus au profit d'un investisseur averti car les opérations portaient sur le MATIF et le MONEP ; cet arrêt a néanmoins écarté la responsabilité de l'intermédiaire.

\_ 140 –

V. Cass. com., 10 nov. 2015, n° 13-21669, sur un couple gérant un patrimoine important : LPA 21 mars 2016, n° 03213, p. 3, note Pando A. ; Cass. com., 17 nov. 2015, n° 14-18673, sur un pâtissier spéculant avec des warrants, PB : BJB févr. 2016, n° 113c3, p. 57, note Torck S. ; dans les deux cas, les investisseurs ont tout perdu.

\_ 141 –

Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 : Bull. civ. IV, n° 282 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. La prise en compte de la faute d'imprudence de la victime remonte à Cass. ch. mixte, 28 janv. 1972, n° 70-90072 : RTD civ. 1972, p. 406, obs. Durry G. ; JCP G 1972, II 17050, concl. Lindon R. Cependant, nettement plus en retrait, v. CA Paris, 19 mars 1999, Sennely : BJB juill. 1999, n° 84, p. 369, note Noémie S. – Cass. crim., 7 nov. 2001, n° 01-80592 : D. 2002, p. 138 (arrêt à la portée incertaine).

\_ 142 –

AMF, règl. gén., anc. art. 321-32 : « Le déontologue détermine quels services du prestataire habilité doivent s'abstenir de formuler auprès des clients une recommandation concernant la négociation de titres inscrits sur la liste d'interdiction. » Depuis, v. l'article 322-84, qui prévoit un responsable du contrôle, et les articles 313-1 et suivants, 322-46 et suivants, qui prévoient en plus un responsable de la conformité. Le déontologue a donc été remplacé par un responsable de la conformité et un responsable du contrôle.

143 –

Savatier R., « Les contrats de conseil professionnel en droit privé », D. 1972, Chron., p. 137, spéc. p. 151 ; Grua F., Contrats bancaires. Contrats de services, 1990, Economica, t.1, n° 40.

144 –

De manière générale, v. par exemple : Cass. 1re civ., 3 févr. 1998, n° 96-13201 : JCP N 1998, II 1082, note Kuhn J.-P. ; Leborgne A., « Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier », RTD com. 1995, p. 261, spéc. p. 284 ; Depondt A., « La responsabilité des professionnels de la gestion de patrimoine et la réglementation de leurs activités », Dr. et patr. n° 55, déc. 1997, p. 24, spéc. p. 31 ; d'Hérouville J.-G., « La notion d'investisseur averti », Banque et droit n° 57, janv.-févr. 1998, p. 20, spéc. p. 22. Spéc. en matière d'ordres de bourse, v. CA Versailles, 21 sept. 1999 : BJB janv. 2000, n° 7, p. 51, note Ruet L. – Cass. com., 22 mars 2011, n° 10-13727 : D. 2011, p. 1600, note Causse H.

145 –

Cass. com., 4 févr. 2014, n° 13-10630 : BJB mai 2014, n° 111j2, p. 261, note Lécuyer H.

146 –

CA Paris, 28 févr. 1994 : BJB mai 1994, n° 46, p. 287, note de Vauplane H. ; D. 1994, Jur., p. 365, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I 399, spéc. n° 26, obs. Viandier A. – Cass. com., 2 nov. 1994, n° 92-20041 : Bull. civ. IV, n° 319 ; BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J. ; RJDA 1/95, p. 27, note Piniot M.-C. ; Dr. sociétés 1995, comm. 65, obs. Hovasse H.

147 –

CA Paris, 30 nov. 1992 : 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 – Cass. com., 27 janv. 1998, n° 93-18672 : Bull. civ. IV, n° 41 ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 31, obs. de Vauplane H. :

spéculation pendant deux ans sur des opérations de bourse à terme et sur le marché à prime.

*(nota bene : les notes 291 à 363 reproduites ici viennent de la partie 2 de l'ancien plan)*

291 –

Exemple : X achète à découvert 1 000 titres valant 100 l'unité, en pariant à la hausse ; à la liquidation, le titre ne vaut plus que 58 ; X est dans l'impossibilité de couvrir l'ordre ; ses positions sont liquidées ; montant de la perte :  $1000 \times 42 = 42\ 000$ .

292 –

Sur l'éventuelle responsabilité de l'intermédiaire au titre des procédures de filtrage et de contrôle des ordres transmis, 126.

293 –

Essombè-Moussio J.-J., « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque, p. 191. Dans un arrêt important du 14 janvier 2003, n° 99-20872 : BJB mai 2003, n° 44, p. 254, note Ruet L., la Cour de cassation énonce que la couverture ne sert pas seulement à protéger le marché, mais aussi à limiter la spéculation.

294 –

V. pour l'analyse, « Commentaire de l'article 14 du projet de loi dite MURCEF », BJB juill. 2001, n° 64, p. 339 ; « Du principe de rivalité », D. 2002, p. 3086 ; « Les modifications des règles juridiques gouvernant la spéculation à la baisse », LPA 11 févr. 2005, p. 4 et LPA 14 févr. 2005, p. 4 ; « Les quatre fonctions du prix », LPA 21 juill. 2005, p. 4 ; et surtout notre livre, La vérité sur l'effondrement de la bourse, préf. Delfly E., éd. Mare et Martin, 2007.

295 –

Avant l'échéance, la défaillance du donneur d'ordre est matérialisée par le défaut de règlement, dans les délais impartis, des dépôts de garantie, des marges débitrices et des primes dues. Étant donné que sur le MATIF et sur le MONEP pour le contrat à terme CAC 40, la couverture doit en principe être fournie avant la passation de l'ordre, la situation examinée concerne le défaut de règlement des appels de marge et de prime complémentaires consécutifs à l'évolution négative des positions prises, rendant la couverture insuffisante. On rappellera que le règlement de la marge ou de la prime complémentaire doit intervenir avant la séance suivante de marché 068. Pour la défaillance à l'échéance, EO120·118 et s.

296 –

Règles communes, entrées en vigueur le 14 avril 2003. La liquidation doit donc intervenir à l'intérieur du deuxième jour, délai jugé excessif par Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 68.

297 –

V. expressément en ce sens, CA Toulouse, 6 avr. 2000 : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348, note Ruet L. Contra, v. Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 68 ; le fascicule date de 1994, et se trouve donc antérieur aux nouveaux textes. V. également CA Paris, 30 nov. 1992 : Dr. sociétés 1993, comm. 60, obs. Hovasse H., qui exige une mise en demeure chiffrée.

298 –

Sous réserve de l'interprétation à venir que fera la jurisprudence de l'article 15 de la loi MURCEF du 11 décembre 2001 (C. mon. fin., art. L. 131-73) : selon ce texte, le banquier doit informer le client par tout moyen approprié des conséquences du défaut de provision avant de rejeter un chèque. La question de la sanction sera cruciale, et la notion de perte de chance récurrente, ainsi que le contentieux relatif aux obligations d'information et de mise en garde des banquiers l'a établi. Il est probable que les méandres de la jurisprudence en matière d'opérations à terme toucheront le contentieux des chèques rejetés (en n'ayant pas prévenu le tireur de l'insuffisance de la provision avant de rejeter le chèque, le banquier tiré lui a fait perdre une chance de régulariser et d'éviter l'incident de paiement). La jurisprudence admet la responsabilité de la banque lorsque celle-ci ne parvient pas à prouver l'envoi d'un avertissement précis pour chaque chèque rejeté : v. par ex., Cass. com., 18 janv. 2011, n° 10-10259 : D. 2011, p. 364, obs. Avena-Robardet V.

299 –

Sur l'absence de mise en demeure, v. Cass. 1re civ., 22 mai 1985, n° 83-16529 : Bull. civ. I, n° 160 ; Gaz. Pal. 11 janv. 1986, 1, p. 24, note Piedelièvre A ; D. 1986, IR, p. 330, obs. Vasseur M.

300 –

V. Hovasse H., « Le MONEP », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1710, n° 70, qui cite Cass. com., 10 mai 1977, n° 75-15798 : Bull. civ. IV, n° 129 ; D. 1978, IR, p. 228, obs. Vasseur M. ; JCP G 1979, II 19080, note Boitard M.

301 –

Pour un exemple relatif au report des positions rendu impossible à cause de la liquidation des engagements pour défaut de couverture, sous l'empire de l'ancien article 69 du décret du 7 octobre 1890, v.



Cass. com., 21 avr. 1992, n° 90-16462 : Bull. civ. IV, n° 169 ; D. 1992, IR, p. 189 ; sur le report des positions, EO120-108 et s. ; v. Ruet L., « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », BJB juin 2000, n° 109, p. 521 ; sur le report des positions, EO120-108 et s. ; v. aussi de Vauplane H. et Daigre J.-J., « Disparition du marché du RM et création de l'OSRD : la fin d'une époque », Banque et droit n° 73, sept.-oct. 2000, p. 33.

302 –

Compte tenu de la potentialité de pertes importantes des donneurs d'ordre (ce qui a été le cas, par exemple, lors de la chute du titre Alcatel le 17 septembre 1998), il est évidemment préférable que le prestataire se ménage la preuve de cette mise en demeure. À défaut, et dans la mesure où la liquidation des engagements non couverts du donneur d'ordre aurait fait ressortir une perte, le prestataire aurait à en supporter au minimum une partie.

303 –

Sous l'empire des anciens article 94 du règlement général de la Compagnie des agents de change et 69 du décret du 7 octobre 1890, la liquidation des engagements consécutive à la dégradation des positions n'était qu'une faculté, et non une obligation : v. CA Paris, 25 nov. 1988 : D. 1990, Jur., p. 9, note Storck M. – CA Paris, 29 oct. 1990 : D. 1991, Jur., p. 236, note Storck M. – CA Paris, 5 mars 1991 : D. 1993, Jur., p. 79, 2e esp. Les juges des référés rejettent à juste titre les demandes de délai adressées par les donneurs d'ordre pour tenter de paralyser les liquidations d'office : v. par ex., T. com. Nanterre, 28 janv. 2003, inédit.

304 –

V. AMF, règl. gén., art. 516-12, qui prévoit que, sauf dispositions contraires passées entre le prestataire et le client, les positions doivent d'abord être réduites.

305 –

RM Euronext, 18 mai 2001, art. P 2-1-4, qui écarte l'exigence de la mise en demeure, puis nouvelles règles, 19 mars 2003, et règles du 22 février 2010.

306 –

Delleci J.-M., « Le devoir d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel », Banque et droit n° 22, mars-avr. 1992, p. 48, et n° 23, mai-juin 1992, p. 90 ; Storck M., « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », D. 1992, Chron., p. 71 ; Najjar I., « La « couverture » du marché à terme », D. 1993, Chron., p. 45 ; Daigre J.-

J., « Ordres de bourse et de couverture », Banque et droit n° 70, mars-avr. 2000, p. 4.

307 –

V. par ex. : CA Paris, 20 juin 1990 : JCP E 1990, pan. 20360 – CA Versailles, 20 sept. 1991 : D. 1991, IR, p. 253 – T. com. Toulouse, 1er oct. 1998, pour des opérations sur le MONEP devenues à découvert à cause de la forte volatilité des cours au moment des faits, confirmé par CA Toulouse, 6 avr. 2000 : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348 – v. aussi CA Paris, 11 mars 2003 : Banque et droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H. : la banque ne commet aucune faute en procédant à la liquidation d'office d'une position insuffisamment couverte après la mise en demeure. Pour être efficace, la mise en demeure doit être chiffrée : CA Paris, 14 mai 2004 : BJB sept. 2004, n° 122, p. 639, note Ruet L. – dans le même sens, v. Cass. com., 31 janv. 2006, n° 04-18920 : Bull. civ. IV, n° 19 ; Dr. sociétés 2006, comm. 94, obs. Bonneau T. L'absence d'indication du montant de l'appel de marge constitue une faute qui suffit à engager la responsabilité du prestataire.

308 –

Le prestataire n'a pas à respecter de mise en demeure pour compléter la couverture de son client en procédant soit à des opérations de report, soit à des ventes au comptant : CA Paris, 8 janv. 1991 : Dr. sociétés 1991, comm. 251 ; toutefois, cette jurisprudence ne saurait être transposée aux hypothèses de défaillance avant l'échéance pour les opérations, puis à SRD. Dans cet arrêt, le client avait sollicité une prolongation de la durée de liquidation.

309 –

Jugé par CA Paris, 20 janv. 2004 : BJB mars 2004, n° 37, p. 201, que la mise en demeure qui doit précéder la liquidation d'office peut être faite par tous moyens (téléphone, e-mail, boîte vocale, courrier, LRAR), et met le prestataire à l'abri d'un recours en responsabilité en raison de la liquidation, peu importe qu'elle n'ait pas été faite en LRAR, ou conformément aux moyens usuellement utilisés par les parties dans leurs relations précédentes.

310 –

T. com. Toulouse, 1er oct. 1998, confirmé par CA Toulouse, 6 avr. 2000 : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348. Comp. avec C. civ., art. 2232. Contra, sous l'empire de l'ancienne réglementation (D. 7 oct. 1890), CA Versailles, 28 avr. 1988 : Gaz. Pal. Rec. 1989, 2, som., p. 509 – CA Paris, 16 juin 1988 : D. 1988, IR, p. 229 ; RD bancaire et bourse n° 13, mai-juin 1989, p. 107, obs. Crédot F.-J. et Gérard Y. – T. com. Paris, 25 janv. 1990 : Banque et droit n° 13, sept.-oct. 1990, p. 234,

jurisprudence qui avait été critiquée à juste titre par Storck M., « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », D. 1992, Chron., p. 71 ; v. également les critiques de Legeais D., « Ordre de bourse, garanties d'exécution », JCl. Banque-Crédit-Bourse, fasc. 1680, n° 35. Pour un exemple très critiquable, v. TGI Paris, 31 mars 2000 : BJB juill. 2000, n° 70, p. 340, note Ruet L., confirmé par CA Paris, 31 oct. 2002, arrêt dont la motivation est plus que succincte.

311 –

CA Paris, 10 avr. 1995 : BJB juill. 1995, n° 55, p. 311, note Essombè Moussio J.-J.

312 –

Selon CA Paris, 30 nov. 1992 : Dr. sociétés 1993, comm. 60, obs. Hovasse H., la mise en demeure doit être chiffrée, à peine d'engager la responsabilité de l'intermédiaire.

313 –

CA Paris, 25 nov. 1991 : D. 1992, IR, p. 22 : responsabilité de la société de bourse qui liquide prématurément les engagements à terme du client, sans attendre l'expiration du délai imparti, quand bien même le découvert serait d'un montant important : la société de bourse avait commencé à liquider les positions de son client dès le jour d'envoi de la mise en demeure, ne respectant pas en cela le délai réglementaire de deux jours de bourse.

314 –

V. Rapp. Cass. pour 1997, La Documentation française, 1998, p. 247. La jurisprudence prend en compte l'attitude passée du client, en recherchant si celui-ci régularisait ou non sa situation. V. CA Paris, 25 nov. 1991 : D. 1992, IR, p. 22 – CA Paris, 30 nov. 1992 : Dr. sociétés 1993, comm. 60, obs. Hovasse H. : l'arrêt admet l'indemnisation de la totalité du préjudice subi, car le client disposait des fonds nécessaires à la régularisation de ses positions.

315 –

CA Paris, 14 mai 2004 : BJB sept. 2004, p. 639, n° 122, note Ruet L.

316 –

Cass. com., 14 juin 2005, n° 04-14072 : BJB juill. 2005, n° 116, p. 438, note Ruet L.

317 –

V. Cass. com., 31 janv. 2006, n° 04-18920 : Bull. civ. IV, n° 19 ; Dr. sociétés 2006, comm. 94, obs. Bonneau T., qui parle de revirement de jurisprudence.

318 –

Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-10761 : Bull. civ. IV, n° 42 ; LPA 5 juin 2008, p. 9, note Ruet L. ; LPA 27 nov. 2008, p. 7, note de Watrigant C. ; Dr. sociétés 2008, comm. 57, obs. Bonneau T. ; RTD com. 2008, p. 371, note Stork M. ; D. 2009, p. 1053, obs. Martin D. R.

319 –

D. 7 oct. 1890, art. 61, ab. par D. n° 88-254, 17 mars 1988, art. 13.

320 –

De nombreuses décisions de juges du fond ont considéré que l'appel tardif de couverture constituait une faute grave de la société de bourse : CA Paris, 25 nov. 1988, Lefèvre : D. 1990, Jur., p. 9, note Storck M. – CA Paris, 5 oct. 1990 : D. 1990, IR, p. 271 – CA Paris, 18 déc. 1990 : D. 1991, IR, p. 78 – CA Paris, 5 mars 1991 : D. 1991, IR, p. 86 – CA Paris, 24 juin 1991 : D. 1991, IR, p. 209.

321 –

Cass. com., 17 mai 1994, nos 91-19549 et 91-19552 (2 arrêts) : BJB juill. 1994, n° 70, p. 387, note Le Cannu P. ; D. 1995, somm., p. 198, obs. Bon-Garcin I. – Cass. com., 6 mai 1996, n° 93-13292 : BJB sept. 1996, n° 81, p. 523, note Ruet L., où nous considérons que cet arrêt annonçait le maintien de la jurisprudence traditionnelle, en dépit de l'abrogation du décret du 7 octobre 1890 – CA Versailles, 30 mai 1996 : BJB nov. 1996, n° 97, p. 622, note Peltier F.; Banque et droit n° 50, nov.-déc. 1996, p. 28, obs. de Vauplane H. – Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 : Bull. civ. IV, n° 282 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. – Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-17594 : Bull. civ. IV, n° 314 ; BJB mars 1998, n° 33, p. 142, note de Vauplane H. ; RD bancaire et bourse 1998, comm. 57, 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. ; Rapport annuel 1997 de la Cour de cassation, La Documentation française, 1998, p. 247 ; v. aussi Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. et patr. janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 53.

322 –

Piniot M.-C., « Opérations de bourse : responsabilité des intervenants », RJDA 1/95, p. 3, qui écrit que découverts et couverture sont une dette due au marché et, p. 4, que la position de la chambre commerciale est conforme à la « finalité de la couverture » ; v. aussi de Vauplane H., note sous Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-17594 : Bull. civ. IV, n° 314 ; Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 31 : « Cet arrêt est une illustration de la distinction qu'il convient souvent de réaliser dans la réglementation boursière entre les règles ayant

vocation à protéger l'épargne et celles destinées au fonctionnement du marché. »

323 –

Sur cette théorie, v. Viney G., Introduction à la responsabilité, 2e éd., 1995, LGDJ, nos 96 et s. ; Viney G. et Jourdain P., Les conditions de la responsabilité, 2e éd., 1998, LGDJ, n° 336, et les réf. citées.

324 –

En présence d'une dégradation de la couverture, aucune information particulière ou mise en garde n'est due, selon la jurisprudence, à l'investisseur averti. V. par ex. : Cass. com., 26 avr. 1984, n° 82-16550 : JCP G 1984, IV 206 – Cass. com., 10 mai 1994, n° 91-18609 : 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. – Cass. com., 2 nov. 1994, n° 92-20041 : Bull. civ. IV, n° 319 ; BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J. ; RJDA 1/95, n° 27, note Piniot M.-C. ; Dr. sociétés 1995, comm. 65, obs. Hovasse H. – Cass. com., 21 févr. 1995, n° 93-15013 : BJB mars 1995, n° 27, p. 141 – CA Versailles, 30 mai 1996 : BJB nov. 1996, n° 97, p. 622, note Peltier F. ; Banque et droit n° 50, nov.-déc. 1996, p. 28, obs. de Vauplane H. – Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 : Bull. civ. IV, n° 282 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. – Cass. com., 2 déc. 1997, n° 95-17594 : Bull. civ. IV, n° 314 ; BJB mars 1998, n° 33, p. 142, note de Vauplane H. ; RD bancaire et bourse 1998, comm. 57, 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. – CA Paris, 7 mai 1999 : BJB nov. 1999, n° 125, p. 598, note Ruet L. : en présence d'un donneur d'ordre averti, n'engage pas sa responsabilité la société de bourse qui n'applique pas strictement les règles de couverture (exemple : défaut d'appel quotidien des marges) – Cass. com., 5 oct. 1999, n° 98-10888 et 16 nov. 1999, n° 96-15446 : Dr. sociétés 2000, comm. 63, obs. Hovasse H. – Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-14087 : LPA 28 juin 2001, p. 4 – CA Paris, 19 févr. 2002 : BJB mai 2002, n° 45, p. 211, note Ruet L. La jurisprudence antérieure ajoutait à la réglementation, laquelle écarte pratiquement pour tous les marchés l'obligation de respecter une mise en demeure (excepté le cas de la dégradation de la couverture avant l'échéance pour les opérations à règlement mensuel), que le donneur d'ordre soit averti ou inexpérimenté. Elle admettait l'obligation de mise en garde, même au profit des donneurs d'ordre avertis, refusant ainsi d'opérer toute distinction sous cet angle ; v. Najjar I., « La "couverture" du marché à terme », D. 1993, Chron., p. 45, spéc. n° 7. Sur des exemples jurisprudentiels d'opérateurs avertis, 034 ; sur cette notion, v. aussi

Merville A.-D., La spéculation en droit privé, thèse, 2001, Paris 1, n° 326.

325 –

Rapport annuel 1997 de la Cour de cassation, 1998, La Documentation française, p. 247 – Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16082 : Bull. civ. IV, n° 307 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. La jurisprudence des juges du fond est assez empirique ; v. les exemples donnés par Storck M., in « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », D. 1992, Chron., p. 71 et s., spéc. p. 74, où les écarts vont de 20 à 100 % d'indemnisation – CA Paris, 12 avr. 1996 : JCP G 1996, II 22705, obs. Le Tourneau P. ; Banque et droit n° 50, nov.-déc. 1996, p. 28, obs. de Vauplane H. : perte de 20 % en raison de la gestion fautive de l'intermédiaire, alors que, dans le même temps, le CAC 40 gagnait 7 % ; montant de l'indemnisation : 25 % des pertes. En d'autres termes, à l'aléa boursier succède l'aléa judiciaire, entretenu par une jurisprudence manquant de rigueur, compte tenu des textes existants. Il n'est pas sûr que cette construction survive à la modification du régime de la couverture ; v. Ruet L., « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », BJB nov. 2000, n° 109, p. 521.

326 –

Cette jurisprudence s'est surtout développée pour des opérations à règlement mensuel, ce qui est justifié pour les défaillances avant l'échéance : v. par ex. : CA Paris, 5 oct. 1990 : D. 1990, IR, p. 271 – CA Paris, 27 mai 1991 : JCP E 1991, 761 – et, même aff. : Cass. com., 29 mars 1994, n° 91-17945 : Cah. gestion du patrimoine juin 1994, Droit financier, note Vidal D. – CA Paris, 24 juin 1991 : D. 1993, Jur., p. 79, 1<sup>re</sup> esp. (compte libre ; dans cette affaire, la cour fait de l'exigence de la couverture une condition préalable de l'acceptation de l'ordre, ce qui, aujourd'hui, serait inexact) – Cass. com., 23 oct. 1990, n° 88-19216 : Bull. civ. IV, n° 243 ; D. 1992, Somm., p. 29, obs. Vasseur M. (cette affaire est relative à un mandat de gestion). Elle joue quelle que soit la nature des relations contractuelles entre l'intermédiaire et son client, qu'il s'agisse de mandat ponctuel ou de mandat de gestion : Cass. com., 5 nov. 1991, n° 89-18005 : Bull. civ. IV, n° 327 ; BJB mai 1993, n° 56, p. 292, note Peltier F. ; Dr. sociétés 1992, comm. 21, obs. Hovasse H. ; v. Delleci J.-M., « Le devoir d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel », Banque et droit n° 22, mars-avr. 1992, p. 48 et n° 23, mai-juin 1992, p. 90 ; Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. et patr. janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 54. Elle joue aussi en cas de report : Cass. com., 21 avr. 1992, n° 90-16462 : Bull.

civ. IV, n° 169 ; D. 1992, IR, p. 189 – CA Paris, 27 févr. 1998 : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 13, comm. 7, obs. Lucas F.-X. (s'agissant d'un mandat de gestion, il est vrai). De manière critiquable (car aucune mise en demeure n'est requise par la réglementation), quelques décisions l'ont transposée à des opérations portant sur le MONEP : CA Paris, 24 sept. 1991 : D. 1991, IR, p. 254 ; JCP G 1993, II 22015, note Valette D. – maintenu par Cass. com., 10 mai 1994, n° 91-21789 ; et également sur le MATIF : CA Paris, 10 juin 1992 : D. 1993, Jur., p. 79, 5e esp. – CA Paris, 6 mai 1997 : RD bancaire et bourse n° 57, janv.-févr. 1998, p. 16, comm. 7, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. : obligation de rappeler les règles de couverture, même au profit d'un investisseur averti, pour des opérations portant sur le MATIF et le MONEP ; cet arrêt nous semble excessif, et contraire à la position de la Cour de cassation. Contra : pour le MATIF, en présence d'un client averti, Cass. com., 26 nov. 1996, n° 94-15884 : Bull. civ. IV, n° 282 ; BJB mars 1997, n° 22, p. 205, note de Vauplane H. – Cass. com., 6 mars 2007, n° 05-20399 : BJB mai 2007, n° 76, p. 407 ; les règles de couverture des opérations sur le MATIF sont édictées dans l'intérêt de l'adhérent compensateur et de la sécurité du marché, non dans l'intérêt du négociateur, de sorte que ce dernier ne peut se prévaloir de leur inobservation pour engager la responsabilité de son cocontractant.

327 –

Sur l'utilisation de la théorie de la perte d'une chance pour pallier l'incertitude du lien de causalité, v. Viney G. et Jourdain P., Les conditions de la responsabilité, 2e éd., 1998, LGDJ, nos 370 et s.

328 –

Cass. 1re civ., 22 mai 1985, n° 83-16529 : Bull. civ. I, n° 160 ; Gaz. Pal. Rec. 11 janv. 1986, 1, p. 24, note Piedelièvre A. ; D. 1986, IR, p. 330, obs. Vasseur M. : le retard était pourtant important, de l'ordre de cinq mois. Cet arrêt, dans lequel la première chambre civile admettait la possibilité d'une responsabilité de l'intermédiaire, tout en la rejetant dans le cas concret (ce qui limite l'insécurité juridique), constituait un revirement par rapport à Cass. 1re civ., 26 nov. 1975, n° 74-12896 : JCP G 1976, II 18391 et 18405 bis, note Boitard M., qui refusait toute mise en cause de la responsabilité de l'intermédiaire en cas d'appel tardif de couverture, contrairement à ce que décidait la chambre commerciale, depuis Cass. com., 28 oct. 1974, n° 72-14397 : Bull. civ. IV, n° 264 ; D. 1976, Jur., p. 373, note Decamme T. ; JCP G 1976, II 18251, note Boitard M. Toutefois, la chambre commerciale revint sur sa position de 1974 par un arrêt du 10 mai 1977, n° 75-15798 : Bull. civ. IV, n° 129 ; D. 1978, IR, p. 228, obs. Vasseur M. ; JCP G 1979, II

19080, obs. Boitard M., pour opérer un nouveau revirement de jurisprudence avec Cass. com., 23 oct. 1990, n° 88-19216 : Bull. civ. IV, n° 243 ; D. 1992, Somm., p. 29, obs. Vasseur M. – Cass. 2e civ., 29 janv. 2004, n° 01-17161 : Bull. civ. II, n° 35 ; D. 2004, IR, p. 926 : « Justifie légalement sa décision de condamner le créancier saisissant au paiement au saisi d'une certaine somme à titre de dommages-intérêts, une cour d'appel qui retient que la saisie des valeurs mobilières avait entraîné l'indisponibilité de l'ensemble des comptes-titres, au-delà du montant des sommes garanties, à une période où les valeurs avaient subi une baisse générale, de telle sorte que le préjudice résultait de la perte d'une chance d'avoir pu limiter la diminution du portefeuille par une gestion habile. » La position affirmée dans l'arrêt du 22 mai 1985 a été reprise par CA Paris, 7 mai 1999 : BJB nov. 1999, n° 125, p. 598, note Ruet L.

329 –

V. TGI Paris, 7 nov. 2001 : BJB janv. 2002, n° 4, p. 16, note Ruet L. : la convention d'ouverture de compte stipulait que l'intermédiaire devait bloquer les ordres en cas d'insuffisance de couverture ; le tribunal a tiré du non-respect de la clause une faute contractuelle de la part de l'intermédiaire – v. aussi CA Paris, 14 mai 2004 : BJB sept. 2004, n° 122, p. 639, note Ruet L. – Cass. com., 23 janv. 2007, n° 06-10975 : BJB mai 2007, n° 75, p. 402, , sur l'incidence des termes de la convention de compte sur les modalités de la liquidation d'office, arrêt curieux qui peut laisser croire que les modalités prévues par la convention peuvent primer sur les règles de marché. La Cour de cassation a consacré la responsabilité de l'intermédiaire en cas de liquidation intempestive, pour violation des stipulations contractuelles, en présence d'un opérateur averti, peu importe que la couverture ait pour finalité la protection du marché : Cass. com., 18 sept. 2007, n° 06-14673 : LPA 11 janv. 2008, p. 4, note Ruet L. ; D. 2007, p. 2544.

330 –

Cass. com., 14 janv. 2003, n° 99-20872 : BJB mai 2003, n° 44, p. 254, note Ruet L. ; Banque et droit n° 88, mars-avr. 2003, p. 33, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.

331 –

Cass. com., 8 juill. 2003, n° 00-18941 : BJB sept. 2003, n° 75, p. 591 ; LPA 11 déc. 2003, p. 17, note Robine D. ; D. 2003, Jur., p. 2095, note Avena-Robardet V. ; JCP G 2003, II 10174, note Gauberti A. ; sur les arrêts nos 99-20872, 00-18941 et 01-17710, v. aussi Bonneau T. : Dr. sociétés 2004, comm. 1.

332 –



Cass. com., 8 juill. 2003, n° 01-17710 : BJB sept. 2003, n° 76, p. 595, note Ruet L. – CA Limoges, sur renvoi, 9 févr. 2005 : BJB mai 2005, n° 80, p. 270, note Ruet L. – dans le même sens, v. Cass. com., 18 févr. 2004, n° 02-14311 : BJB mai 2004, n° 60, p. 272, note Le Bars B. ; LPA 2 août 2004, p. 16, note Ruet L. – Cass. com., 14 juin 2005, n° 03-15379 : BJB mai 2006, n° 71, p. 308 – plus nuancé, v. Cass. com., 6 déc. 2005, n° 04-16809 : BJB mai 2006, n° 72, p. 311, note Le Bars B., qui admet que l'expérience acquise après l'ouverture du compte peut être prise en compte, à condition qu'elle soit antérieure à l'apparition des pertes – ; dans le même sens, v. Cass. com., 17 nov. 2015, n° 14-18673, PB ; selon CA Paris, 8 févr. 2007 : BJB mai 2007, n° 74, p. 399, s'agissant d'un opérateur profane, l'obligation d'information et de mise en garde doit être délivrée à la date de la signature de la convention de compte (à propos de pertes essuyées lors de « ventes à découvert » ; montant de la condamnation de la banque : 130 576,24 \_).

333 –

Cass. com., 8 juill. 2003 : Bull. civ. IV, n° 118 ; v. Rapp. Cass. 2003, p. 395 ; l'arrêt Borja, Cass. com. 14 janv. 2003, n° 99-20872, est évoqué, le rédacteur de la rubrique le décrivant comme une « apparence de confirmation » d'une partie de la doctrine affirmant que le donneur d'ordre néophyte peut se prévaloir de la violation de la réglementation de la couverture au titre de l'obligation d'information, mais il n'y a aucun mot sur l'arrêt Sepeau, n° 01-17710.

334 –

Cass. com., 14 déc. 2004, n° 02-13638 : Bull. civ. IV, n° 221 ; BJB févr. 2005, n° 39, p. 168, note Goutay P. ; D. 2005, p. 495, obs. Avena-Robardet V.

335 –

V. Rapp. Cass. 2004, p. 262.

336 –

Cass. com., 14 juin 2005, n° 04-14072 : BJB juill. 2005, n° 116, p. 438, note Ruet L.

337 –

Cass. com., 31 janv. 2006, n° 04-18920 : Bull. civ. IV, n° 19 ; Dr. sociétés 2006, comm. 94, obs. Bonneau T.

338 –

Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-10761 : Bull. civ. IV, n° 42 ; LPA 5 juin 2008, p. 9, note Ruet L. ; Dr. sociétés 2008, comm. 7, obs. Bonneau T. – v. aussi Cass. com., 14 déc. 2010, n° 09-72521 : BJB avr. 2011, n° 124, p. 275, note Ruet L., arrêt qui affirme que la liquidation d'office des positions découvertes est une obligation de résultat.

339 –

V. en ce sens, nos analyses, sous Cass. com., 9 nov. 2010, n° 09-71065 : BJB févr. 2011, n° 51, p. 102 : le paramètre, en l'espèce, n'est pas le caractère averti ou profane du donneur d'ordre (critère subjectif tourné vers la personne), mais le caractère intrinséquement spéculatif (critère objectif tourné vers l'acte).

340 –

Cass. com., 18 sept. 2007, n° 06-14673 : Bull. civ. IV, n° 196 ; LPA 11 janv. 2008, p. 4.

341 –

Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-10761 : Bull. civ. IV, n° 42 ; LPA 5 juin 2008, p. 9, note Ruet L. ; Dr. sociétés 2008, comm. 7, obs. Bonneau T.

342 –

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 – Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103 : Bull. civ. IV, n° 207 ; BJB avr. 2012, n° 81, p. 164, note Riassetto I. ; sur cet arrêt très important, 116 ; Cass. com., 17 nov. 2015 (cassation), n° 14-18673, PB : BJB févr. 2016, n° 113c3, p. 57, note Torck S.

343 –

Cass. com., 7 oct. 2008, n° 07-17067 : BJB avr. 2009, n° 19, p. 130, note Robine D. – Cass. com., 22 mai 2012, n° 11-17936 : Bull. civ. IV, n° 105 ; BJB sept. 2012, n° 146, p. 344, note Ruet L.

344 –

Combinaison des arrêts du 22 mai 2012 : BJB sept. 2012, n° 146, p. 344, note Ruet L. – Cass. com., 26 juin 2012, n° 11-11450 : BJB oct. 2012, n° 183, p. 421, note Ruet L. – dans le même sens, v. Cass. com., 11 sept. 2012, n° 11-22999, inédit, au titre de la contractualisation – dans le même sens, Cass. com., 26 mars 2013, n° 12-13631 : Bull. civ. IV, n° 46 ; BJB juin 2013, n° 104, p. 285, note Ruet L. – Cass. com., 9 juill. 2013, nos 12-21415 et 12-20691 : BJB nov. 2013, n° 110n6, p. 531, note Ruet L. – Cass. com., 13 mai 2014, n° 09-13805 : Bull. civ. IV, n° 83.

345 –

Comportement révélé par les études expérimentales de Staw B. M. en 1976, Knee-deep in the big muddy : a study of escalating commitment to a chosen course of action, Organizational Behavior and Human Performance, 16,27-44 ; sur la comparaison avec la responsabilité de l'intermédiaire en matière de warrants, v. notre note sous Cass. com., 4 nov. 2014 : BJB févr. 2015, n° 112b4, p. 85 ; dans le même sens, v. Cass. com., 17 nov. 2015, n° 14-18673, PB : BJB févr. 2016, n° 113c3, p. 57, note Torck S.

346 –

Par le passé, la jurisprudence a pu paraître d'autant plus critiquable que sous l'empire de l'article 69 du décret du 7 octobre 1890, l'intermédiaire n'avait pas d'obligation de procéder à la liquidation d'office, mais restait libre d'en user lorsqu'il l'estimait nécessaire au vu de la situation de son client, de sorte qu'on érigeait en faute l'exercice d'une faculté reconnue par les textes, 104 ! Cette difficulté n'existe plus actuellement, puisque l'intermédiaire a bien l'obligation de procéder à la liquidation des positions non couvertes, passé le délai de régularisation.

347 –

Ce qu'ont fait d'ailleurs, avec raison, compte tenu des prémisses, la 1<sup>re</sup> chambre civile et la chambre commerciale dans leurs arrêts : Cass. 1<sup>re</sup> civ., 26 nov. 1975, n° 74-12896 : JCP G 1976, II 18391 et 18405 bis, obs. Boitard M. – Cass. com., 10 mai 1977, n° 75-15798 : Bull. civ. IV, n° 129 ; D. 1978, IR, p. 228, obs. Vasseur M. ; JCP G 1979, II 19080, obs. Boitard M.

348 –

V. dans le même sens, Storck M., « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme » : D. 1992, Chron., p. 71, pour fonder l'interdiction de toute facilité de caisse ; comp. avec Nussenbaum M., « La gestion financière due à la spéculation ou à l'absence de couverture », RJ com. 2000, n° spéc., p. 59, sur la faute de gestion due à la spéculation à découvert.

349 –

Sur le rappel de l'évolution historique, v. Bienvenu-Perrot A., « Règlement mensuel MONEP », JCI. Commercial, fasc. 313, nos 3 et s. L'évolution a trouvé son aboutissement avec C. mon. fin., art. L. 432-20 anc., qui pose le principe de la validité des transactions sur les instruments financiers à terme, « pour autant que leur cause et leur objet sont licites. » La règle figure maintenant à l'article L. 211-35 du Code monétaire et financier (Ord. n° 2009-15, 8 janv. 2009), qui a supprimé les restrictions visant la cause et l'objet, ce que nous trouvons regrettable. En effet, les formes les plus destructrices de la spéculation à effet de levier sont pleinement validées, de manière irresponsable, en pleine crise financière. Le texte énonce : « Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent de contrats financiers, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence. »

350 –

Grâce à ce mécanisme, le donneur d'ordre peut vendre ce qu'il n'a pas, et acheter sans détenir les fonds correspondants, dans des proportions considérables, à seule fin de spéculer à très court terme, la spéculation étant de surcroît renforcée par la cotation en continu. Comp. avec

Couret A., « Le cadre juridique des techniques de couverture des risques des opérations de marché », Banque et droit n° 38, nov.-déc. 1994, p. 11, spéc. p. 13. En droit civil, la vente de la chose d'autrui est frappée de nullité relative (C. civ., art. 1599). Pour les contrats financiers portant sur des indices, la spéculation est encore accrue, pour devenir effrénée, la terminologie de « vente » ou « d'achat » masquant à peine la nature juridique de pari de ces contrats ; v. Castres Saint-Martin-Drummond F., « Le contrat comme instrument financier », in Mélanges F. Terré, 1999, Dalloz, p. 661, n° 8.

351 –

Contra, v. des décisions déjà anciennes, qui considéraient que la carence de la société de bourse était la seule cause de l'apparition du débit du compte du client, ce qui est inexact : CA Paris, 5 oct. 1990 : D. 1990, IR, p. 271 – CA Paris, 18 déc. 1990 : D. 1991, IR, p. 78 – CA Paris, 24 juin 1991 : D. 1991, IR, p. 209.

352 –

Sur la démonstration, v. note sous Cass. com., 6 mai 1996, n° 93-13292 : BJB sept. 1996, n° 81, p. 523 ; v. aussi Ruet L., « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », BJB nov. 2000, n° 109, p. 521, sur les conséquences possibles de la modification du régime de la couverture sur la responsabilité des intermédiaires ; dans le même sens, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, 2001, Paris 2, nos 115 et s. Les nullités, en droit civil, ne sont pas textuelles, mais en principe virtuelles ; et il est parfaitement possible de cumuler action en nullité et action en responsabilité délictuelle, lorsque le prononcé de la nullité fait apparaître des conséquences préjudiciables ; v. Guelfucci-Thibierge C., Nullité, restitutions et responsabilité, thèse, 1992, LGDJ, nos 623 et s. Comp. avec CA Paris, 10 juin 1992 : D. 1993, p. 83 : la responsabilité de l'intermédiaire est retenue, du fait qu'il a accepté d'enregistrer des ordres passés ab initio à découvert sur le MATIF, alors qu'il aurait dû les refuser ; l'arrêt ne raisonne qu'en termes de responsabilité (condamnation à 75 MF), et non de nullité.

V. aussi Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, n° 1295, qui propose, dans l'hypothèse où l'ordre n'aurait pas été enregistré à la suite d'une erreur, que le donneur d'ordre dispose d'une action en responsabilité délictuelle à l'encontre de l'adhérent fautif afin de réparer le préjudice subi en relation avec la nullité de l'ordre.

353 –

Comp. : Cass. crim., 5 mars 1998, n° 96-85122 : Rev. sociétés 1998, p. 413, note Bouloc B. ; RTD com. 1998, p. 892, obs. Rontchevsky N.

354 –

Le montant de l'indemnisation serait donc un pourcentage de l'aggravation des pertes entre le moment où la couverture aurait dû être appelée et le moment où elle a effectivement été appelée, pourcentage fixé en évaluant la probabilité qu'avait le donneur d'ordre de pouvoir régulariser sa situation en un jour.

355 –

V. aussi Rev. CMF nov. 2000, p. 17, qui considère que le durcissement des sanctions est possible en cas de non-respect du régime de la couverture en matière d'OSRD ; on ne voit pas quelle autre forme que la nullité pourrait revêtir le durcissement des sanctions.

356 –

CA Paris, 14 mai 2004 : BJB juin 2004, n° 155, p. 795, note Ruet L.

357 –

Contra : refusant la nullité de l'ordre irrégulier en présence d'un opérateur averti, en dépit de l'exigence du caractère préalable de la couverture imposée par la décision générale du CMF n° 2000-04, v. CA Paris, 13 févr. 2004 : BJB mai 2004, n° 61, p. 280, note Robine D. ; Dr. sociétés 2004, obs. Bonneau T. – et CA Paris, 10 juin 2005 : RTD com. 2005, p. 560, obs. M. S., rendu en matière de gestion de fait : aucun préjudice indemnisable, alors même que les fautes sont établies, tant que le client n'a pas vendu les titres.

358 –

Cass. com., 7 oct. 2008, n° 07-17067 : BJB avr. 2009, n° 19, p. 130, note Robine D.

359 –

Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10103 : Bull. civ. IV, n° 207 ; BJB avr. 2012, n° 81, p. 164, note Riassetto I.

360 –

Mécanisme qui favorise aussi la mauvaise foi de certains donneurs d'ordre, qui spéculent à découvert à très court terme, en sachant pertinemment qu'ils sont dans l'impossibilité de fournir la couverture, et qui viennent reprocher à leur intermédiaire, en cas de déconvenue liée à l'évolution du marché, la liquidation de leurs positions, qu'elle ait été effectuée dans les délais ou avec retard, afin de ne pas payer leurs dettes ! Parallèlement, certains donneurs d'ordre, entendant spéculer à découvert, fragmentent leurs ordres (exemple : un ordre d'achat à découvert portant sur telle valeur pour 150 000 €, étant précisé que le donneur sait qu'il sera défaillant avant l'échéance parce qu'il ne dispose pas de la couverture requise), sur une ou deux séances de bourse, en s'adressant par téléphone à plusieurs interlocuteurs différents du même prestataire habilité ; en agissant de la sorte, ils contournent

délibérément l'obstacle des conventions télématiques qui refusent la saisie des ordres électroniques non couverts, et cherchent à se jouer des procédures de filtrage des ordres excessifs ou aberrants, en mettant à leur profit l'absence de couverture initiale des ordres passés par téléphone. De telles situations, favorisant la mauvaise foi, ne sont pas des hypothèses d'école et sont rendues possibles par l'état actuel de la réglementation relative à la couverture. Cependant, les procédures de filtrage des ordres doivent, selon la réglementation, déjouer de telles manœuvres ; 126.

361 –

Elle n'aurait d'ailleurs rien de très nouveau : l'ancien règlement CRBF n° 87-09, du 22 juillet 1987, 066, la prévoyait déjà. Ce texte est considéré comme caduc par Essombère-Moussio J.-J., « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », in Mélanges AEDBF-France, Revue Banque, 1999, p. 191, en raison des dispositions du règlement général du CMF, puis du règlement général de l'AMF.

362 –

Cass. com., 14 janv. 2003, n° 99-20872 : BJB mai 2003, n° 44, p. 254, note Ruet L.

363 –

Pour le droit américain, et la décision de la SEC du 19 septembre 2008 : BJB déc. 2008, n° 65, p. 526. Sur le nouveau dispositif, issu de la loi RBF n° 2010-1249, du 22 octobre 2010, et la déclaration des positions courtes, 082.

*(nota bene : les notes 31 et suivantes reproduites ici viennent de la partie 3 de l'ancien plan)*

31 –

Pour une critique de cette interdiction qui est contournée par la pratique des allers et retours sur options, v. Bonneau T., « Matif », Rép. sociétés Dalloz, n° 131.

32 –

Sur la question de la justesse du prix et les fonctions du droit, v. notre article « Les quatre fonctions du prix », LPA 21 juill. 2005, p. 4, et notre livre, La vérité sur l'effondrement de la bourse, 2007, Mare et Martin.

33 –

Sur la qualification v. supra 020 052.

34 –

V. de Vauplane H., « Responsabilité civile des intermédiaires », Dr. sociétés 1999, chron. 21. Dans certaines circonstances, l'exécution de

l'ordre fait l'objet d'une garantie spécifique, l'engagement de ducroire, qui a pour objet la garantie de la livraison et du paiement des instruments financiers 104. Lorsque cet engagement existe, la jurisprudence en déduit logiquement que les obligations du prestataire ne sont achevées, s'agissant d'opérations à terme, qu'à la date de liquidation de l'opération – v. CA Paris, 9 avr. 1996, Ollivier : Dr. sociétés 1996, comm. 219, obs. Hovasse H. ; Dr. fisc. 1996, comm. 771. Lorsque le ducroire fait défaut parce que la cession est directe 104, son absence ne fait pas obstacle à la mise en cause de la responsabilité du prestataire lorsque celui-ci a accepté un mandat de compensation (le prestataire ne doit payer qu'après s'être assuré que les titres ont bien été livrés) et l'a mal exécuté – CA Paris, 29 sept. 1995, Winterthur : Dr. sociétés 1996, comm. 46, obs. Hovasse H.

35 –

Ce que Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1998, Litec, nos 23 et s., analyse en une double obligation de faire et de ne pas faire ; v. RM Euronext, 22 févr. 2010, art. 4201. En cas d'annulation de l'ordre consécutive à l'annulation des cotations décidée par Euronext, la responsabilité de l'intermédiaire ayant correctement exécuté l'ordre ne saurait être établie ; v. TGI Paris, 19 juin 1992 : Banque et droit n° 27, janv.-févr. 1993, p. 32, note Peltier F.

36 –

V. Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554 : Bull. civ. IV, n° 69 ; BJB juin 2008, n° 26, p. 232, note Robine D., arrêt de cassation condamnant la BNP-Paribas, coutumière de tels manquements ; sur le placement forcé en 2005 des titres EDF par la Société générale et BNPP, et leur condamnation par l'AMF, v. Sanct. AMF, 11 sept. 2008 : BJB févr. 2009, n° 6, p. 38, note Merville A.-D.

37 –

V. CE, 22 juin 2006, n° 293625, Global Equities : BJB janv. 2007, n° 5, p. 62, note Riassetto I.

38 –

RM Euronext, en vigueur le 14 avril 2003. Pour de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 2e éd., 1998, Litec, n° 540, la présentation de l'ordre au marché doit être immédiate ; v. CA Rennes, 1er juill. 1997, Arouette : Ingénierie patrimoniale mars-avr. 1998, p. 14, n° 5, obs. Lucas F.-X. : responsabilité d'une trésorerie générale, teneur de compte-titres, à raison du retard avec lequel un ordre d'achat au mieux a été exécuté, de la non-exécution d'un ordre d'annulation ultérieur, et du défaut de réponse, dans un délai utile, à la réclamation régulièrement émise par le donneur d'ordre à la réception des avis d'opéré. La violation de cette règle est de nature à justifier le prononcé

de sanctions disciplinaires ; v. CE, 9 avr. 1999 : RTD com. 1999, p. 721, obs. Goyet C.

39 –

Pour les ordres passés via Internet, l'article 321-64 du règlement général de l'AMF énonce, d'une part, que le prestataire ayant pris en compte l'ordre transmis, doit inviter son client à confirmer son propre accord, et, de l'autre, que cette confirmation fait que le prestataire assume la responsabilité de la bonne exécution de l'ordre, mention devant en être donnée dans la convention de service.

40 –

CA Versailles, 23 sept. 1993, BICS : JCP E 1994, I, p. 359, obs. Gavalda C. et Stoufflet J. ; Gaz. Pal. Rec. 1994, 1, somm., p. 175. Dans cette affaire, l'intermédiaire affirmait dans ses documents publicitaires qu'il traitait les ordres dans les quatre minutes !

41 –

CA Besançon, 4 févr. 1994, Bastien : D. 1995, somm., p. 197, obs. Bon-Garcin I. ; Dr. sociétés 1994, comm. 124, obs. Hovasse H.

42 –

Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. & patr. janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 51 ; dans le même sens, v. D. 1995, somm., p. 197, obs. Bon-Garcin I., qui propose parallèlement de distinguer l'obligation de diligence de l'obligation d'exécuter les instructions du donneur d'ordre, cet auteur ramenant l'obligation de diligence à l'obligation d'exécuter au mieux. V. aussi Essombè Moussio J.-J., « La responsabilité des gestionnaires de portefeuilles », Dr. & patr. juill.-août 1996, p. 38 et s., spéc. p. 42, pour qui l'obligation est de résultat lorsque « le dénouement relève de la pure technique », et de citer en ce sens Cass. 1<sup>re</sup> civ., 22 mars 1977, n° 75-11030, Cts Vuarier : Bull. civ. I, p. 110 ; JCP G 1979, II, 19118 ; D. 1977, IR, p. 401, obs. Vasseur M. ; RTD com. 1977, p. 566, obs. Cabrillac M. et Rives-Lange J.-L. En revanche, l'obligation pour le prestataire de rechercher un acquéreur pour la cession d'un bloc d'actions n'est qu'une obligation de moyens ; v. Cass. com., 7 oct. 1997, n° 95-15270, Société vitrénienne d'abattage : Bull. civ. IV, n° 243 ; Banque et droit n° 56, nov.-déc. 1997, p. 34, obs. de Vauplane H. ; Dr. sociétés 1998, comm. 35, obs. Hovasse H. Comp. avec l'introduction en bourse : la banque ITM n'a pas le droit de refuser de transmettre à la société émettrice une offre de souscription ; v. CA Paris, 18 juin 2004 : Dr. sociétés 2005, comm. p. 35, note Bonneau T.

43 –

Dans le même sens, sur l'absence d'aléa, v. obs. sous CA Besançon, 4 févr. 1994, Bastien : D. 1995, somm., p. 197, obs. Bon-Garcin I.



44 –

Du moins lorsque l'ordre a un libellé réglementé ; pour les ordres au libellé non réglementé, la COB refusait le plus souvent de donner suite aux réclamations des clients, même lorsque le prestataire avait accepté l'ordre, n'y voyant qu'une simple obligation de moyens ; v. pour la non-exécution d'un ordre lié, par exemple : Bull. COB n° 274, nov. 1993, p. 22.

45 –

V. Bréhier B., « Marchés réglementés, MTF : la best execution », BJB sept. 2007, n° 132, p. 602.

46 –

Dans cette dernière hypothèse, v. Riassetto I. et Storck M., « Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille », BJB févr. 2008, n° 9, p. 90.

47 –

V. Sanct. AMF, 25 janv. 2007, Soc. Etc Pollack : BJB nov. 2007, n° 159, p. 741.

48 –

V. sur ce thème, par exemple, Schmidt D., « Les conflits d'intérêts dans les opérations de marché », BJB déc. 2008, n° 69, p. 547.

49 –

V. CA Versailles, 3 juill. 2015, n° 14/01335 : BJB mars 2016, n° 113e1, p. 92, note Daigre J.-J. et de Vauplane H. : avant la MIF 1, le service de négociation pour compte propre était exempté de l'obligation d'agir au mieux des intérêts de la contrepartie dès lors qu'il ne s'agissait pas d'un ordre client ; avec MIF 1, l'exemption ne vaut que pour les clients professionnels, sous la même réserve.

50 –

Rev. AMF, nov. 2007, p. 73 : RD bancaire et fin. n° 2, mars-avr. 2008, p. 42, obs. Muller A.-C.

51 –

BJB mai 2013, n° 84, p. 228 et la note.

52 –

Bossin J.-M. et de Lambilly G., « Le mandat de gestion de portefeuille individuel et la responsabilité des intermédiaires », Banque et droit n° 59, mai-juin 1998, p. 3 et s., spéc. p. 6, « pendant le fonctionnement du compte, le teneur de compte n'a pas à s'immiscer dans la gestion qui est par essence discrétionnaire, ni à rechercher la raison des opérations financières », sauf surveillance particulière imposée par la loi (ex. : lutte contre le blanchiment d'argent sale) ; v. aussi Martin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. VII, 3e éd., 1991, n° 723 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la

bourse, 1994, Litec, n° 279 ; Leborgne A., « Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier » : RTD com. 1995, p. 261 et s., spéc. p. 267 ; J.-J. Essombè Moussio, « La responsabilité des gestionnaires de portefeuilles », Dr. & patr. juill.-août 1996, p. 39.

53 –

En cas de suspension de la valeur objet de l'ordre, l'ancien article 321-94 du règlement général de l'AMF prévoyait que : « Le prestataire habilité attire l'attention de son client quand ce dernier lui transmet un ordre portant sur un instrument financier dont la négociation sur un marché réglementé est suspendue, pour exécution hors de ce marché » ; ce texte a été supprimé, et l'actuel article 514-3 du règlement général de l'AMF renvoie ces questions aux règles de marché ; v. CA Paris, 7 janv. 2003 : Banque et droit n° 91, sept.-oct. 2003, n° 91, p. 48, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H., jugé que les attentats du 11 septembre 2001 ne sont pas un cas de force majeure justifiant le refus de passation d'un ordre, même sur le MONEP. Sur les cas de suspension, EO100.

54 –

Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554 : Bull. civ. IV, n° 69 ; LPA 29 avr. 2009, p. 13 ; dans cette hypothèse, plus radicalement, l'ordre est nul sur le fondement de l'article 1998 du Code civil.

55 –

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. 1re civ., 4 mai 1999, n° 97-11703, Mme Ray-Barman : Bull. civ. I, p. 95 ; BJB janv. 2000, n° 6, p. 43, note Ruet L., où nous avons vu dans cet arrêt un exemple de l'interdiction de se contredire au détriment d'autrui ; sur ce principe et ses rapports avec l'estoppel, v. le colloque, Mme Béhar-Touchais (dir.), L'interdiction de se contredire au détriment d'autrui, 2001, Economica ; JCP G, 1999, IV 2124.

56 –

Même en présence d'un mandat de gestion, le gérant doit exécuter les ordres de bourse ponctuels que lui transmet son client ; v. Cass. 1re civ., 19 mars 1996, n° 94-14934, Mori c/ GP Finance : Bull. civ. I, p. 98 ; BJB sept. 1996, n° 79, p. 507, note Ruet L. – Cass. 1re civ., 16 févr. 1999, n° 96-21069, Épx Martin-Ruiz : Dr. sociétés 1999, comm. 63, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse mai-juin 1999, p. 101, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. – Le droit positif admet parfaitement une telle superposition, même en présence d'une gestion de fait ou tacite ; v. par exemple, CA Paris, 2 oct. 2001 : RTD com. 2002, p. 130,

obs. M. Storck. Comp. avec le nantissement d'assurance-vie : en l'absence de clause expresse contraire, le titulaire du contrat conserve la libre administration de ses avoirs, et la banque n'est pas en droit de s'opposer à l'exécution de l'ordre transmis ; v. Cass. com., 12 juill. 2005, n° 04-10214 : D. 2005, p. 2142, obs. Delpech X.

57 –

CA Paris, 13 oct. 1995, Bossard : BJB janv. 1996, n° 4, p. 27, note Lesguillier G., responsabilité de la société de bourse qui, en l'absence de mandat de gestion, mène des opérations à terme à partir du compte de dépôt d'un opérateur non averti – et aussi CA Paris, 10 avr. 1995, Mekercke : BJB juill. 1995, n° 55, p. 310, note Essombè Moussio J.-J.

58 –

Cass. 1<sup>re</sup> civ., 19 mars 1996, n° 94-14934, Mori c/ GP Finance : Bull. civ. I, p. 98 ; BJB sept. 1996, n° 79, p. 507, note 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 » – v. aussi Cass. com., 26 avr. 1994, n° 91-18137, Thabuis : BJB juill. 1994, n° 71, p. 391 – Cass. com., 12 janv. 1999, n° 96-11026, Moritz : Bull. civ. IV, n° 7 ; BJB mai 1999, n° 61, p. 262, note Noémie S. : responsabilité du banquier qui ne respecte pas le principe de non-ingérence, et accepte une OPE sans avoir obtenu l'accord du client, les règles de la gestion d'affaire étant écartées ; LPA 4 mars 1999, p. 11, note L. C. ; JCP G 1999, IV, 1384 ; JCP G 1999, II, 10070, obs. B. Petit ; Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 30, obs. de Vauplane H. – v. égal. CA Paris, 19 févr. 2002, Devico : BJB mai 2002, n° 45, p. 211, note Ruet L. En présence d'une simple convention de dépôt de titres, le banquier n'a pas d'obligation particulière d'information ni de mise en garde envers son client sur les événements affectant la vie de la société émettrice, à propos d'Eurotunnel – v. Cass. com., 19 févr. 2008, n° 06-18762 : RD bancaire et fin. mai-juin 2008, comm. 92, obs. Muller A.-C. ; Dr. sociétés 2008, comm. 189, obs. Bonneau T.

59 –

Même arrêt ; v. aussi Cass. 1<sup>re</sup> civ., 16 févr. 1999, n° 96-21069, Épx Martin-Ruiz : Dr. sociétés 1999, comm. 63, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse mai-juin 1999, p. 101, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A., s'agissant d'ordres de bourse ponctuels donnés par le mandant alors que les parties étaient liées par un mandat de gestion

(dans cette affaire, le pourvoi du mandant a été jugé abusif). La solution s'explique par l'aléa inhérent à la bourse et aux pronostics boursiers : la sécurité juridique commande d'exclure la mise en cause de la responsabilité du prestataire qui a exécuté correctement un ordre de bourse, quelles que soient l'évolution ultérieure de la valeur objet de l'ordre (sur un jour, une semaine, un mois, un an ?), et les recommandations émises sur cette valeur par le prestataire, dès lors que ces recommandations étaient raisonnables lors de leur émission (le cas de la dégringolade d'Alcatel de près de 40 % le 17 septembre 1998 en constitue un bon exemple : plusieurs analystes recommandaient cette valeur à l'achat dans les jours qui précédaient !).

60 –

CA Paris, 19 mars 1999, Sennely : BJB juill. 1999, n° 84, p. 369, note Noémie S. – TGI Paris, 17 nov. 1999, Mme Bernard : le mandataire n'était pas un professionnel.

61 –

Sur la situation voisine, quoique différente, où le portefeuille fait l'objet d'un mandat de gestion confié à un professionnel, et où la jurisprudence refuse de retenir la responsabilité du teneur de compte pour défaut de contrôle de la régularité des ordres transmis aux termes du mandat de gestion, 034. Dans le même sens, mais à propos de l'obligation d'information et de conseil appliquée aux achats à terme effectués sans couverture préalable, v. CA Versailles, 18 juin 1999, Flick : BJB nov. 1999, n° 126, p. 611, note Noémie S. Il faudrait donc distinguer selon que le mandataire est ou non un établissement professionnel, l'hypothèse de la conformité de l'ordre au mandat de celle de la prise de risque excessive par le mandataire, et l'exécution de l'obligation d'information et de conseil, y compris dans son application aux appels de couverture.

62 –

V. Cass. com., 5 oct. 2004, n° 02-19851 : BJB févr. 2005, n° 40, p. 174, note Le Bars B.

63 –

V. Cass. com., 14 juin 2005, n° 02-17131 : BJB sept. 2005, n° 142, p. 561, note Riassetto I.

64 –

Bézar P. et Robert M.-C., « Bourse de valeurs », Rép. com. Dalloz, n° 451 ; EO100-060.

65 –

Cette question ne se pose pas pour les ordres avec limite de prix, le franchissement de la limite entraînant l'exécution automatique de l'ordre, sans aucun pouvoir d'appréciation du prestataire ; elle ne se

pose pas non plus pour les ordres sans limite de prix et dont l'exécution ne peut être partielle (ordre à tout prix), car, dans cette hypothèse, le donneur d'ordre a accepté par avance que l'exécution de l'ordre puisse comporter un décalage de cours, préjudiciable à ses intérêts.

66 –

Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. & patr. janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 52.

67 –

V. Sanct. AMF 2e sect., 16 oct. 2008 : BJB avr. 2009, n° 17, p. 115, note Tchotourian I.

68 –

Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 25.

69 –

Cass. com., 6 juill. 1964 : Bull. civ. IV, n° 350 ; Cass. com., 4 juill. 1995, n° 93-14044, Banque Leu : BJB nov. 1995, n° 87, p. 497, note Ruet L. ; Banque et droit n° 45, janv.-févr. 1996, p. 22, obs. Peltier F. et de Vauplane H. ; en matière de mandat de gestion de portefeuille, v. Cass. 1re civ., 16 févr. 1999, n° 96-21069, Épx Martin-Ruiz : Dr. sociétés 1999, comm. 63, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse n° 73, mai-juin 1999, p. 101, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A., le client ayant donné des instructions de vente, et le mandataire en ayant étalé la réalisation sur trois mois, pour permettre au mandant de bénéficier, a priori, de la hausse continue des marchés depuis plus de deux ans, alors qu'au milieu de cette période, survint le krach de 1987. La responsabilité du gérant est écartée, d'autant que les instructions de vente n'étaient pas précises, constituant donc un ordre à appréciation. On soulignera aussi que le pourvoi du mandant a été jugé abusif.

70 –

v. CE, 13 juill. 2006 : BJB nov. 2006, n° 164, p. 743, note Guyomar M., qui désavoue sur ce point le CMF.

71 –

Le transmetteur d'ordres non membre du marché (INM) doit établir deux conventions conformes aux modèles approuvés, l'une avec chaque donneur d'ordre, l'autre avec le membre du marché. De même, dans le cas où le membre du marché exerce l'activité de négociateur (activité pour compte de tiers) sans être compensateur, il doit établir une convention avec l'adhérent compensateur, qui a notamment pour objet de fixer leurs responsabilités respectives envers le donneur d'ordre ; v. Neuville S. , « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74. La convention doit notamment prévoir les responsabilités de chacune des parties dans la mise en œuvre des procédures de contrôle et de filtrage

des ordres et les conditions dans lesquelles les appels de marge sont effectués auprès des donneurs d'ordre.

72 –

CA Paris, 3 déc. 1991, Seroussi : JCP E 1992, I 164, spéc. n° 22, obs. Viandier A. ; D. 1992, IR, p. 74 – pour la même solution quant à la responsabilité des différents intermédiaires, v. aussi en matière de gestion de portefeuille, mais sur le fondement de Règl. Cie agents de change, art. 220 ancien, texte aujourd'hui abrogé, Cass. com., 13 juin 1995, n° 93-17982, Nemegyei : 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, note Storck M. – v. Cass. 1re civ., 28 mars 1995, n° 93-10894, Artaud : Bull. civ. I, p. 104 ; JCP G 1995, IV 1316 : dans cet arrêt, la Cour de cassation admet que la faute de chacun des intermédiaires les oblige à la réparation de « l'intégralité » de « l'entier dommage ». S'ils sont codébiteurs, les différents intermédiaires sont donc tenus solidairement, et non in solidum, la solidarité passive se présument entre commerçants (v. Cass. com., 16 janv. 1990, n° 88-16265 : JCP G 1991, II 21748, obs. Hannoun C. : la solidarité s'attache de plein droit à l'obligation de nature commerciale).

73 –

de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 3e éd., 2001, Litec, n° 914.

74 –

En droit commun de la responsabilité civile délictuelle, Viney G. souhaite, sur le fondement de C. civ., art. 1384, al. 1er, anc., un élargissement des cas dans lesquels la responsabilité pour faute personnelle à l'occasion d'un dommage causé par autrui se transformerait en responsabilité pour autrui, totalement affranchie de l'existence d'une faute personnelle ; v. JCP G 1999, I, chron. n° 147, spéc. nos 7 à 9.

75 –

Sur lequel, v. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 3e éd., 2001, Litec, n° 88.

76 –

Comp. avec le mandat de gestion, où le mandataire peut déléguer la gestion à un sous-mandataire, tout en restant responsable à l'égard du client, dès lors que ce dernier n'a pas ratifié ou autorisé la délégation de pouvoirs ; v. 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. ; Contrats, conc. consom. 1998, comm. 42, note Leveneur L. ; Dr. sociétés 1998, comm. 49, obs. Hovasse H. ; RD bancaire et bourse n° 66, mars-avr. 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 n° 68, juill.-août 1998, p. 148, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; 030 pour un état de la jurisprudence contrasté.

77 –

V. CA Paris, 5 mars 2004 : BJB juill. 2004, n° 86, p. 445, note critique Bonneau T., affaire où le transmetteur d'ordre, dépourvu d'agrément, était le mandataire à la fois des investisseurs et de la société de bourse ; v. pour une hypothèse similaire – défaut d'agrément – avec une solution similaire, CA Paris, 19 oct. 2004 : BJB févr. 2005, n° 38, p. 161, note Bonneau T.

78 –

Hovasse H., « Tenue de compte-conservation », Dr. sociétés 1999, comm. 43 et sociétés 1999, comm. 82 ; RD bancaire et bourse n° 72, mars-avr. 1999, p. 73, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 34, obs. de Vauplane H. ; Goutay P., « La tenue de compte-conservation d'instruments financiers », BJB mai 1999, n° 59, p. 241.

79 –

V. D. 2009, p. 78.

80 –

Règl. Cie des agents de change, art. 220 ancien ; sur ce texte, v. Storck M., « Contrat de gestion de portefeuille », J.-Cl. Banque et crédit, fasc. 2210, n° 20 ; cette solution a été approuvée par Hovasse H., note sous CA Pau, 14 janv. 1993 : Dr. sociétés 1994, comm., p. 22, et par Storck M., note sous Cass. com., 13 juin 1995, n° 93-17982, Nemegyei : Bull. civ. IV, n° 173 ; JCP G 1995, II 22501.

81 –

V. AMF, règl. gèn., art. 322-39, relatif à l'aménagement des relations avec d'autres prestataires.

82 –

CA Paris, 14 déc. 1998, Épx Kogler : BJB mars 1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. – V. aussi CA Paris, 10 déc. 2001 : BJB mars 2002, n° 26, p. 103, note Ruet L. et CA Paris, 13 sept. 2002 : BJB janv. 2003, n° 4, p. 31, note Ruet L.

83 –

V. CA Paris, 8 avr. 2009 : BJB mai 2009, n° 28, p. 191, note Riassetto I. et Prüm A. V. aussi Karlin M., « Responsabilité des teneurs de compte conservateurs », RD bancaire et fin. mars-avr. 2010, p. 29.

84 –

Sur le détail duquel, v. par ex. Goutay P., « Le nouveau cadre juridique des dépositaires », in Mélanges AEDBF, t. VI, 2013, p. 245 ; pour le

droit français, v. not. les articles L. 214-10 du Code monétaire et financier et 323-2 du règlement général de l'AMF.

85 –

V. Cons. const., 31 juill. 2015, n° 2015-479 QPC et Cons. const., 22 janv. 2016, n° 2015-517 QPC : D. 2016, p. 1346, note Girard B.

86 –

La mauvaise exécution de l'ordre peut tenir soit au retard dans l'exécution, soit au non respect des instructions précises du donneur d'ordre (exemple : limite de cours, durée de validité, etc.), soit à son inexécution, alors qu'au jour de la transmission de l'ordre, il existait une contrepartie rendant possible son exécution. De manière générale, v. Spitz N., La réparation des préjudices boursiers, Pietrancosta A. (préf.), 2010, Revue Banque éd.

87 –

Autant cette affirmation est admissible lorsque les pertes sont relatives (v. CA Paris, 5 juin 1998, Warter : BJB sept. 1998, n° 134, p. 619, note Morgan de Rivery-Guillaud A.-M. ; D. 1999, somm., p. 252 et 253, obs. Bon-Garcin I.), autant elle est critiquable lorsque les pertes portent sur la totalité des fonds confiés ; pour un mandat de gestion, v. CA Paris, 14 déc. 1998, Épx Kogler : BJB mars 1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. – CA Paris, 10 déc. 2001 : BJB mars 2002, n° 26, p. 103, note Ruet L. – et CA Paris, 13 sept. 2002 : BJB janv. 2003, n° 4, p. 31, note Ruet L.

88 –

Bull. COB n° 278, mars 1994, p. 51 : le prestataire procède « alors soit par le rachat des titres sur le marché en prenant à sa charge la différence entre le cours d'exécution et le cours limite fixé par le donneur d'ordre, s'il s'agit d'un ordre d'achat, soit en procédant à la vente des titres et en rétrocédant lors de la régularisation une somme égale à la différence entre le cours de vente et le cours coté le jour de la transmission de l'ordre, s'il s'agit d'un ordre de vente » ; dans le même sens, v. CA Besançon, 4 févr. 1994, Bastien : D. 1995, somm., p. 197, obs. Bon-Garcin I. ; Dr. sociétés 1994, comm. 124, obs. Hovasse H. ; Vigneron B., « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la Bourse ? », Dr. & patr. janv. 1997, p. 48 et s., spéc. p. 56. La COB (Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 27) conseille aussi de dénouer immédiatement l'ordre mal exécuté en passant un ordre inverse, puis de réclamer le remboursement de la perte éventuelle.

Comp. avec l'indemnisation du client dans le cadre d'un mandat de gestion mal exécuté : le client ne peut prétendre à la réparation du dommage résultant de la perte d'une chance de valoriser son portefeuille en fonction de l'évolution de l'indice CAC 40 ; v. CA Paris, 27 janv. 1998, de Blegiers : BJB mai 1998, n° 64, p. 245, note Essombè



Moussio J.-J. ; Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs. Lucas F.-X. – CA Paris, 19 mai 1998, Riant : RTD com. 1998, p. 893, obs. Storck M. et, même affaire, Cass. com., 6 juin 2001, n° 98-18886 : BJB nov. 2001, n° 96, p. 591, note Ruet L. et erratum : BJB févr. 2002, p. 31, n° 6, p. 31 (en réalité, cet arrêt indemnise en totalité le montant des pertes, et même un peu plus). Il n'a droit à la réparation que de la perte d'une chance de trouver un meilleur placement (v. CA Paris, 4 mars 1997, Bouznah : RD bancaire et bourse janv.-févr. 1998, p. 16, obs. M. Germain et Frison-Roche M.-A.. Contra, admettant la réparation du préjudice en fonction de l'évolution du CAC 40, CA Paris, 11 janv. 2002, Agliany : BJB mai 2002, n° 44, p. 206, note Ruet L. – lorsque le portefeuille est diversifié et composé de valeurs étrangères, le client a droit à au moins la moitié de l'évolution du CAC 40 : v. CA Douai, 28 nov. 2002 : Banque et droit n° 93, janv.-févr. 2004, p. 35, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.). Depuis, la cour d'appel de Paris a considérablement durci sa position – v. CA Paris, 14 mai 2004, Gratade : BJB juin 2004, n° 155, p. 795, note Ruet L. : le client a droit à la totalité de la moins-value en présence de fautes du prestataire, alors même qu'il possède toujours les titres en portefeuille – v. aussi CA Paris, 11 mai 2006 : BJB juill. 2006, p. 483, n° 105, note Ruet L., qui indemnise le préjudice à hauteur de 111 %. Contra CA Paris, 10 juin 2005 : RTD com. 2005, p. 560, obs. Storck M., rendu en matière de gestion de fait : aucun préjudice indemnisable, alors même que les fautes sont établies, tant que le client n'a pas vendu les titres. Dans un arrêt postérieur du 11 octobre 2007 : BJB févr. 2008, jur., p. 72, la cour d'appel de Paris a jugé de manière nuancée et convaincante que l'obtention de résultats inférieurs à ceux de l'indice boursier par le gérant peut compléter une démonstration du caractère fautif de la gestion effectuée, mais ne peut, seule, caractériser cette faute, particulièrement lorsque le mandat de gestion est profilé dynamique.

89 –

Cass. com., 1er févr. 1994, n° 91-19823, Brackers de Hugo : BJB mars 1994, n° 22, p. 131, note Essombè Moussio J.-J. ; D. 1994, jur., p. 424, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I 399, spéc. 25, obs. Viandier A. ; Dr. sociétés 1994, comm. 103, obs. Hovasse H. ; Rev. sociétés 1994, p. 758, note Grua F. – v. aussi CA Paris, 14 mai 2004, Gratade : BJB juin 2004, n° 155, p. 795, note Ruet L.

90 –

Selon Hovasse H., depuis que la chambre commerciale (Cass. 1re civ., 12 nov. 1998, n° 96-18041, Malet : Bull. civ. I, p. 217 ; Dr. sociétés 1999, comm. 17, obs. Hovasse H.), a reconnu la notion d'universalité de portefeuille appliquée à l'usufruit, c'est au seul usufruitier que le

teneur de compte devrait représenter l'ordre de bourse, de sorte que, sauf exception (demande de l'usufruitier ou du juge que le nu-proprétaire soit informé par le prestataire), le teneur de compte ne serait tenu « d'aucune obligation directe à l'égard du nu-proprétaire » ; en revanche, le nu-proprétaire est en droit d'obtenir toutes informations utiles sur la gestion du portefeuille, au besoin en justice ; même affaire, v. CA Toulouse, 15 mai 2000 : Dr. famille 2001, comm. p. 14, obs. D. Fiorina, cette décision se montrant sévère envers les obligations de l'usufruitier ; sur l'information du nu-proprétaire, v. D. Fiorina, note sous Cass. 1re civ., 12 nov. 1998, Malet, n° 96-18041 : Bull. civ. I, p. 217 ; D. cah. dr. aff. 1999, jur. p. 633 ; sur le pourvoi rejeté contre CA Toulouse, 15 mai 2000, v. Cass. 1re civ., 3 déc. 2002, n° 00-17870 : JCP G 2003, II, 10158, note S. Piédelièvre ; D. 2003, jur. p. 2495, note Fiorina D.

91 –

Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 424 : « ... le donneur d'ordre est en droit d'être informé au fur et à mesure de la réalisation de ses instructions ». Lorsque les ordres sont transmis via Internet, l'article 314-63 du règlement général de l'AMF énonce que le prestataire doit offrir à son client le choix de la forme du compte rendu, soit par courrier, soit par avis et relevé de comptes adressés via Internet (hypothèse qui doit être prévue de surcroît dans la convention de service et d'ouverture de compte). L'un semble être exclusif de l'autre, ce que l'on peut regretter ; v. Ruet L., « La réglementation de l'utilisation d'Internet dans la passation des ordres de bourse », Comm. com. électr. 2000.

En droit commun, l'obligation de reddition de compte est posée par C. civ., art. 1993.

92 –

Ce délai est de 24 heures, et son point de départ est le suivant : le prestataire doit adresser à son client l'information avant la fin du jour ouvré suivant le jour où il a lui-même été informé des conditions de l'exécution de l'ordre.

93 –

Hovasse H., « Tenue de compte-conservation », Dr. sociétés 1999, comm. 43 et 82 ; v. aussi RD bancaire et bourse n° 72, mars-avr. 1999, p. 73, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 34, de Vauplane H. ; Goutay P., « La tenue de compte-conservation d'instruments financiers », BJB mai 1999, n° 59, p. 241.

94 –

L'article 322-13 du règlement général de l'AMF énonce que l'avis d'opéré mentionne le détail des frais ou commissions perçus par les prestataires en jeu et le teneur de compte conservateur. Le détail du compte rendu de l'exécution de l'ordre est également visé aux articles 314-86 et suivants.

95 –

Jugé à propos d'une affaire aux faits complexes : Cass. com., 7 avr. 1998, n° 94-17026, de Piédoue d'Héritot c/ GPK et Dean Witter Reynolds Inc. : BJB juill. 1998, n° 90, p. 495, note Le Cannu P.

96 –

AMF, règl. gén., art. 321-39. Sur les ordres maison, (EO110-054 et s.).

97 –

Pour des ordres au prix du marché portant par exemple sur des valeurs du CAC 40, l'exécution a lieu pratiquement dans la seconde qui suit le clic sur la touche envoi.

98 –

CA Paris, 10 juin 1992, Cogema : D. 1993, jur., p. 83 : responsabilité du teneur de compte du fait du retard constaté dans l'envoi des relevés mensuels, alors que chaque avis d'opéré était régulièrement envoyé, car seul le relevé mensuel peut « permettre d'apprécier le résultat global des opérations effectuées ».

99 –

CA Paris, 10 juin 1992, Cogema : D. 1993, jur., p. 83 : les erreurs matérielles étaient importantes, les relevés présentant pour un montant créditeur des soldes en réalité débiteurs.

100 –

CA Rennes, 1er juill. 1997, Arouette : Ingénierie patrimoniale mars-avr. 1998, p. 14, n° 5, obs. Lucas F.-X. : responsabilité d'une trésorerie générale, teneur de compte-titres, à raison notamment du défaut de réponse, dans un délai utile, à la réclamation régulièrement émise par le donneur d'ordre à la réception des avis d'opéré ; de manière plus générale, v. Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, nos 483 et 484.

101 –

Grua F., Contrats bancaires. Contrats de services, t. I, 1990, Economica, n° 15 ; CA Paris, 15 juin 1988, Épx Deutsch : D. 1988, IR, p. 210 : la cour d'appel rejette la demande en paiement de la banque, qui n'établissait pas l'envoi de l'avis d'opéré, alors que le client contestait l'avoir reçu.

102 –

Cass. 2e civ., 12 mai 1986, n° 85-11157 : Bull. civ. II, p. 51 – Cass. 2e civ., 8 févr. 1989, n° 87-14525 : Bull. civ. II, p. 20 – Cass. 1re civ., 10

déc. 1996, n° 94-17317 : D. 1998, jur., p. 117, note Choisez S. – 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, p. 178, note Bonneau T. ; JCP G 1998, II 10097, note Grynbaum L. (en matière de télécopie) – Cass. 1re civ., 28 mars 2000, n° 97-18028 : Bull. civ. I, p. 71 ; D. cah. dr. aff. 2000, AJ, p. 276, obs. Faddoul J. (en matière de télécopie contestée) ; . Catala P. et Gautier P.-Y., « L'audace technologique à la Cour de cassation : vers la libération de la preuve contractuelle », JCP G 1998, 21-22, act. ; Le Bars T., « La théorie du fait constant », JCP G 1999, I 178 ; apparemment en retrait, v. Cass. 1re civ., 18 avr. 2000, n° 97-20809 : D. 2000, IR, p. 142 : l'absence de démenti ne vaut pas reconnaissance du fait affirmé ; en réalité, dans cette affaire, les faits affirmés et non démentis ne l'avaient pas été dans les conclusions des avocats, mais dans les relations extra et anté-judiciaires des parties au procès. Il est bien certain que le fait de ne pas répondre à une lettre en dehors de tout procès ne saurait valoir acceptation des affirmations contenues dans la lettre ! La Cour de cassation a nettement renouvelé la mise à l'écart de la théorie du fait constant dans un arrêt postérieur – v. Cass. 1re civ., 24 mai 2007, n° 06-18218 : Bull. civ. I, n° 209 ; D. 2007, p. 1667.

103 –

CA Paris, 14 déc. 1998, Épx Kogler : BJB mars 1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. : le client prétendait n'avoir pas reçu les documents nécessaires à son information alors que, d'un côté, aucune réclamation n'avait été formée pendant la plus grande partie des relations contractuelles et que, de l'autre, le client avait expressément reconnu « avoir effectivement reçu à peu près normalement les avis d'opéré dûs à chaque opération affectant la situation du compte ».

104 –

La charge de la preuve de l'envoi de la lettre pèse sur son émetteur, non sur son destinataire (la solution inverse reviendrait à faire peser sur le prétendu destinataire de la lettre la preuve d'un fait négatif, pratiquement impossible à rapporter) ; v. très nettement en ce sens, CA Paris, 24 sept. 1993, Abdallah : D. 1995, jur., p. 1, note Gavalda C. : dans cette affaire, l'AFB refusait à un déposant de la Lebanese Arab Bank, en dépôt de bilan, le bénéfice du mécanisme de solidarité, au motif que le client n'avait pas réagi dans le délai visé par la lettre l'informant de l'existence de ce mécanisme ; la cour d'appel de Paris donna tort à l'AFB pour plusieurs raisons, notamment la suivante : l'AFB ne contestait pas qu'aucune des lettres n'avait été envoyée en recommandé simple ou avec accusé de réception, et elle ne pouvait justifier que M. Abdallah avait effectivement eu connaissance du

contenu des lettres adressées de la sorte, fait que ce dernier contestait précisément. La Cour de cassation a néanmoins fortement tempéré cette règle en décidant que la banque n'a pas à prouver que le destinataire a effectivement reçu le courrier, même lorsque ce dernier ne reconnaît pas l'avoir reçu ; v. Cass. com., 26 juin 2001, n° 98-13629 : JCP G II, n° 10043, note F.-X. Licari, en matière de preuve de l'exécution de l'obligation d'information de la caution par la banque. Il suffit que la banque prouve qu'elle a bien envoyé la lettre, la Cour de cassation admettant l'utilisation de présomptions pour ce faire. Sur la portée de la LRAR lorsque le destinataire ne l'a pas retirée, v. Djigo A., « Brèves réflexions sur la lettre recommandée », LPA 1er mars 1999, p. 5 ; Leborgne A., « De quelques difficultés pour interrompre et faire courir les délais de procédure », Dr. & patr. janv. 2000, p. 78. Selon Cass. 2e civ., 10 mars 2005, arrêt PBRI, n° 03-11033, la date de réception d'une LRAR est celle qui est apposée par l'administration des postes lors de la remise de la lettre à son destinataire, et non lors de la présentation, conformément à l'article 669 du CPC. Et selon Cass. 1re civ., 17 janv. 2008, n° 06-14380 : Bull. civ. I, p.11 ; (D. 2008, p. 488), le non-respect de la forme recommandée avec AR constitue un simple vice de forme, et non un vice de fond ; rapp. de Cass. ch. mixte, 7 juill. 2006, n° 03-20026 : D. 2006, p. 1984 ; RTD civ. 2006, p. 820, obs. Perrot R.

\_ 105 –

CA Paris, 14 déc. 1998, Épx Kogler : BJB mars1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. : utilisant le critère de la vraisemblance, les juges admettent, sans motif dubitatif, que les documents litigieux avaient bien été envoyés, à partir du fait établi que le prestataire avait confié à d'autres prestataires de services le soin d'établir l'ensemble des documents d'information concernant chaque client. Comp. avec CA Paris, 18 mars 1991, Muntz : Rev. sociétés 1991, p. 554, note Le Cannu P., qui écarte du débat les copies d'états informatiques produites par l'intermédiaire. L'explication 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 l'interdiction de se forger une preuve à soi-même, v. par exemple : Cass. com., 9 nov. 1993 : Contrats, conc. consom. 1994, comm. 1, obs. Leveneur L. ; Cass. 1re civ., 2 avr. 1996, n° 93-17181, Bekkrar : Bull. civ. I, p. 119 ; 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, p. 152 ; Contrats, conc. consom. 1998, comm. 141, obs.

Leveneur L. ; 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.

106 –

Cass. 1re civ., 8 nov. 1989, n° 86-16196, Credicas : Bull. civ. I, p. 230 ; D. 1990, jur., p. 369, note Gavalda C. ; JCP G 1990, II 21576, obs. Virassamy G. ; RTD com. 1990, p. 79, obs. Cabrillac M. et Teyssié B. ; D. 1991, somm., p. 38, obs. Vasseur M. ; sur les liens entre charge de la preuve et convention des parties, v. aussi Ruet L., « Quelques remarques sur l'office du juge et la preuve en droit commercial », RTD com. 1991, p. 151, spéc. nos 44 et s.

107 –

Cass. com., 26 mars 1996, n° 94-12797, Molusson : BJB sept. 1996, n° 80, p. 514, note Ruet L. ; Dr. sociétés 1996, comm. 115, obs. Hovasse H. – CA Paris, 5 juin 1998, Warter : BJB sept. 1998, n° 134, p. 619, note Morgan de Rivery-Guillaud A.-M. ; D. 1999, somm., p. 252, obs. Bon-Garcin I. La solution avait déjà été posée, mais de manière moins précise s'agissant de la durée de prescription (l'arrêt n'abordait pas la difficulté), par Cass. com., 13 juin 1995, n° 93-17982, Nemegyei : 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. L'arrêt Nemegyei du 13 juin 1995 a eu aussi les honneurs du Rapp. C. cass. 1995, p. 289, La Documentation française : le silence du client ne lui interdit pas, « pendant le délai de prescription, de contester la qualité de l'exécution du mandat qu'il a confié à l'opérateur en bourse ». Plus nuancé, v. Cass. com., 24 févr. 1998, n° 95-11987, Drouillot : Banque et droit n° 58, mars-avr. 1998, p. 30, obs. de Vauplane H. : la réception de nombreux avis d'opérations en bourse et relevés de comptes et la continuation des relations de comptes courants sans protestation contre le contenu des écritures sont des éléments suffisants pour admettre l'existence et l'exécution d'ordres de bourse ; l'arrêt signifie en réalité que le client n'a pas réussi à détruire la présomption attachée au silence gardé à la réception des avis d'opéré. Comp. avec le droit bancaire : le silence du client à la réception d'un relevé de compte ne saurait valoir acceptation du taux d'intérêt appliqué – Cass. com., 10 févr. 1998, n° 96-11241, Sté Goujet : Bull. civ. IV, n° 63 ; JCP G 1998, IV 1711 ; Banque avr. 1998, p. 80, obs. Guillot J.-L. ; RTD com. 1998, p. 394, obs. Cabrillac M. ; cet arrêt énonce que « si la réception sans protestation ni réserve des avis d'opéré et relevés de compte fait présumer l'existence et l'exécution des opérations, elle n'empêche pas le client pendant le délai convenu ou, à défaut, pendant celui de prescription, de reprocher à celui qui a

effectué ces opérations d'avoir agi sans mandat » (responsabilité de la banque en raison des agissements d'un préposé indélicat ayant effectué plusieurs virements exécutés sur de simples ordres verbaux). En matière bancaire, v. Cass. com., 3 nov. 2004, n° 01-16238 : D. 2004, p. 3063, obs. Avena-Robardet V. ; D. 2005, p. 579, note Naudin E.

108 –

La solution inverse était présentée par le passé comme évidente. V. Leborgne A. qui, en 1995, écrit que le silence du donneur d'ordre à réception des avis a un rôle exonérateur de responsabilité de l'opérateur, le silence à réception valant approbation (« Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier », RTD com. 1995, p. 261 et s., spéc. p. 285) ; Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 27, qui affirme que la jurisprudence et la COB tiennent compte de l'attitude du client à la réception de l'avis d'opéré ; Bull. COB n° 244, févr. 1991, p. 5 : la protestation du client, à peine d'être tardive et sans effet, doit être émise dès qu'il a été en mesure de prendre connaissance de l'ordre mal exécuté ; Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 422 : « Ainsi il est de jurisprudence constante que la réception de l'avis d'opéré par le client sans protestation vaut ratification de l'opération et des conditions dans lesquelles elle a été conclue. » Cette solution était fondée par certains sur les usages commerciaux, boursiers en l'espèce (par exemple : de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit de la bourse, 1994, Litec, n° 280). Or, les usages commerciaux ne lient pas les non-commerçants ; v. Leclercq P., « Opposabilité limitée des usages conventionnels et des conditions générales professionnelles », RJDA 1998/10, chron. p. 783. Le raisonnement a fait long feu. Comp. avec l'analyse, faite en 1990, beaucoup plus mesurée et sceptique envers les intermédiaires, de Grua F., Contrats bancaires. Contrats de services, t.1, 1990, Economica, nos 14 et s.

Certaines décisions considéraient même que l'absence de réaction immédiate à la réception des relevés envoyés en courrier simple était une faute, venant réduire le montant de la réparation due (V. CA Paris, 28 févr. 1994, Épx Viot : BJB mai 1994, n° 46, p. 287, note de Vauplane H. ; D. 1994, jur., p. 365, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I 26, obs. Viandier A.). Une telle qualification est excessive. Elle a d'ailleurs été censurée par la Cour de cassation, en matière de mandat de gestion, à une époque où l'on pouvait essayer de distinguer deux sortes de silence du client (V. Cass. com., 1er févr. 1994, n° 91-19823, Brackers de Hugo : Bull. civ. IV, n° 42 ; BJB mars 1994, n° 22, p. 131, note Essombè Moussio J.-J. ; D. 1994, jur., p. 424, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I, p. 399, n° 25, obs. Viandier A. ; Dr. sociétés

1994, comm. 103, obs. Hovasse H. ; Rev. sociétés 1994, p. 758, note Grua F.).

109 –

Plusieurs auteurs tentent de graduer l'obligation de réaction du client à la réception des avis d'opéré selon qu'il existe ou n'existe pas de mandat de gestion. Alors que dans le premier cas, le donneur d'ordre n'aurait pas à faire preuve de vigilance (V. Cass. com., 1er févr. 1994, n° 91-19823, Brackers de Hugo : BJB mars 1994, n° 22, p. 131, note Essombè Moussio J.-J. ; JCP E 1994, I, p. 399, obs. Viandier A. ; Dr. sociétés 1994, comm. 103, obs. Hovasse H. ; Rev. sociétés 1994, p. 758, note Grua F., et ceci, même si les montants sont anormaux ; récemment, v. CA Versailles, 9 avr. 2004 : BJB juill. 2004, n° 87, p. 453, note Bussière F.), dans le second, la réaction devrait être immédiate (V. par exemple : CA Paris, 28 févr. 1994, Épx Viot : BJB mai 1994, n° 46, p. 287, note de Vauplane H. ; D. 1994, jur., p. 365, note Ducouloux-Favard C. ; JCP E 1994, I, spéc. n° 26, obs. Viandier A. : en dépit de l'établissement de la faute du prestataire, la cour ordonne un partage de responsabilité, en l'absence d'un mandat de gestion, au motif que le client n'avait pas fait preuve de vigilance à la réception des relevés, l'absence de réaction immédiate étant donc qualifiée de faute, ce qui est excessif). Outre que d'autres auteurs la nient pour ne retenir qu'une obligation de réaction immédiate, peu important l'existence d'un mandat de gestion, cette distinction est dorénavant dénuée de portée puisque même pour les ordres de bourse passés sans mandat de gestion, le silence du donneur d'ordre à la réception de l'avis d'opéré ne vaut pas ratification. Il n'y a donc plus deux types de silence de l'épargnant (expression de Ducouloux-Favard C., in D. 1994, jur., p. 424).

110 –

Pour la COB : Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 27, la contestation devait être immédiate, par LRAR.

111 –

V. Cass. com., 26 janv. 2016 (cassation), n° 14-23285, PB, en matière de cautionnement : « Attendu que la clause qui fixe un terme au droit d'agir du créancier institue un délai de forclusion. »

112 –

En revanche, en présence d'un mandat de gestion écrit ou tacite, il appartient au gérant d'établir qu'il n'est pas à l'origine des ordres litigieux, même lorsque le client a gardé le silence à la réception des avis d'opéré ; v. CA Paris, 11 janv. 2002, Agliany : BJB mai 2002, n° 44, p. 206, note Ruet L. ; dans le même sens, v. aussi CA Paris, 24 juin



2003 : Banque et droit n° 93, janv.-févr. 2004, p. 35, obs. Daigre J.-J. et de Vauplane H.

113 –

La jurisprudence paraît dorénavant encline à leur faire produire des effets dans le débat probatoire ; v. par exemple : CA Paris, 31 mars 1998, Brunel : Ingénierie patrimoniale nov.-déc. 1998, p. 14, n° 9, obs. F.-X. L. Sur ce débat EO110-134.

114 –

EO110-134. Paraissait dès lors tout à fait contestable l'affirmation de la COB selon qui la preuve d'un ordre oral ne peut être établie que si l'ordre a immédiatement été confirmé par écrit ; v. Bull. COB n° 287, janv. 1995, p. 27. En réalité, les juges admettent d'ordonner la production des enregistrements téléphoniques tant que le délai de conservation n'est pas expiré. Pour un exemple : T. com. Toulouse, 1er oct. 1998, Ferri SA c/ Portelli, confirmé par CA Toulouse, 6 avr. 2000, même aff. : BJB juill. 2000, n° 71, p. 348, note Ruet L.

115 –

Bruschi M., La prescription en droit de la responsabilité civile, thèse, 1997, Economica, nos 258 et s. ; Cario R., « Les modifications conventionnelles de la prescription extinctive », LPA 6 nov. 1998, p. 9.

116 –

V. nos obs. sous Cass. com., 26 mars 1996, n° 94-12797, Molusson : BJB sept. 1996, n° 80, p. 514, spéc. n° 16.

117 –

Aff. Molusson : BJB sept. 1996, n° 80, p. 514, spéc. nos 13 et s. ; Bruschi M., La prescription en droit de la responsabilité civile, thèse, 1997, Economica, n° 263 ; Cario R., « Les modifications conventionnelles de la prescription extinctive », LPA 6 nov. 1998, p. 9, spéc. p. 15 ; en revanche, s'il s'agit de forclusion contractuelle, les causes d'interruption et de prescription énumérées à l'article 2244 du Code civil ne s'appliquent pas (v. Cass. 3e civ., 31 oct. 2001, n° 99-13004 : Bull. civ. III, p. 90 ; D. 2002, somm., p. 2840, obs. Delebecque P.), l'ancien article 2244 du Code civil n'étant pas d'ordre public (v. Cass. 1re civ., 25 juin 2002, n° 00-14590 : Bull. civ. I, p. 134 ; D. 2003, jur., p. 155, note Stoffel-Munck P.).

La Cour de cassation admet également la possibilité pour les parties de stipuler des clauses de fin de non-recevoir, tant qu'une conciliation, prévue dans la convention, n'a pas eu lieu ; v. Cass. ch. mixte, 14 févr. 2003, n° 00-19423 : D. 2003, p. 602. Dans ce cas, les délais de procédure sont suspendus pendant la procédure de conciliation.

118 –

Pour reprendre le qualificatif célèbre de Carbonnier J., « Notes sur la prescription extinctive », RTD civ. 1952, p. 171 et s., spéc. p. 176, appliqué aux réductions conventionnelles de la prescription extinctive en droit des assurances, avant la loi du 13 juillet 1930 ; le délai incriminé était de six mois ; que dire d'un délai inférieur ou égal à trois mois ! A fortiori d'un délai de... un mois (v. T. civ. Périgueux, 6 juill. 1954 : RTD civ. 1955, p. 330, obs. Mazeaud H. et L.),... huit jours (Cass. com., 17 déc. 1973, n° 72-11017 : Bull. civ. IV, n° 367 ; JCP G 1975, II 17912, obs. Savatier R.).

119 –

La Cour de cassation abandonne à présent au pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond la qualification de lien direct entre l'objet du contrat et l'activité du contractant, de sorte que plusieurs décisions de juges du fond ont appliqué l'ancien article L. 132-1 du Code de la consommation à des professionnels, dès lors que ceux-ci ne sont pas de la même spécialité que celui qui est à l'origine de la clause litigieuse ; pour un exemple très net, v. Cass. 1<sup>re</sup> civ., 1<sup>er</sup> déc. 1998, n° 96-13924, Bouchard : Bull. civ. I, p. 235 ; D. affaires 1999, p. 117, obs. Rondey C. : bénéficie de l'ancien article L. 121-22 du Code de la consommation (démarchage à domicile) le professionnel démarché (un kinésithérapeute) pour la « vente » d'un logiciel de comptabilité professionnelle. Cette jurisprudence, appliquée aux ordres de bourse, amène à conclure que les donneurs d'ordre, simples particuliers et personnes morales (pour l'application du droit de la consommation aux personnes morales lorsque les règles ne sont pas expressément réservées aux personnes physiques, v. Calais-Auloy J. et Steinmetz F., Droit de la consommation, 4<sup>e</sup> éd., 1996, Dalloz, n° 4 ; D. 2000, somm., p. 40, obs. Pizzio J.-P. – comp. avec CA Paris, 17 mai 1999 : D. cah. dr. aff. 1999, p. 66 : exclusion des personnes morales de la protection accordée aux consommateurs en matière de démarchage, l'article L. 121-22 du Code de la consommation visant le domicile des personnes physiques ; en revanche, les juges paraissent disposés à protéger les personnes morales profanes, en matière d'investissement financier, de la même manière que le public – v. CA Paris, 14 sept. 1999 : BJB mai 2000, n° 55, p. 267, note Mousseron P.) exerçant une activité économique mais non professionnelle des marchés financiers ont droit à la protection instaurée au profit du public pour les placements qu'elles effectuent en produits financiers contrôlés par la COB, doivent bénéficier de l'article L. 132-1 du Code de la consommation, excepté le cas où le donneur d'ordre serait lui-même un prestataire agréé. La modification de l'article L. 132-1 du Code de la consommation par l'ordonnance n° 2001-741 du 23 août 2001

(l'appréciation peut dorénavant porter sur la définition de l'objet principal du contrat ou sur l'adéquation du prix ou de la rémunération lorsque la clause n'est pas rédigée de manière claire ou compréhensible) ne pourra qu'accentuer ce mouvement. Néanmoins, la CJCE a refusé l'application du droit de la consommation aux personnes morales ; v. CJCE, 22 nov. 2001 : D. 2002, somm., p. 90, obs. Rondey C. Par la suite, la Cour de cassation a expressément admis que le droit interne de la consommation pouvait protéger les personnes morales – v. Cass. 1<sup>re</sup> civ., 15 mars 2005, n° 02-13285 : LPA 12 mai 2005, p. 12, note D. Bert ; JCP E 2005, 179, II 10114, note Paisant G. ; D. 2005, p. 887, obs. Rondey C.

120 –

Sur les clauses de différend et les clauses abusives, v. Bruschi M., La prescription en droit de la responsabilité civile, thèse, 1997, Economica, nos 258 et s. ; Cario R., « Les modifications conventionnelles de la prescription extinctive », LPA 6 nov. 1998, p. 9, le caractère abusif de telles clauses est manifeste, lorsque le délai est trop bref ; v. égal. L. n° 95-96, 1<sup>er</sup> févr. 1995, annexes, b) et q).

121 –

V. Cass. com., 26 janv. 2016 (cassation), n° 14-23285, PB, en matière de cautionnement : « Attendu que la clause qui fixe un terme au droit d'agir du créancier institue un délai de forclusion ».

122 –

Comp. avec les critiques vigoureuses et justes de Cabrillac M., obs. sous Cass. com., 10 févr. 1998, n° 96-11241, Sté Goujet : Bull. civ. IV, n° 63 ; RTD com. 1998, p. 394 : « Admettre, au motif que le silence vaut approbation, que, après l'expiration du délai, le titulaire du compte ne puisse plus exciper d'un vice de l'ordre reviendrait à ériger ce délai en délai préfix ; or, il ne semble pas que le concours des volontés individuelles puisse créer un délai de cette nature et encore moins lui assigner une durée aussi brève [un mois, parfois moins] que celle qu'a adoptée la pratique bancaire » ; sur la notion, v. Lagarde X., « Qu'est-ce qu'une clause abusive ? », JCP E 2006, I 110.

123 –

V. TGI Paris, 9 nov. 2005 : D. 2006, p. 295.

124 –

V. Cass. 2<sup>e</sup> civ., 13 juill. 2006, n° 05-18104 : D. 2006, p. 2848, note de Lamoureux M.

125 –

Sur l'application de l'exception de nullité, perpétuelle, v. Storck M., « Le silence du client après réception d'un avis d'opéré portant sur des opérations de bourse », RD bancaire et bourse n° 29, janv.-févr. 1992,

p. 12. La Cour de cassation a même jugé que l'exception de nullité peut être soulevée par le demandeur à l'instance ; v. Cass. 3e civ., 2 juin 1999, n° 97-19324, Épx Simon : Bull. civ. III, p. 85 ; D. affaires 1999, somm., p. 1067, obs. Y. R. Contra v. Cass. 3e civ., 24 nov. 1999, n° 98-12694 : Bull. civ. III, p. 156 ; D. cah. dr. aff. 2000, AJ, p. 51 ; v. aussi Aubert J.-L., « Brèves réflexions sur le jeu de l'exception de nullité », in Mélanges J. Ghestin, 2001, LGDJ, p. 19. Cependant, on sait que la Cour de cassation limite le jeu de l'exception de nullité au contrat entaché d'une cause de nullité, et non encore exécuté. Si le contrat est déjà exécuté, l'exception de nullité devient inefficace ; pour un exemple en matière de contrat à exécution successive (crédit-bail), v. Cass. 3e civ., 10 mai 2001, n° 99-11762 : Bull. civ. III, p. 48 ; RJDA 2002/4, p. 308, n° 352. En matière de clause de forclusion, la CJCE considère que l'expiration du délai ne dispense pas le juge de constater le caractère abusif de la clause, au besoin d'office, pour la déclarer non-écrite ; v. CJCE, 21 nov. 2002 : JCP G 2002, act. 539 ; D. 2002, jur., p. 3339, note Avena-Robardet V. ; JCP G 2003, II 10082, note Paisant G.

126 –

Sur ce thème, v. I. Riassetto, « L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement », BJB mai 2007, n° 67, p. 322. On rappellera que les clauses limitatives de responsabilité qui ont pour objet l'obligation d'information et de conseil du prestataire sont dénuées de tout effet ; de surcroît, en présence d'une clause ambiguë, le doute doit toujours profiter au consommateur ; v. Cass. 1re civ., 21 janv. 2003, n° 00-13342 : D. 2003, p. 693.

127 –

La notion de clause abusive fait son entrée dans le Code civil, article 1171 ; v. not. Gratton L., « Les clauses abusives en droit commun des contrats », D. 2016, p. 22 ; Lagarde X., « Questions autour de l'article 1171 du Code civil », D. 2016, p. 2174 ; Grimaldi C., « Les limites à la libre détermination du contenu du contrat dans le nouveau droit des contrats », LPA 27 oct. 2016, n° 121f0, p. 6, qui propose la notion d'incombance comme critère de qualification ; et la réforme du Code de la consommation désavoue la Cour de cassation, en décidant que la notion de non-professionnel ne s'applique pas au professionnel agissant, dans le cadre de son activité, en dehors de son domaine de compétence ; v. Ord. n° 2016-301, 14 mars 2016 ; v. Paisant G., « Le "non-professionnel" en quête d'identité (de la Cour de cassation au nouveau Code de la consommation) », LPA 14 avr. 2016, p. 9 ; comp., pour l'apport de la réforme du droit des obligations sur le droit des assurances, Bertrand P., « Réforme du droit des contrats : quel impact sur le contrat d'assurance ? », D. 2016, p. 1156).

128 –

En ce sens, v. CA Paris, 23 sept. 1993, Clamagirand : D. 1995, somm., p. 199, obs. Bon-Garcin I.

129 –

CA Paris, 23 sept. 1993, Clamagirand : D. 1994, somm., p. 213, obs. Delebecque P. ; RTD com. 1994, p. 87, obs. Cabrillac M. et Teyssié B. ; JCP E 1994, I, p. 378, spéc n° 31, obs. Gavalda C. et Stoufflet J. ; D. 1995, somm., p. 199, obs. Bon-Garcin I.

130 –

De sorte qu'il est inutile d'énoncer dans une clause que le gérant n'est pas responsable des aléas de la bourse.

131 –

De manière similaire, en matière de mandat de gestion de portefeuille, v. CA Paris, 7 avr. 1999, Épx Lévy : BJB sept. 1999, n° 93, p. 464, note Riassetto I. : « Si le mandat conclu en l'espèce interdit au mandant toute réclamation en cas de perte, il ne saurait exclure la responsabilité du mandataire en cas de faute prouvée. »

Par la suite, la cour d'appel de Paris s'est montrée plus sévère envers les clients, s'agissant d'un mandat de gestion : le seul constat de la perte de la totalité des fonds confiés, en un laps de temps assez court, ne suffit pas à établir la faute de gestion, et ceci à cause de (ou grâce à ?) l'effet de levier du MONEP ; v. CA Paris, 14 déc. 1998, Épx Kogler : BJB mars 1999, n° 44, p. 153, note Ruet L. Sur ce point, l'arrêt nous paraît critiquable : le motif semble dubitatif, et à la date des faits litigieux, la perte annuelle du CAC 40 n'avait été que de 11,10 %, à rapporter aux 103,81 % de pertes dégagées par le mandataire ! D'ailleurs, la qualité de la gestion de ce dernier n'a sans doute pas été étrangère à sa liquidation judiciaire. Devant de telles décisions, l'intérêt de stipuler une clause limitative de responsabilité se révèle assez vide. Comp. avec CA Paris, 12 juin 1991, Pagliani : D. 1991, jur., p. 591, note D. R. Martin, qui refuse de tenir pour établie la faute du gérant, qui avait promis un rendement de 9,5 %, alors que les rendements obtenus étaient inférieurs, sans être déshonorants, le gérant n'étant tenu que d'une obligation de moyens.

132 –

Cass. com., 22 oct. 1996, n° 93-18632 : Bull. civ. IV, n° 261 ; Defrénois 15 mars 1997, n° 36516, p. 333, obs. approb. Mazeaud D. ; D. 1997, jur., p. 121, note Sériaux A. ; JCP G 1997, II 22881, obs. Cohen D. ; Contrats, conc. consom. 1997, comm. 24, obs. Leveneur L. ; RTD civ. 1998, p. 213, note Molfessis N. ; mais pour la suite surprenante de cette affaire, v. Cass. com., 9 juill. 2002 : D. 2002, jur., p. 2329, note Chevrier E., et somm., p. 2836 obs. Delebecque P. ; JCP E 2002, p.

1923, note Loiseau G. et Billiau M. ; Contrats, conc. consom. 2003, comm. 2, obs. Leveneur L. ; D. 2003, somm., p. 457 obs. Mazeaud D., puis Cass. ch. mixte., 22 avr. 2005 (2 arrêts), nos 02-18326 et 03-14112, rendus sur conclusions non conformes du premier avocat général, R. de Gouttes ; D. 2005, p. 1224, obs. Chevrier E. et p. 1864, note Tosi J.-P. ; JCP E 2005, II 10066, note Loiseau G., arrêts qui font dépendre l'obligation essentielle du régime habituel de la faute lourde. Sur les arrêts Chronopost 1, 2, 3 et 4, v. 2006, p. 717 ; dans Chronopost 4 (Cass. com., 21 févr. 2006, n° 04-20139 : Bull. civ. IV, n° 48) la faute lourde n'est pas la violation d'une obligation essentielle. Chronopost 5 (Cass. com., 30 mai 2006, n° 04-14974 : Bull. civ. IV, n° 132 ; D. 2006, p. 1599 obs. Delpech X.) revient à la première solution, lorsque la clause évasive de responsabilité ne correspond pas au contrat-type établi par décret ; et la Cour de cassation accepte d'appliquer la notion d'obligation essentielle en dehors du contrat de transport ; v. Cass. com., 13 févr. 2007, n° 05-17407 : Bull. civ. IV, n° 43 ; D. 2007, p. 654, obs. X. Delpech, et la Cour de cassation a fini par distinguer faute lourde et manquement essentiel, v. Cass. com., 5 juin 2007, n° 06-14832 : Bull. civ. IV, n° 157 ; D. 2007, p. 1720, note Delpech X. (le manquement à l'obligation essentielle suffit à paralyser la clause limitative de responsabilité, en matière de contrat de commission de transport non régi par un contrat-type) ; sur les variations entre faute lourde, inexcusable et intentionnelle, v. Mouly J., in D. 2006, p. 2756 ; sur les variations jurisprudentielles en matière d'obligation essentielle, v. Mazeaud D., « Clauses limitatives de réparation : les quatre saisons », D. 2008, p. 1776.

133 –

L'article 314-63 du règlement général de l'AMF, moins détaillé, remplace l'ancien article 321-65, texte qui prévoyait qu'en cas de dysfonctionnement du système de réception d'ordres, le prestataire fait ses meilleurs efforts pour informer les utilisateurs de la nature et de la durée prévisible de la panne, le prestataire devant décrire dans la convention de service les équipements alternatifs mis à la disposition du client en cas d'interruption prolongée du service. Donc le texte envisage expressément la panne du système, sans pour autant que le prestataire en soit rendu responsable, celui-ci n'étant tenu qu'à des obligations de moyens (faire les meilleurs efforts pour... informer le client, prévoir la possibilité de passer les ordres par téléphone, ce que le texte appelle les équipements alternatifs...). Logiquement, la jurisprudence retient la qualification d'obligation de moyens en cas de panne du système informatique de l'entreprise de marche ; v. CA Paris, 13 févr. 2013 : RD bancaire et fin. janv.-févr. 2014, p. 58, obs. Muller

A.-C. La clause qui énonce expressément que le prestataire n'est pas responsable de la rupture temporaire du système télématique correspond donc à l'analyse menée par la Décision CMF, et ne saurait dès lors être qualifiée de clause abusive ; v. aussi Ruet L., « La réglementation de l'utilisation d'Internet dans la passation des ordres de bourse », Comm. com. électr. 2000, chron. 5 ; Dr. sociétés 2000, chron. 12 ; RD bancaire et fin., comm. 3, mai-juin 2000, p. 195 ; pour un exemple en jurisprudence, s'agissant de l'absence de responsabilité de l'entreprise de marché par application d'une clause limitative de responsabilité, en présence d'une panne informatique ayant entraîné un retard de deux heures dans l'enregistrement de l'ordre, v. T. com. Paris, 6 avr. 2001 : RD bancaire et fin., comm. 2, mars-avr. 2002, p. 97, obs. Bonneau T. ; de manière similaire, v. TGI Paris, 29 mars 2002, Harroch : la rupture momentanée du service télématique du prestataire n'engage pas sa responsabilité, le client gardant la possibilité de passer ses ordres par téléphone.

134 –

Sur la garantie de du croire 104. Cette garantie est analysée comme une clause d'aggravation de la responsabilité ; elle est donc incompatible avec des clauses équivoques de responsabilité.

135 –

Pour un exemple, v. CA Metz, 26 nov. 1992, Ruet : Dr. sociétés 1993, comm. 130, obs. Hovasse H.

136 –

En faveur de cette qualification, v. Storck M., « Le silence du client après réception d'un avis d'opéré portant sur des opérations de bourse », RD bancaire et bourse n° 29, janv.-févr. 1992, p. 12 et s.

137 –

Comp. avec Cass. com., 10 févr. 1998, n° 96-11241, Sté Goujet : Bull. civ. IV, n° 63 ; JCP G 1998, IV 1711 ; Banque, avr. 1998, p. 80, obs. Guillot ; RTD com. 1998, p. 394, obs. Cabrillac M. : le silence du client, personne morale, à la réception des avis d'opéré (litige relatif à des ordres de virement) ne saurait purger le vice de fond lié au défaut de pouvoir de celui qui a donné l'ordre.

138 –

V. Cass. com., 12 juill. 2004, n° 03-10547 : D. 2004, p. 2231, obs. Chevrier E. et note Delebecque P. ; JCP E 2005, I 132, obs. Viney G.

139 –

Cass. 1re civ., 23 févr. 1994, n° 92-11378 : Bull. civ. I, n° 76 ; JCP G 1994, I 3809, obs. Viney G. ; D. 1995, jur., p. 214, note Dion N. – Cass. com., 22 oct. 1996, n° 93-18632, aff. Chronopost : Bull. civ. IV, n° 261 ; Defrénois 15 mars 1997, n° 36516, p. 333, obs. approb. Mazeaud D. ;

D. 1997, jur., p. 121, note Sériaux A. ; JCP G 1997, II 22881, obs. Cohen D. ; Contrats, conc. consom. 1997, comm. 24, obs. Leveneur L. ; RTD civ. 1998, p. 213, note Molfessis N. – CA Toulouse, 23 oct. 2001 : LPA 13 mai 2002, p. 12, note Buy F., faisant expressément référence à l'arrêt Chronopost. Comp. avec Bossin J.-M. et de Lambilly G., « Le mandat de gestion de portefeuille individuel et la responsabilité des intermédiaires », Banque et droit n° 59, mai-juin 1998, spéc. p. 8 : « Un gestionnaire ne pourrait se prémunir contre les conséquences du non-respect de son obligation de moyens, car ceci constituerait “une atteinte à l'essence même du contrat” » ; dans le même sens, Crédot F. J. et Gérard Y., in RD bancaire et bourse mars-avr. 1994, p. 79 ; Essombè Moussio J.-J., « La responsabilité des gestionnaires de portefeuilles », Dr. & patr. juill.-août 1996, spéc. p. 42. Mais pour l'arrêt Chronopost, par la suite, la Cour de cassation a refusé que l'obligation essentielle obéisse à un régime particulier au regard de la faute lourde – v. Cass. com., 9 juill. 2002, n° 99-12554 : Bull. civ. IV, n° 121 ; D. 2002, jur., p. 2329, note Chevrier E. et somm., p. 2836, obs. Delebecque P. ; JCP E 2002, 1923, note Loiseau G. et Billiau M. ; Contrats conc. consom. 2003, comm. 2, note Leveneur L. ; D. 2003, somm., p. 457, obs. Mazeaud D. – puis Cass. ch. mixte, 22 avr. 2005 (2 arrêts), nos 02-18326 et 03-14112, rendus sur conclusions non conformes du premier avocat général, R. de Gouttes ; D. 2005, p. 1224, obs. Chevrier E. et p. 1864, note Tosi J.-P. ; JCP E 2005, II 10066, note Loiseau G., arrêts qui font dépendre l'obligation essentielle du régime habituel de la faute lourde.

Dans le prolongement de cette jurisprudence, la Cour de cassation a logiquement jugé que seule est réputée non écrite la clause limitative de réparation qui contredit la portée de l'obligation essentielle souscrite par le débiteur et que la faute lourde ne peut résulter du seul manquement à une obligation contractuelle, fût-elle essentielle, mais doit se déduire de la gravité du comportement du débiteur ; v. Cass. com., 29 juin 2010, n° 09-11841 : Bull. civ. IV, n° 115 ; D. 2010, p. 1707, obs. Delpech X. ; v. aussi Burgard M., « L'avènement de la notion d'obligation essentielle dans le contrat », LPA 22 sept. 2010, p. 7.

140 –

Cass. 1<sup>re</sup> civ., 2 déc. 1997, n° 95-21907, UAP c/ Baudin : D. 1998, somm., p. 200, obs. Mazeaud D. ; JCP G 1998, I 144, spéc. 10 et 11, obs. Viney G. : est inefficace, même entre professionnels, la clause limitative de responsabilité, en présence de la violation d'une condition substantielle de la convention, équipollente à une faute lourde. Est substantielle la condition prévue par une clause expresse de la



convention. Comp. avec Essombè Moussio J.-J., « La responsabilité des gestionnaires de portefeuilles », Dr. & patr. juill.-août 1996, p. 38 et s., pour qui « la jurisprudence a tendance à assimiler la faute professionnelle à la faute lourde, même lorsqu'elle apparaît comme simple ».

141 –

Cass. com., 30 nov. 1982, n° 81-11644 : Bull. civ. IV, n° 391 ; Gaz. Pal. 16 avr. 1983, 1, pan., jur. p. 120 ; dans cette affaire, le délai était de 48 heures.

142 –

V. Castres Saint-Martin-Drummond F., « Le contrat comme instrument financier », in Mélanges en hommage à F. Terré, 1999, Dalloz-Puf-Ed. du Juris-Classeur, p. 661, n° 13, qui ajoute, n° 14 : « En matière financière, l'idée de pérennité du contrat n'a aucun sens. »

143 –

Exemple : pour le contrat indice CAC 40, il faut multiplier la variation de l'indice par 200, de sorte que les gains ou les pertes peuvent être considérables d'un jour à l'autre (le chiffre de 200 correspond aux palliers en francs).

144 –

V. instruction Euronext n° 4-01 système NSC, point 2-10. La possibilité d'inverser les positions initialement prises est maintenue dans le cadre de l'OSRD ; v. le guide de présentation diffusé par ParisbourseSBF SA : « l'investisseur individuel, pendant le même mois, peut faire plusieurs opérations d'achat ou de vente avec SRD sur les mêmes titres. Seul le solde de ces opérations sera réglé et livré à la fin du mois ».

145 –

Sur la « déconnexion » qui permet le débouclage de l'ordre sans avoir à obtenir l'accord du cocontractant, v. Riassetto I., « Contrats à terme fermes et options ».

146 –

Règles Clearnet, 16 mars 2009, art. 3-3-1-6. On distingue les options à l'euro-pennenne, ne pouvant être exercées qu'à l'échéance, et les options à l'américaine, pouvant être exercées à tout moment jusqu'à l'échéance ; Hovasse H., « Le MONEP », J.-Cl. Banque et Crédit, fasc. 1710, n° 98 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, n° 636.

147 –

Règles Clearnet, 16 mars 2009, art. 3-3-1-6.

148 –

Venant ainsi codifier un usage boursier admis par la jurisprudence ; v. par ex. CA Paris, 22 févr. 1993, Mercadal : Dr. sociétés 1993, comm. 150, obs. Hovasse H.

149 –

Pour le règlement mensuel, le jour de liquidation correspond au 6<sup>e</sup> jour de bourse précédant la fin du mois civil ; avec le SRD, ce n'est plus le 6<sup>e</sup> jour, mais le 5<sup>e</sup>. La phase de liquidation va du jour de liquidation à la dernière bourse du mois. (Bienvenu-Perrot A., « Règlement mensuel. MONEP », JCl. Commercial, fasc. 313, n° 44).

150 –

Mais les délais des opérations de règlement-livraison sont plus importants, de sorte que, pour l'instant, la concomitance n'est pas assurée entre la date du transfert de propriété et la date des opérations de règlement-livraison. Il faut donc distinguer les dates des opérations de règlement-livraison entre les adhérents, ainsi qu'entre les adhérents et les intermédiaires collecteurs d'ordres [soit J+3 pour les achats et ventes au comptant, et L+5 pour les opérations à RM et SRD], des dates d'inscription des opérations sur les comptes des donneurs d'ordre ; v. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2<sup>e</sup> éd., 1998, Litec, n° 611.

Entre adhérents à la chambre de compensation, les opérations de règlement des capitaux et de livraison des titres doivent être corrélatives et simultanées ; v. l'article 542-4 du règlement général de l'AMF.

151 –

L'article 570-1 du règlement général de l'AMF dispose : « L'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers, à la date mentionnée à l'article 570-2. » Sauf exceptions, cette date, précise l'article 570-2, intervient au terme d'un délai de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres. Les articles 570-1 et 570-2 du règlement général de l'AMF sont restés inchangés dans la version du règlement général publiée en date du 12 janvier 2011, soit après la loi du 22 octobre 2010, pour la simple raison que selon l'article L. 211-17-1, II, dernier alinéa, la nouvelle date de livraison, soit J<2, ne peut prendre effet qu'à « la date d'entrée en vigueur d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen », soit pas avant 2012 ; selon l'article 3-4-1-13 des règles de fonctionnement Clearnet du 16 mars 2009 : « Le règlement de capitaux et la livraison des instruments financiers, entre les adhérents compensateurs entre eux d'une part, et entre les collecteurs d'ordres et les adhérents compensateurs d'autre part, a lieu dans un délai maximal à partir de la date de la transaction.

Ce délai, qui peut différer selon la nature de la valeur mobilière et la méthode de négociation, est indiqué dans une instruction » ; v. aussi le rapport du groupe de travail présidé par Mme Marie-Ange Debon et M. Jean-Pierre Hellebuyck sur les ventes à découvert du 23 février 2009, et notre article, « Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse », RD bancaire et fin. avr. 2010, p. 33.

152 –

BJB août 2000, n° 82, p. 388.

153 –

V. Bloch P. et de Vauplane H., « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de la Haye », in Mélanges AEDBF IV, 2004, Revue Banque éd., p. 469, nos 56 et s.

154 –

V. Cass. com., 7 déc. 1993, n° 91-22217, Piedoue d'Héritot : Bull. civ. IV, n° 466 ; Rev. sociétés 1994, p. 72, note Chartier Y. : « A légalement justifié sa décision la cour d'appel qui, après avoir exactement énoncé que l'acheteur restait tenu de payer le prix bien que la chose ait été perdue à la seule condition que la perte ne puisse être imputée à la faute du vendeur, retient que le "périssement" de l'objet de la vente, consistant en l'annulation des actions anciennes, n'était pas dû à la faute du vendeur qui avait mis en demeure les acheteurs avant la tenue des assemblées générales ayant décidé de l'augmentation de capital et de l'annulation des actions anciennes. » L'hypothèse concerne par exemple les titres de sociétés qui ne sont pas admis aux cotations. En cas d'annulation de la cession d'actions, les restitutions jouent de manière rétroactive, le juge devant se placer au jour de l'acte annulé ; v. Cass. com., 14 juin 2005, n° 03-12339 : D. 2005, p. 1775, obs. Lienhard A. (jurisprudence constante).

155 –

Sur laquelle EO100-138 ; v. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2 éd., 1998, Litec, n° 76 (implicitement) ; Faugérolas L. et Moser A., « La réforme des cessions de blocs significatifs d'actions cotées », BJB juill. 1998, n° 86, p. 448.

156 –

V. Gissinger P. et Gauvin A., « Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers », RD bancaire et bourse n° 75, sept.-oct. 1999, p. 132, spéc. p. 134 et 135.

157 –

V. AMF, règl. gèn., art. 560-1 et s. (1er nov. 2007).

158 –

V. Frison-Roche M.-A., « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », Banque et droit n° 41, mai-juin 1995, p. 46 et s. ; Couret A., « De quelques apports conceptuels du droit financier contemporain », in Mélanges en l'honneur de C. Champaud, 1997, Dalloz, p. 195, n° 75.

159 –

Conformément à l'article 22, III, de la loi du 2 juillet 1998, créant un article 32, 16°, de la loi du 2 juillet 1996, devenu l'article L. 621-7 du Code monétaire et financier, il appartient à l'AMF de déterminer les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement-livraison d'instruments financiers et les conditions dans lesquelles il approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes, sans préjudice des compétences de la Banque de France (C. mon. fin., art. L. 141-4) ; v. Goutay P., « La tenue de compte-conservation d'instruments financiers », BJB mai 1999, n° 59, p. 241 ; Hovasse H., « Tenue de compte-conservation », Dr. sociétés 1999, comm. 43 et p. 19 ; RD bancaire et bourse mars-avr. 1999, p. 73, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A. ; Banque et droit mai-juin 1999, p. 34, obs. de Vauplane H. Le gestionnaire d'un système de règlement-livraison doit mettre en œuvre les procédures nécessaires pour assurer l'identité entre le nombre d'instruments financiers correspondant à chaque émission et le nombre d'instruments financiers en circulation. La loi dite Murcef du 11 décembre 2001 a créé un article L. 141-4, II, du Code monétaire et financier qui prévoit la compétence de la Banque de France (dans le cadre des missions du système européen de banques centrales) pour veiller à la sécurité des systèmes de compensation, de règlement et de livraison des instruments financiers, sans préjudice des autres compétences de l'AMF et de la commission bancaire (devenu l'autorité de contrôle prudentiel).

160 –

Dans le même sens, de manière logique, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 307 et s. Pour une réflexion civiliste sur le rôle de la tradition dans le droit de la vente, par rapport au principe du transfert solo consensu, v. Chazal J.-P. et Vicente S., « Le transfert de propriété par l'effet des obligations dans le Code civil », RTD civ. 2000, p. 477.

Une opinion essaye de convaincre le lecteur que l'inscription en compte ne détermine pas la date du transfert de propriété des titres négociés sur un marché réglementé, au motif que le verbe résulter ne signifie pas réaliser ; v. Goutay P., « La dématérialisation des valeurs mobilières », BJS avr. 1999, n° 89, p. 415, spéc. p. 430 à 432 ; de manière similaire, v. Gissinger P. et Gauvin A., « Bréviaire sur le régime

juridique du transfert de propriété d'instruments financiers », RD bancaire et bourse sept.-oct. 1999, p. 132, spéc. p. 135, pour qui résulter devrait être pris dans le sens de constater. Le dictionnaire Le Robert donne comme synonyme du verbe résulter notamment le verbe naître... Sur le rôle de l'inscription en compte, v. Reygrobelle A., « Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés », RTD com. 1999, p. 305 ; sur la maladresse de rédaction des textes si l'on rapproche l'article 47 bis du 3 janv. 1983, devenu l'article L. 211-7 du Code monétaire et financier (L. n° 2009-526, 12 mai 2009 : JO, 13 mai 2009 [c'est l'inscription qui fait le propriétaire] de l'article 11, alinéa 2, du règlement général de Euroclear France Ex Sicovam [c'est la qualité de propriétaire qui permet l'inscription], v. Goutay P., Gissinger P. et Gauvin A., articles précités dans cette note). Si réellement conflit il y avait, on ne peut opposer le texte d'une convention à celui d'une loi impérative ; pour une explication de la différence de régime entre ces textes, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 275 et s.

La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a complété le dispositif par un article L. 211-17-1, qui énonce notamment que « (...) II. En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés au II de l'article L. 211-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription au compte de l'acheteur. Cette inscription a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison lorsque le compte du teneur de compte conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central (...) ».

Pour une étude comparative des droits new-yorkais et anglais, v. Nizard F., « Sécurité financière et transferts de titres en droit anglais et en droit new-yorkais », LPA 21 oct. 2003, p. 7.

\_ 161 –

V. art. 35 MiFIR, et Boucheta H., « MIF II : Les nouvelles bases de la réglementation financière », BJB nov. 2014, n° 111v3, p. 545.

\_ 162 –

RD bancaire et fin. 2015, comm. 109, obs. Bonneau T. ; D. 2015, p. 2145, obs. Synvet H.

\_ 163 –

V. aussi Boucheta H. et Timon M., « L'adhésion aux chambres de compensation face à l'internationalisation des marchés financiers », Banque et droit n° 104, nov.-déc. 2005, p. 9, qui rappellent que les services de compensation, ne constituant pas des services d'investissement, ne bénéficient pas du passeport européen.

164 –

Pour une conclusion identique, mais par un cheminement différent, v. Gissinger P. et Gauvin A., « Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers », RD bancaire et bourse sept.-oct. 1999, p. 132, spéc. p. 134.

165 –

Pour le commentaire de ce texte, dans sa version initiale, issue de l'article 10, II, de la loi du 31 décembre 1993, v. Delleci J.-M., « Le nouveau droit de propriété des titres négociés », JCP E 1994, I 368 ; Gizard B. et de Vauplane H., « Le transfert de propriété des titres cotés », Banque mars 1994, n° 546, p. 66 ; Merkin C. et de Saint Mars B., « Transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières. Le nouvel article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983 », RD bancaire et bourse janv.-févr. 1994, p. 2 ; Peltier F., « Le transfert de propriété des titres sur les marchés réglementés », Banque et droit n° 33, janv.-févr. 1994 ; de Vauplane H., « Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés », Banque et droit n° 35, mai-juin 1994, p. 11 ; de Lapasse P., « Le moment du transfert de propriété lors de la vente des valeurs mobilières et d'autres droits incorporels », Cah. dr. entr. n° 5, 1995, p. 18 ; l'excellent article de MM. Gissinger P. et A. Gauvin, « Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers », RD bancaire et bourse sept.-oct. 1999, p. 132 ; Prieur J. et Bienvenu-Perrot A., « Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers », Droit et patr. mai 2000, p. 79 ; v. aussi Lassalas C., L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, thèse, 1997, LGDJ, nos 646 et s.

166 –

Sur le caractère secondaire de l'inscription en compte s'agissant de la création des valeurs mobilières, v. Le Nabasque H. et Reygrobellet A., « L'inscription en compte des valeurs mobilières », RD bancaire et fin. juill.-août 2000, p. 261.

167 –

AMF, règl. gén., art. 516-1 et 570-1 (1er nov. 2007). V. aussi Goutay P., Le transfert de propriété des titres cotés, thèse, Paris IX, 1997.

Du côté de l'acheteur, dans la période intermédiaire, les titres appartiennent au membre du marché au compte duquel ils sont inscrits, dans l'attente de leur inscription au compte de l'acheteur. En cas de vente, les titres restent la propriété du vendeur, tant qu'ils sont inscrits sur son compte ; v. Bonneau T., « Du règlement mensuel au règlement différé : un mini-séisme », BJB nov. 2000, n° 108, p. 511.

En d'autres termes, sont dissociés : la formation de l'ordre, son exécution, à compter seulement de laquelle les parties sont

définitivement engagées, et le transfert de propriété, qui n'intervient entre les extrêmes à l'ordre qu'à la fin du mois civil (en cas d'opération à terme), à condition que les positions n'aient pas été reportées.

168 –

V. Cass. com., 22 nov. 1988, n° 86-18152, Korzilius : Bull. civ. IV, n° 322 ; Dr. sociétés 1989, comm. 3 – Cass. com., 24 janv. 1989, n° 87-14997, Nortène : Bull. civ. IV, n° 39 ; BJS mars 1989, n° 85, p. 266, note Lepeltier D. – Cass. 1re civ., 16 juill. 1992, n° 90-19107, Desjardins : Bull. civ. I, p. 157 ; Dr. sociétés 1992, p. 18, obs. Hovasse H. ; JCP E 1992, I 218, obs. Viandier A. et Caussain J.-J. ; Banque et droit n° 27, janv.-févr. 1993, p. 22, obs. Peltier F. – Cass. com., 23 nov. 1993, n° 91-19409, Sudotel : Bull. civ. IV, n° 431 ; BJS janv. 1994, n° 18, p. 93, note Lepeltier D. ; LPA 3 mai 1996, p. 9, note Causse H. ; Dr. sociétés 1994, comm. 41, obs. Hovasse H. ; Banque et droit n° 35, mai-juin 1994, p. 20, obs. Peltier F. ; JCP E 1994, IV 293 – Cass. 1re civ., 10 oct. 1995, n° 93-16871, Theiler : Dr. sociétés 1996, comm. 23, obs. Hovasse H. (arrêt relatif aux conditions d'opposabilité aux tiers de la cession).

169 –

Cass. com., 10 juin 1997, n° 95-16235, Aubertin c/ Lepage : Bull. civ. IV, n° 186 ; BJS oct. 1997, n° 311, p. 859, note Daigre J.-J. ; Dr. sociétés 1997, comm. 134, obs. Hovasse H. ; Banque et droit n° 55, sept.-oct. 1997, p. 30, obs. de Vauplane H. ; D. affaires 1997, p. 869 ; D. 1999, p. 89, note Causse H. – Cass. com., 22 oct. 2002, n° 98-22772 : BJB janv. 2003, n° 5, p. 43, note Goutay P. et Luyton E. ; Rev. sociétés 2003, p. 511, note Dubertret M. V. aussi Bouère J.-P. et de Vauplane H., « Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de comptes et son client », BJS juill. 1997, n° 242, p. 617, notamment sur la différence d'analyse entre la première chambre civile (pour laquelle le virement en compte vaut mise en possession, et donc, tradition, donnée primordiale si le litige porte sur un don manuel de titres de capital) et la chambre commerciale (laquelle retient la date de négociation) ; Vidal D., « L'autonomie des titres nominatifs dans le régime de la dématérialisation », Dr. sociétés 1998, comm. 5 ; Le Nabasque H. et Reygrobellet A., « L'inscription en compte des valeurs mobilières », RD bancaire et fin. juill.-août 2000, p. 261 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, nos 42 et 72 et s., sur la date du transfert de propriété ; pour une généralisation du transfert du droit de propriété solo traditione, et non solo consensu, même pour les

actions non cotées, v. Didier P., « Les biens négociables », in Mélanges Y. Guyon, 2003, Dalloz, p. 327.

170 –

Par décret du 14 novembre 1997, conformément à l'article 34 de la loi du 2 juillet 1996, la date de disparition du hors cote ayant été fixée au 2 juillet 1998 ; v. Hovasse H., « Suppression du marché hors cote », RD bancaire et bourse janv.-févr. 1998, p. 1.

171 –

Décret d'application n° 2005-112 du 10 février 2005 : D. 2005, p. 482, obs. Lienhard A.

172 –

C. com., art. L. 228-1, al. 9 : BJB juin 2004, n° 149, p. 689, note Ohl D. et les nombreuses réserves ; v. aussi Grosjean P., « La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété », LPA 16 févr. 2005, p. 7 ; Nizard F., « Le transfert de propriété des valeurs mobilières : une réforme inachevée », Rev. sociétés 2004, p. 619 ; Goutay P., « Le transfert de propriété des instruments financiers : de l'aboutissement d'une réforme décennale », RD bancaire et fin. sept.-oct. 2005, p. 47.

173 –

V. Cass. com., 29 janv. 2008, n° 06-19624 : Bull. civ. IV, n° 17 ; BJB juin 2008, n° 27, p. 238, note Mercier V.

174 –

V. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 275 et s.

175 –

V. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 286 et s.

176 –

Cette date est ainsi postérieure au caractère irrévocable de l'opération, qui concerne les droits de l'intermédiaire. La différence s'explique par le fait qu'autrement, l'intermédiaire n'aurait pas le droit de disposer des titres (C. mon. fin., art. L. 533-7 anc.), puisqu'il agit pour compte de tiers, et non pour compte propre ; v. Goutay P., « Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé... », in Mélanges AEDBF, 1999, Revue Banque éd., p. 217, spéc. p. 226 ; pour une étude détaillée de l'hypothèse, et des différents systèmes (RGV, etc.), v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, n° 307 et s. ; v. aussi la décision du 19 déc. 2001 du CMF relative à RGV 2.

177 –



V. Canu V. et de Saint Mars B., « Intermédiation financière et droit des procédures collectives », RD bancaire et bourse juill.-août 1998, p. 119, spéc. p. 123 ; Goutay P., « Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé... », in Mélanges AEDBF, 1999, Revue Banque éd., p. 217 ; v. aussi Causse H., « Faillite et "dématérialisation" », JCP E 1993, I 269.

178 –

V. Goutay P., « Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé... », in Mélanges AEDBF, 1999, Revue Banque éd., p. 217, spéc. p. 223 et 224. Le dénouement est irrévocable lorsque l'intermédiaire s'est définitivement engagé à payer le prix ou à livrer les instruments financiers. L'article 4-4-3-6 des règles de fonctionnement Clearnet SA du 24 janvier 2001 lie l'irrévocabilité de l'instruction à son enregistrement dans le système de compensation. V. aussi l'article 1-3-2-1 des règles de fonctionnement de Clearnet du 16 mars 2009.

Selon l'article 560-11 du règlement général de l'AMF, les règles de fonctionnement du système de règlement-livraison déterminent les conditions dans lesquelles le dénouement de ces opérations acquiert un caractère irrévocable, conformément à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier, modifié par la loi NRE du 15 mai 2001, et au sens de l'article L. 211-17. V. sur ce point les règles de fonctionnement du système Relit, article 5-1 sur la liste des ordres et instructions considérés comme irrévocables : BJB juin 2001, n° 53, p. 316, v. aussi même revue, pour Relit plus et Relit grande vitesse.

179 –

Sur ces conventions-cadres, v. Bossin J.-M. et Lucas de Leyssac C., « Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société : exception au droit des procédures collectives », D. affaires 1998, p. 1568 ; v. aussi Bonneau T., « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 83, spéc. p. 94, qui montre que ces règles, de nature privée, sont prises pour prévaloir sur des normes publiques ; du même auteur, v. aussi « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », RTD com. 1999, p. 257.

Même en présence d'une convention-cadre, si l'opération effectuée en dehors d'un marché réglementé est appelée à être compensée par Clearnet SA, les règles de fonctionnement de celle-ci se substituent aux dispositions de la convention-cadre dès l'enregistrement de l'opération.

180 –

L'un des enjeux tient à la possibilité, pour l'intermédiaire, de recourir à la pension livrée conservatoire comme mode de financement de

l'opération ; v. Goutay P., « Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé... », in Mélanges AEDBF, 1999, Revue Banque éd., p. 217, spéc. p. 229.

181 –

Goutay P., « Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé... », in Mélanges AEDBF, 1999, Revue Banque éd., p. 217, spéc. p. 229, note 40.

182 –

V. Canu V. et de Saint Mars B., « Intermediation financière et droit des procédures collectives », RD bancaire et bourse juill.-août 1998, p. 119, spéc. p. 123, qui montrent bien le sort « extraordinaire » réservé à certains contractants en matière financière. L'efficacité de ces règles n'est sans doute pas étrangère au succès que rencontre la place de Paris, dont les fonds d'investissement nord-américains ont fait leur destination préférée s'agissant des investissements réalisés en Europe.

183 –

Dans le système Relit, les opérations de règlement-livraison sont irrévocables, v. sur ce point les règles de fonctionnement du système Relit, article 5-1 sur la liste des ordres et instructions considérés comme irrévocables : BJB juin 2001, n° 53, p. 316 ; v. aussi même revue, pour Relit plus et Relit grande vitesse.

184 –

V. C mon. fin., art. L. 330-1, complété par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, et L. 330-2, principe antérieurement limité aux systèmes de règlements interbancaires, puis étendu aux opérations de règlement-livraison par la loi DDOEF n° 98-546 du 2 juillet 1998, texte qui transpose en droit français la directive communautaire n° 98/26/CEE du 19 mai 1998 sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, complétée par la directive n° 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (BJB août 2002, n° 72, p. 368), dont les articles 6 et 10 ont été transposés par un décret du 7 mars 2003 (BJB avr. 2003, n° 27, p. 175), et dont la transposition complète a été faite par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, v. D. 2005, p. 634, modifiant les articles L. 431-7 et suivants du Code monétaire et financier de l'époque ; v. Bloch P., « La directive 98/26/CEE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 49 ; ce qui compte, c'est la date d'introduction des ordres de transfert ; sur cette directive, v. aussi Léguevaques C., « Les apports des nouvelles règles spécifiques sur les faillites des établissements de crédit », LPA 12 déc. 2003, p. 16 ; sur la

transposition, v. Robine D., « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », BJB sept. 2005, n° 139, p. 521.

185 –

C. mon. fin., art. L. 211-36-1 ; C. mon. fin., art. L. 431-7 anc., modifié par la loi NRE du 15 mai 2001, puis par les articles 38 et 39 de la loi du 1er août 2003 dite de sécurité financière pour tenir compte des critiques suscitées par la réforme opérée avec la loi NRE, texte complété par l'ancien article L. 311-4 du Code monétaire et financier relatif à la compensation, et article ancien 521-4 du règlement général de l'AMF ; v. Chvika E., « Du security interest sur les marchés de gré à gré soumis au droit français », BJB janv. 2003, n° 3, p. 16 ; JCP E 2001, 1669, obs. Auckenthaler F. ; RD bancaire et fin. sept.-oct. 2001, p. 311, obs. Roussille M. ; v. aussi Daigre J.-J., « Le domaine matériel de la compensation des dettes et des créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », in Mélanges Y. Guyon, 2003, Dalloz, p. 271.

186 –

V. Louisfert C., « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation-compensation (close-out netting) », BJB nov. 2013, n° 110e3, p. 546.

187 –

Sur laquelle v. Muller A.-C., « Regards sur la directive Résolution n° 2014/59/UE », BJB déc. 2015, n° 112z0, p. 578.

188 –

V. par ex. le titre du Parisien du 22 mars 2015 : « Portugal : les vies brisées des petits épargnants de Banco Espírito Santo ».

189 –

Ancien article L. 431-6 du Code monétaire et financier, texte modifié par l'article 90 de la loi du 25 juin 1999, puis v. article L. 211-10 ; v. Le Nabasque H., « L'adaptation du droit des procédures collectives à la situation des établissements financiers », RD bancaire et bourse sept.-oct. 1999, p. 148 ; v. aussi article L. 440-8 du Code monétaire et financier.

190 –

V. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74.

191 –

Dir. n° 98/26/CEE, 19 mai 1998, art. 2 et 8 ; v. Bloch P., « La directive 98/26/CEE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 49, spéc. p. 69,

et la transposition par la loi NRE n° 2001-420 du 15 mai 2001 ; v. Caillemer du Ferrage A., « Close-out netting & faillites internationales », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2007, p. 99.

192 –

V. Canu V. et de Saint Mars B., « Intermédiation financière et droit des procédures collectives », RD bancaire et bourse juill.-août 1998, p. 119 ; v. aussi Bonneau T., « Le droit des faillites bancaires et financières : état des lieux », RD bancaire et bourse janv.-févr. 1997, p. 2 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, nos 631 et s. ; sur la situation antérieure à la loi n° 99-532 du 2 juillet 1996, v. aussi Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, nos 1349 et s. Enfin, l'article 70 la loi du 25 juin 1999 a ajouté un mécanisme de garantie des titres contre les risques liés à la conservation des instruments financiers (C. mon. fin., art. L. 322-1 et s.), modifié par l'ordonnance du 20 août 2015 ; v. Stoufflet J., « Les systèmes de garantie des épargnants », RD bancaire et bourse sept.-oct. 1999, p. 144.

193 –

Louisfert C., « Les conséquences de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires sur le mécanisme de résiliation-compensation (close-out netting) », BJB nov. 2013, n° 110t3, p. 546.

194 –

Accord du 12 oct. 2014, sur lequel v. Kannan A., in RD bancaire et fin. mai-juin 2015, p. 17.

195 –

Pour leur définition, v. l'article 560-1 (1er nov. 2007) : « Un système de règlement et de livraison d'instruments financiers a pour fonction principale d'assurer le traitement des instructions de ses participants en vue d'opérer, d'une part, la livraison des instruments financiers par le dépositaire central concerné et, d'autre part, s'il y a lieu, le règlement concomitant des espèces correspondantes dans les livres de l'agent de règlement. »

196 –

Sur lequel, v. de manière détaillée, de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, nos 618 et s.

197 –

V. Didier P., Droit commercial : Le marché financier, les groupes de sociétés, t. III, 1993, PUF, p. 221 ; Ripert G. et . Roblot R, Traité de droit commercial, t. II, 16e éd., 2000, LGDJ, par Delebecque P. et Germain M., n° 1888.

198 –

Avis SBF n° 92-493.

199 –

Bourse de Paris : modalités de suppression du marché à règlement mensuel, BPAT 3, 2000, mai, p 3.

200 –

Règles Clearnet, 16 mars 2009, art. 1-3-2-10.

201 –

V. le communiqué d'Euronext Paris du 16 mai 2000 : BJB juill.-août 2000, n° 82, p. 388, spéc. p. 391.

202 –

AMF, règl. gén., art. 516-1 et s. ; et RM Euronext, art. P. 2-2-1.

203 –

De manière générale, v. Lucas de Leyssac C., L'utilisation de la compensation en droit commercial, thèse, Paris I, 1973, reprog.

204 –

Selon l'article 570-6 (1er nov. 2007) du règlement général de l'AMF : « En cas de négociations effectuées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, l'acheteur bénéficie, dès le jour de l'exécution de l'ordre, de la propriété des droits financiers détachés entre le jour de la négociation et la date de l'inscription des titres en compte. Par dérogation, les règles d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation peuvent prévoir que, pour tout ou partie des titres de créance admis à la négociation, l'acheteur ne bénéficie de la propriété de ces droits financiers qu'une fois intervenu, à son profit, le transfert de propriété desdits instruments financiers. » Cette règle est écartée dans les cas suivants : détachement d'un droit négociable (livraison du droit à l'acheteur du titre, droit attaché dans les mêmes délais qu'un titre au comptant), et division ou regroupement de l'instrument financier négocié (le nombre de titres à livrer doit prendre en compte l'opération en cause). Pour tous les autres cas d'opérations sur titres ayant une influence directe sur le cours du titre, Clearnet SA précise dans un avis les règles applicables. Parallèlement, la COB considérait, sous l'angle de la question de la déclaration de franchissement de seuil, que la déclaration, qui incombait au client final, devant être faite à la date la plus proche possible de la date effective du franchissement, soit à la date de la transaction qui provoque le franchissement, et non à la date du transfert de propriété des titres au client final (v. Bull. COB n° 350, oct. 2000). Le CMF avait également pris un communiqué sur cette question le 20 septembre 2002 (RD bancaire et fin. nov.-déc. 2002, p. 332), notamment pour les déclarations faites par un intermédiaire inscrit (C. com., art. L. 228-1 et L. 233-7), ayant enregistré dans ses livres des titres détenus par des

non-résidents, de telle sorte qu'il y a deux sortes de déclarations de franchissement de seuils, celles qui sont faites par les vrais propriétaires, et celles qui sont effectuées par les intermédiaires inscrits, qui ne sont pas nécessairement propriétaires. Mais sur le deuxième aspect, l'article L. 233-7 a été modifié par la loi du 1er août 2003 ; Couret A., in JCP E 2003, 1290 : les intermédiaires inscrits comme actionnaires pour le compte de tiers non résidents n'ont plus à déclarer les franchissements de seuil pour l'ensemble des actions inscrites ; v. sur le régime antérieur, mis en place par la loi NRE, Barrière F., « L'intermédiation d'actions », BJS mai 2003, n° 107, p. 513. Cette suppression est la conséquence des perturbations que cette règle avait créées lors de la déclaration faite par J.-P. Morgan sur le titre Vivendi Universal. Depuis, l'article L. 233-7 du Code de commerce a été de nouveau modifié lors de la réforme des valeurs mobilières (Ord. n° 2004-604, 24 juin 2004 et D. n° 2005-112, 10 févr. 2005, puis par Ord. n° 2015-1576, 3 déc. 2015), le délai de déclaration étant de cinq jours de bourse, fixé non plus par la loi, mais par le décret ; les déclarations de franchissement de seuils peuvent aussi incomber à l'État ; v. Debré A. et Maréchal A., in BJB mai 2005, n° 110, p. 363.

\_ 205 \_

AMF, règl. gén., art. 517-3 : « Les titres appartiennent au membre du marché au compte duquel ils sont inscrits, à la date fixée par les règles de marché et dans l'attente de leur inscription au compte de l'acheteur. »

\_ 206 \_

V. Bonneau T., « Du règlement mensuel au règlement différé : un mini-séisme », BJB nov. 2000, n° 108, p. 511, qui réfute juridiquement la qualification de prêt, au profit de celle de portage, de titres ou d'espèces. Contra : v. Bornet J.-P. et de Saint Mars B., « Le service de règlement différé ou comment, sans le flacon, conserver l'ivresse du règlement mensuel », RD bancaire et fin. janv.-févr. 2002, p. 46, qui y voient une opération unitaire se rapprochant du contrat de commission ; dans le même sens, en faveur de l'analyse du contrat de commission, v. Le SRD, note AFEI, n° 01-12, nos 10 et s., 2001. Un arrêt intéressant rendu par Cass. com., 23 janv. 2007, n° 05-15652 (Bull. civ. IV, n°13 ; BJS mai 2007, n° 154, p. 610, note Lucas F.-X. ; Dr. sociétés 2007, p. 33, note Bonneau T.), considère que l'opération consistant à acheter et à revendre des actions (en dehors du SRD) avec paiement du prix à terme, mais sans stipulation retardant le transfert de propriété n'est pas une opération de portage, mais un prêt.

\_ 207 \_

Règles Clearnet, 16 mars 2009, art. 3-4-1-19 ; puis voir Règles LCH.Clearnet version 8 mars 2012.

208 –

Sur les positions en suspens, et l'évolution de la réglementation, v. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, nos 1137 et s. ; v. aussi la « Lettre commune du CMF et de la Commission bancaire à l'AFECEI », Bull. CMF n° 14, déc. 1998-janv. 1999, p. 90 ; Banque et droit 1999, n° 65, p. 39, obs. de Vauplane H.

209 –

Sur lequel v. par ex. Dussart S., « Le délai de règlement-livraison : l'arme anti ventes à découvert », BJB sept. 2012, n° 149, p. 359, spéc. p. 365.

210 –

Elle a d'ailleurs infligé une sanction, v. Sanct. AMF, 1er févr. 2007 : Banque et droit 2007, n° 114, p. 30, chron. Daigre J.-J., de Vauplane H. et Bornet J.-P. ; le problème a également été évoqué dans RD bancaire et fin. 2007, n° 202, critique de Muller A.-C. sur la position de l'AMF, face au laxisme des professionnels envers la vente « à découvert » – plusieurs autres sanctions ont été prises, v. Sanct. AMF, 4 sept. 2008, Banque d'Orsay : BJB déc. 2008, n° 63, p. 510, note Arzouze C. – décision de condamnation maintenue par CE, 18 févr. 2011, n° 322786 : BJB mai 2011, n° 149, p. 315, note Arzouze C. – v. aussi CE, 28 déc. 2009, Refco Securities, depuis en faillite : BJB mars 2010, n° 18, p. 138, note Garrigues B., affaire édifiante, mais en même temps tellement banale de la réalité des marchés financiers en France, où un fonds suisse « shortait » sans vergogne une société française, en 2004, en vendant par dizaines de millions d'euros des titres, sans aucunement les avoir, et sans aucunement respecter les délais de livraison, et sans que les intermédiaires français s'en soucient. V. sur ce point notre article « Quel impact pour la limitation apportée par l'AMF à la spéculation à la baisse », RD bancaire et fin. mars-avr. 2010, qui montre sans débat possible les conséquences de l'effondrement de la bourse pour les finances de la France, depuis dix ans. Mais la partie n'est pas gagnée quand on lit les propos étonnants tenus par la commission des sanctions de l'AMF : « (...) ne commet pas de manquement d'initié en procédant à des ventes à découvert par l'intermédiaire d'un gestionnaire d'actifs, dès lors que les cessions s'inscrivaient dans un mouvement général d'investissement à la baisse initié par la mise en cause (...) » (v. Sanct. AMF, 12 nov. 2009 : BJB mars 2010, n° 16, p. 126, note Martin Laprade F.). Ainsi, non seulement l'AMF encourage par de tels propos les ventes à découvert et la spéculation à la baisse, mais pour l'AMF, parier sur la destruction

du bien d'autrui constitue « un mouvement général d'investissement » (sic). On arrive donc à l'équation suivante : détruire = investir. De l'autre côté du Rhin, le gouvernement allemand affirme que la vente à découvert met en péril tout leur système financier, et l'interdit, y compris pour les obligations d'État de la zone euro (19 mai 2010), et a interdit, via une loi de juin 2010, toutes les ventes « à découvert » sur actions et l'utilisation des dérivés pour spéculer à la baisse. Somme toute, rien moins que ce que nous réclamons depuis une dizaine d'années. La loi RBF du 22 octobre 2010 est restée bien en-deçà des mesures allemandes, et devra certainement être corrigée dans le cadre de l'harmonisation européenne, n'en déplaise aux commentateurs. Le règlement 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)).

211 –

On rappellera que le tirage sur la masse est un délit pénal ; v. la célèbre affaire Tuffier, Cass. crim., 30 mai 1996, n° 95-82487 : Bull. crim. 1996, n° 224 ; BJB nov. 1996, n° 94, p. 597, note Le Cannu P. Mme Muller A.-C. souligne que la pratique du stockage de position ne peut que créer des suspens, qui sont pourtant une pratique interdite, v. RD bancaire et fin. sept.-oct. 2007, n° 202.

212 –

V. Sanct. AMF, 6 déc. 2007 : BJB avr. 2008, somm., p. 172, note Boutin T.

213 –

V. Sanct. AMF, 13 nov. 2008 : BJB juill. 2009, n° 45, p. 317, note Goutay P. – Sanct. AMF, 27 nov. 2008 : BJB mai 2009, n° 30, p. 211, note Arsouze C. ; v. encore Sanct. AMF, 6 oct. 2014 : BJB janv. 2015, n° 112a2, p. 5, note Goutay P. et Mialon A.

214 –

V. Ruet L., « Du principe de rivalité », D. 2002, chron., p. 3086.

215 –

Art. 16-9 ; v. aussi rapport final ESMA, 19 déc. 2014.

216 –

RM Euronext, art. P/M 1.3.4 (en vigueur le 16 nov. 2009).

217 –

Cependant, lorsque l'option porte sur une valeur mobilière, le principe est celui du dénouement automatique de l'option par la livraison de la valeur sous-jacente.

218 –

RM Euronext, art. P/M 1.3.4 (en vigueur le 16 nov. 2009).



219 –

L'article 516-1 du règlement général de l'AMF, renvoie aux règles de marché le soin de régler cette question. La possibilité de dénouer l'opération par le règlement d'une simple différence amène M. Bonneau T., à critiquer la qualification de vente ou d'achat, qui implique normalement un transfert de propriété ; v. dans le même sens, Castres Saint-Martin-Drummond F., « Le contrat comme instrument financier », in Mélanges en hommage à F. Terré, 1999, Dalloz, Puf, Ed. du Juris-Classeur, p. 661, n° 15, qui fustige « une dérive terminologique », pouvant s'expliquer par la volonté de « refermer sur quelques initiés le club très fermé de la finance ». Pourtant, les termes employés par les textes réglementaires sont un modèle de clarté par rapport au jargon boursier utilisé par les opérateurs, qui amène les juges à demander à des experts financiers la traduction des conversations téléphoniques.

220 –

Le ducroire est la garantie due par les membres du marché (à savoir précisément les adhérents des chambres de compensation – C. mon. fin., art. L. 440-5 –, et tout prestataire habilité qui enregistre dans ses livres des écritures comptabilisant des opérations sur instruments financiers pour le compte de donneurs d'ordre, ou qui, en qualité d'adhérent d'une chambre de compensation, tient et dénoue les positions enregistrées par cette chambre), en cas de défaillance de leurs donneurs d'ordre – Règl. gén. AMF, art. 541-28.

En revanche, la garantie de bonne fin, sur laquelle Règl. gén. AMF, art. 541-29, est due par la chambre de compensation en cas de défaillance d'un des adhérents ; Bonneau T. et Drummond F., Droit des marchés financiers, 3e éd., 2010, Economica, nos 921 et s. ; sur la distinction des deux garanties, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 424 et s. ; v. égal. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74.

221 –

V. de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque, 1999, p. 387. En garantissant le paiement des instruments, le prestataire semble garantir par là même la solvabilité de la contrepartie ; en ce sens, en matière de vente, v. Cass. req., 6 mars 1935 : S. 1935, 1, 210 ; Hovasse H., note sous CA Paris, 29 sept. 1995, Winterthur : Dr. sociétés 1996, comm. 46 ; de manière générale, v., Bénabent A., « Commissionnaires en général », JCl. Commercial, fasc. 365, n° 75 : « Le commissionnaire ducroire est donc responsable de tous les risques de l'opération et non uniquement de la solvabilité du tiers, et il garantit

l'inexécution quelle que soit la cause de celle-ci » ; Le Tourneau P. et Cadiet L., Droit de la responsabilité, 2e éd., 1998, Dalloz Action, 1n° 2371. En matière d'agence commerciale, v. Cass. com., 22 oct. 1996, n° 94-20488 : Bull. civ. IV, n° 246 ; Defrénois 15 mars 1997, n° 36516-18, p. 330, obs. Delebecque P. ; Contrats conc. consom. 1997, comm. 21, obs. Leveneur L. : RTD civ. 1997, p. 653, obs. Mestre J. ; JCP E 1997, I 4033, obs. Simler P. ; D. 1998, p. 511, note Arlie D.. Pour certains auteurs, qui reprennent la distinction posée par l'arrêt du 22 octobre 1996 entre garantie du paiement et insolvabilité, il est possible de distinguer la garantie du paiement de la non-garantie de la solvabilité ; v. Collart Dutilleul F. et Delebecque P., Contrats civils et commerciaux, 4e éd., 1998, Dalloz, n° 664, ce qui laisse a priori sceptique. En réalité, cette distinction prend un sens lorsqu'il s'agit d'énoncer que la preuve de l'insolvabilité du tiers n'est pas une condition de mise en œuvre de l'engagement de du croire, auquel cas elle est favorable à son bénéficiaire, ce qui constitue précisément l'apport et l'intérêt de l'arrêt du 22 octobre 1996 ; v. en ce sens Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 280 ; D. 1998, p. 511, note Arlie D.

Comp. avec Rives-Lange J.-L. et Contamine-Raynaud M., Droit bancaire, 6e éd., 1995, Dalloz, n° 610, et Bonneau T., Droit bancaire, 8e éd., 2009, Montchrestien, Domat, n° 602 : le du croire de banque garantit le vendeur contre l'insolvabilité de l'acheteur.

Enfin, et cela relève de l'évidence, le commissionnaire du croire ne garantit pas la réussite spéculative de l'ordre de bourse ; v. CA Paris, 6 mai 1997, Mangeret : RD bancaire et bourse 1998, n° 65, p. 16, obs. Germain M. et Frison-Roche M.-A.

222 –

De sorte que, logiquement, la négociation pour compte propre n'est pas soumise à la garantie de du croire ; v. de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de du croire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., spéc. p. 396.

223 –

de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de du croire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., spéc. p. 398, considère que la garantie de du croire ne lie pas le teneur de compte-conservateur lorsque celui-ci n'aurait pas en même temps la qualité de transmetteur d'ordres.

224 –

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 ; anciens art. 321-20 et 532-1 devenus 542-1 (1er nov. 2007) du

règlement général de l'AMF, texte qui se fait l'écho de l'article 48-II de la loi MAF (pour l'analyse de ce texte, 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 et n° 68, p. 355, spéc. p. 387).

Lorsque les conditions énumérées par les dispositions du règlement général de l'AMF étaient bien remplies (rôle du prestataire et nature du marché), l'engagement de ducroire envers le donneur d'ordre n'était pas facultatif, mais bien obligatoire, qui était lié, historiquement, au monopole des anciens agents de change. C'est dire le recul opéré par la directive MIF au détriment des donneurs d'ordres.

225 –

Avant la loi MAF, un auteur, de Vauplane H., considérait que la garantie de ducroire ne portait que sur l'exécution de l'ordre, et non sur la livraison des titres, laquelle ne relevait que de la garantie de bonne fin ; v. note sous CA Paris, 18 juin 1992, Winterthur Assurances : BJB janv. 1993, n° 3, p. 25, spéc. p. 34, note de Vauplane H.

226 –

V. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB janv. 2008, n° 8, p. 74, voir aussi Règles LCH.Cleartnet version 8 mars 2012, art. 3-4-1-17.

227 –

Auparavant, article 3 de la loi du 22 janvier 1888 (bourse de valeurs) et 8-2, alinéa 1er, de la loi du 28 mars 1885 (marché à terme). Ce texte énonçait : « Quel que soit l'événement, les personnes mentionnées aux articles 8 et 8-1 sont ducroires », rédaction qui montre que la garantie de ducroire ne cède pas devant la force majeure.

228 –

V. 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. : CA Paris, 29 sept. 1995, Winterthur (suite de la même affaire) : Dr. sociétés, 1996, comm. 46, obs. Hovasse H. En conséquence, le donneur d'ordre ne saurait bénéficier de la garantie du Fonds de garantie (Règl. CBV, art. 1-4-2 anc. ; sur le Fonds de garantie, v. aujourd'hui les articles 61 et 62 de la loi du 2 juillet 1996, devenus articles L. 533-13 et L. 322-1 du Code monétaire et financier ; sur les deux fonds de garantie et d'indemnisation, v. Muller A.-C., Droit des marchés financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 416 et s. ; sur la généralisation de l'obligation pour les PSI d'adhérer à un fonds de garantie, v. l'article 69 de la loi n° 2003-706 du 1er août 2003, et v. Brunengo-Basso S., « La sécurité des épargnants, des assurés et des déposants », Dr. & patr. janv. 2004, p. 73. Néanmoins, l'absence de ducroire ne fait pas obstacle à la mise en cause de la

responsabilité du prestataire lorsque celui-ci a accepté un mandat de compensation (le prestataire ne doit payer qu'après s'être assuré que les titres ont bien été livrés) et l'a mal exécuté (même affaire).

229 –

Si cette information n'était pas donnée, alors que les autres conditions prévues par l'ancien article 321-20 du règlement général de l'AMF étaient réunies, le prestataire devait quand même la garantie de ducroire.

230 –

Sur le contenu de cette exclusion, v. de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387, spéc. p. 392 et 393.

231 –

de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éditeur, p. 387, spéc. p. 393 et 394, proposait d'interpréter l'expression marché réglementé, non au regard de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier (les premier et second marché ayant été remplacés par la cote unique d'Euronext depuis le 18 février 2005), mais au regard de l'article 16 de la directive sur les services d'investissement du 10 mai 1993, de sorte que cette expression engloberait tous les marchés de l'Espace économique européen ayant le statut de marché réglementé.

232 –

Ces dérogations sont posées par le règlement général de l'AMF conformément à l'article L. 533-5 du Code monétaire et financier.

233 –

V. de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387, spéc. p. 391 ; l'exclusion était fondée sur l'ancien article L. 532-18 du Code monétaire et financier, qui ne renvoyait pas à l'ancien article L. 533-5 du Code monétaire et financier, posant l'engagement de ducroire. Si une telle lecture des textes était exacte, il en résulterait une discrimination à rebours peu justifiable, quand bien même l'engagement de ducroire serait une spécificité du marché français (sur ce dernier point, v. de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 998, Litec, n° 926 ; de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387, spéc. p. 398 à 400). De surcroît, le règlement général de l'AMF ne pose pas une telle discrimination ; l'article L. 440-5 du Code monétaire et financier, énonce toujours que les chambres de compensation peuvent décider, de manière non-discriminatoire, que les adhérents sont commissionnaires ducroire à

l'égard de leurs donneurs d'ordre, et MM. de Vauplane et Bornet, pourtant critiques à l'égard de l'engagement de ducroire et favorables à une interprétation restrictive des textes, favorables aux prestataires, ne font pas état d'une telle discrimination.

234 –

V. Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 998, Litec, n° 277 ; de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387, spéc. p. 393.

235 –

Plusieurs auteurs y voient une promesse de porte-fort (C. civ., art. 1120 anc., devenu 1204) ; v. Ancel P., Les sûretés personnelles non accessoires en droit français et en droit comparé, thèse, Dijon, 1981, n° 75 ; JCP E 1997, I 4033, obs. Simler P. – Cass. com., 22 oct. 1996, n° 94-20488 : Bull. civ. IV, n° 246 ; D. 1998, p. 511, note Arlie D.

236 –

V. de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387, spéc. p. 392. Des auteurs utilisent parfois l'anglicisme corner pour décrire cette situation, sans qu'on puisse y percevoir une quelconque justification.

237 –

Cass. Req., 6 mars 1935 : S. 1935, 1, p. 210 – Cass. com., 5 mars 1969 : Bull. civ. IV, n° 88 – Cass. com., 26 févr. 1980, n° 77-14299 : Bull. civ. IV, n° 100 ; Cass. com., 6 janv. 1981, n° 79-11803 : Bull. civ. IV, n° 4 : JCP E 1982, II 19829, note Hémard J. Certains auteurs présentent un jugement de TGI Paris, 19 juin 1992 (Banque et droit 1993, n° 27, p. 32, note Peltier F.), comme ayant jugé que la garantie de ducroire ne jouait pas en cas de force majeure. Si l'affirmation était exacte, on ne saurait cependant présenter, de manière scientifique et sérieuse, un simple jugement de TGI, comme prévalant sur plusieurs arrêts de la Cour de cassation ! De surcroît, ce jugement se borne à énoncer 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 Paris, à la suite d'une erreur de transaction, et que l'intermédiaire a annulé l'achat et recrédié le compte dépôt du montant de la transaction ; en revanche, dans le cadre de la garantie de bonne fin due par la chambre de compensation, la force majeure n'est plus couverte.

238 –

Contre cette analyse, v. Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, par Delebecque P. et Germain M., t. 2, 16e éd., 2000, LGDJ, n° 2655, à propos de la commission ; de Vauplane H. et Bornet

J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, n° 925, à propos des obligations des prestataires habilités, position qui est minoritaire, voire isolée ; pour, Lyon-Caen C. et Renault L., Traité de droit commercial, t. III, 2e éd., 1889-1899, Pichon, n° 455 ; Goré F., in Le contrat de commission. Études de droit commercial, Hamel J. (dir.), 1949, Dalloz, p. 281, spéc. p. 297 ; Vivant M., « Convention de ducroire », JCl. Contrats-distribution, fasc. 955, n° 35 ; Bénabent A., « Commissionnaires en général », J.-Cl. Commercial, fasc. 365, n° 75 ; Ghestin J. et Desché B., Traité des contrats, la vente, 1990, LGDJ, n° 210, qui invoquent à l'appui de leur analyse « la plupart des auteurs et une grande partie de la jurisprudence » ; Pédamon M., Commerçants et fonds de commerce. Concurrence et contrats du commerce, 1994, Dalloz, n° 624 ; Huet J., Les principaux contrats spéciaux, 1996, LGDJ, n° 31129 ; Collart Dutilleul F. et Delebecque P., Contrats civils et commerciaux, 4e éd., 1998, Dalloz, n° 664 ; Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, Litec, 1988, nos 254, 265 et 283 ; de Saint-Mars B., « Marchés financiers et garantie de ducroire », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 387 ; Hennebelle D., « La spécificité de la nature juridique du ducroire d'intermédiaire », JCP E 2000, p. 1366. Sur la nature juridique de la convention de ducroire, v. aussi Bénabent A., « Commissionnaires en général », J.-Cl. Commercial, fasc. 365, n° 71, qui la qualifie de clause d'aggravation de la responsabilité, portant sur la responsabilité du fait d'autrui, et Pétel P., Les obligations du mandataire, thèse, 1988, Litec, n° 280, qui voit dans l'engagement de ducroire une clause aggravant les obligations du mandataire et ayant pour objet de garantir l'exécution du contrat dans les délais convenus.

239 –

En ce sens, de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 3e éd., 2001, Litec, n° 271. L'article 541-29 du règlement général de l'AMF, en pose bien le principe, de sorte que dans les cas où elle est prévue et imposée, elle ne peut être de nature contractuelle et, antérieurement, la garantie de bonne fin était bien d'origine légale. La portée du débat est la possibilité pour Clearnet SA d'écarter la garantie en cas de force majeure ; v. en ce sens les articles 1-3-3-5 et 1-3-3-6 des règles Clearnet, 16 mars 2009). Néanmoins, même en cas de force majeure, l'article 1-3-3-11 consacre l'obligation, pour Clearnet SA ou l'adhérent compensateur, de minimiser les dommages.

À l'inverse, des garanties de nature contractuelle sont possibles lorsque la garantie de la chambre de compensation ne trouve pas à s'appliquer ; exemple, celle qui est prévue sur le MATIF au profit des clients des INM, eux-mêmes liés aux membres du MATIF ; v. Medjaoui K., Les

marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, n° 1168.

240 –

V. AMF, règl. gèn., art. 541-25 et s. ; de manière générale, de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, p. 687, n° 271 ; Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, nos 1135 et s. (MATIF) et 1186 et s. (MONEP). Selon cet auteur, il s'agit de garanties légales et indépendantes (v. n° 1145). La loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 (C. mon. fin., art. L. 440-7) a modifié le régime des dépôts de garantie auprès des professionnels et des chambres de compensation ; sont admis non seulement les transferts d'actifs en pleine propriété, mais aussi les garanties financières relevant de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier (nantissement, garantie translative de propriété) ; sur la confusion entourant la protection des couvertures créée par ce texte, v. Robine D., « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », D. 2013, p. 2281.

241 –

V. Règles Clearnet, art. 1-3-2-6 et s., 16 mars 2009 (sur la garantie de bonne fin). Sur l'enregistrement des positions EO110-118.

242 –

Jusqu'au 4 juin 1999, les chambres de compensation de la plupart des marchés réglementés limitaient leur garantie de bonne fin aux seuls adhérents, ce que permet l'article 541-29 du règlement général de l'AMF. Il en est différemment sur le MATIF, où les donneurs d'ordre peuvent bénéficier directement de la garantie, dès lors qu'ils sont liés à un adhérent et identifiés auprès de la chambre de compensation par l'adhérent.

243 –

Sur le MONEP, il est prévu, pour les contrats à terme ferme, l'exécution des contrats enregistrés au nom des donneurs d'ordre directement et régulièrement liés par convention aux adhérents compensateurs et faisant l'objet d'une identification de la part des adhérents auprès de la chambre de compensation, sous réserve que les donneurs d'ordre aient rempli leurs propres obligations. Ainsi, la chambre de compensation garantit la bonne fin des opérations conclues sur le contrat à terme CAC 40 à la fois aux adhérents compensateurs qui sont commissionnaires du croire à l'égard des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, et aux donneurs d'ordre, directement et régulièrement liés par convention à un membre du marché et ayant fait l'objet à ce titre d'une identification auprès de la chambre de

compensation, sous réserve qu'ils aient rempli leurs propres obligations de règlement et de couverture.

244 –

Pour la mise en œuvre du transfert des positions, [prévu à l'époque par l'article 541-24 du règlement général de l'AMF, puis art. 541-35 et s.] ; v. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74. Lorsqu'il bénéficie individuellement de la garantie de bonne fin de Clearnet SA, le donneur d'ordre se voit garantir par Clearnet SA que ses dépôts de garantie, marges et primes sont reconstitués.

Enfin, l'article 322-38 du règlement général de l'AMF vise les obligations du teneur de compte-conservateur lorsque le titulaire du compte-titres souhaite transférer ce dernier chez un autre prestataire, indépendamment de l'hypothèse de la défaillance de l'une des parties. Il importe de souligner que le mécanisme de transfert d'office de tout ou partie d'un portefeuille de crédits ou de dépôts d'un établissement de crédit, ordonné par l'ACPR sur le fondement de l'article L. 612-33 du Code monétaire et financier a été déclaré inconstitutionnel pour atteinte au droit de propriété ; v. Cons. const., 6 févr. 2015, n° 2014-449 QPC : D. 2015, p. 2149, obs. Synvet H. La loi dite Sapin 2 du 9 déc. 2016 a rétabli le pouvoir de transfert de l'ACPR.

Ces textes sont à combiner avec l'ancien article L. 431-6 du Code monétaire et financier (texte modifié par l'article 90 de la loi du 25 juin 1999, puis v. art. L. 211-10, lorsque l'établissement teneur de comptes ne dispose pas de l'ensemble des instruments inscrits dans les comptes qu'il tient (mise en place d'un mécanisme d'inventaire et dispense de la déclaration de la créance) ; v. Bonneau T., « De quelques apports de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière au droit régissant le secteur financier », JCP E 1999, p. 1378, n° 20 ; Le Nabasque H., « L'adaptation du droit des procédures collectives à la situation des établissements financiers », RD bancaire et bourse 1999, n° 75, p. 148.

245 –

V. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74.

246 –

V. Goutay P., « Les chambres de compensation : de l'ombre à la lumière », BJB déc. 2012, n° 229, p. 545, article présentant le règlement européen du 4 juillet 2012 sur les contreparties centrales, dit EMIR ; sur ce règlement, v. aussi de Brouwer F., « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », BJB mai 2013, n° 93, p. 263, et son analyse encore plus détaillée, « EMIR : état des lieux de la mise



en œuvre et défis majeurs à venir », BJB avr. 2014, n° 111h4, p. 237 ; A. Achard et A. N'Diaye, Les acteurs financiers à l'épreuve de la réglementation sur les appels de marge, RDBF juill. août 2017, p. 20. Dans le cadre de la MIF 2, seuls les dérivés listés négociés sur un marché réglementé sont soumis à l'obligation de compensation centralisée, MiFIR, art. 29 ; sur l'obligation de compensation centralisée, v. aussi le numéro spécial de la revue Banque, févr. 2015, « Chambres de compensation, un saut vers l'inconnu ». La portabilité des positions a été organisée par LCH Clearnet SA dans le cadre de EMIR, avec deux types de comptes, les comptes dits OSA (omnibus segregated account) ou ISA (individual segregated account ; v. Renard P.-D. et Boudet J.-M., « Redressement et résolution des CCP », revue Banque, févr. 2015, p. 33).

247 –

V. Renard P.-D. et Boudet J.-M., « Redressement et résolution des CCP », Rev. Banque, févr. 2015, p. 33.

248 –

Sur le MONEP, dont la chambre de compensation est Clearnet SA, ce n'est qu'en tant que de besoin que les dépôts de garantie et les marges afférentes aux positions des donneurs d'ordre sont reconstitués par Clearnet SA à hauteur de la garantie minimale. De surcroît, pour bénéficier de cette reconstitution, le donneur d'ordre ne doit pas avoir utilisé le montant des marges créditées à son compte, en règlement du dépôt de garantie appelé sur ses positions en contrats à terme ferme. Sur le MATIF, le transfert des positions chez un autre adhérent doit intervenir dans un délai maximum de 24 heures après la défaillance de l'adhérent.

249 –

Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, n° 1175.

250 –

V. règles Clearnet, 16 mars 2009, art. 1-3-2-6 et s.

251 –

La nature de l'obligation de la chambre de compensation est ici discutée ; comp. avec Medjaoui K., Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Étude juridique, thèse, 1996, LGDJ, nos 1177 et s. Sur les difficultés de qualification de la nature juridique de l'obligation de la chambre de compensation, v. aussi Guillaumin V., « Le consentement échangé sur le marché financier », in « L'échange des consentements », Colloque de Deauville, RJ com. 1995, p. 142, n° spécial ; sur la nature juridique du rôle de la chambre de compensation, contrepartiste ou non, v. aussi Muller A.-C., Droit des marchés

financiers et droit des contrats, thèse, Paris II, 2001, nos 368 et s., qui critique la qualification de novation (n° 379). V. aussi Bonneau T. et Drummond F., Droit des marchés financiers, 3e éd., 010, Economica, n° 923.

252 –

Ce qui correspond en partie à l'analyse d'Isabelle Riassetto, Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF, thèse, Strasbourg III, 1999, nos 200 et s.

253 –

V. de Vauplane H. et Daigre J.-J., « Règles de fonctionnement de Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation », Banque et droit 2001, n° 77, p. 37.

254 –

Le report est défini comme une double vente, à savoir un achat au comptant et une revente à terme (cas du vendeur qui se fait reporter), ou une vente au comptant et un rachat à terme (cas de l'acheteur qui se fait reporter), intervenus simultanément pour les mêmes valeurs et quantités entre les mêmes personnes ; Cass. 1re civ., 1er mars 1897 : DP 1897, 1, p. 411, concl. Desjardin A., note Boistel A. ; S. 1897, 1, p. 220, rapp. Crépon – 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, distincte et autonome de l'ordre initial. Du côté du reporteur, l'opération s'analyse, du point de vue économique, en un prêt garanti par la remise des titres, car le reporteur verse des fonds au reporté, qui lui sont restitués à la liquidation suivante avec intérêts. V. aussi de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 2e éd., 1998, Litec, n° 433 et s. ; Martin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 756 et s. ; Vasseur M., Droit des affaires, t. II, fasc. IV, Les valeurs mobilières. Les cours de droit, 1987-1988, p. 426 et 427, sur la nature juridique du report.

Le report peut valoir également confirmation d'un ordre entaché d'une cause de nullité relative, dès lors qu'il est transmis en connaissance de cause.

255 –

V. RM Euronext, art. P 2-2-1 et s.

256 –

Les opérations de prêt-emprunt sont réalisées au moyen d'opérations, appelées « opérations liées » définies comme des transactions consistant en une négociation au comptant liée à une opération inverse à règlement-livraison différés ; v. T. Bonneau, « Du règlement mensuel

au règlement différé : un mini-séisme ? » : BJB nov. 2000 p. 511, n° 108.

257 –

V. Communiqué Euronext, 16 mai 2000 : BJB juill.-août 2000, p. 388, n° 82.

258 –

Vasseur M., Droit des affaires, t. II, fasc. IV, Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, p. 426.

259 –

de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 70, nov.-déc. 1998, p. 197 et s., spéc. p. 203. La doctrine est divisée sur le point de savoir si le reporteur peut percevoir les dividendes, voter et utiliser les droits de souscription détachés pendant la période de report ; oui, selon Martin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 759, mais qui nuance sa position en écrivant que le reporteur ne le fait pas, car autrement, il devrait restituer à terme ces différents avantages ; même analyse avec Vasseur M., Droit des affaires, t. II, fasc. IV, Les valeurs mobilières. Les cours de droit, 1987-1988, p. 428 ; Didier P., Droit commercial : Le marché financier, les groupes de sociétés, t. 3, 1993, PUF, p. 308 ; Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, 16e éd., 2000, LGDJ, par Delebecque P. et Germain M., t. 2, n° 1904 ; Lucas F.-X., Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie de valeurs mobilières, thèse, 1997, LGDJ, n° 102 ; non, selon de Vauplane H., p. 197 et s., spéc. p. 203 ; de Vauplane H. et Bornet J.-P., Droit des marchés financiers, 3e éd., 2001, Litec, n° 435 ; David C., « Le report en bourse », RTD com. 1965, p. 287 et s.

Cette propriété, temporaire et jouant un rôle de garantie, paraît en réalité fiduciaire.

Parallèlement, la COB considérait, sous l'angle de la question de la déclaration de franchissement de seuil, que la déclaration, qui incombe au client final, doit être faite à la date la plus proche possible de la date effective du franchissement, soit à la date de la transaction qui provoque le franchissement, et non à la date du transfert de propriété des titres au client final ; v. Bull. COB, n° 350, oct. 2000 ; v. aussi Le SRD, note AFEI, n° 01-12, n° 15. En conséquence, il n'appartient pas à l'intermédiaire de se substituer au client final pour procéder aux déclarations de franchissement de seuil.

260 –

CA Paris, 16 nov. 1992, Nebot : Dr. sociétés 1993, comm. 131, obs. Hovasse H. Selon cet arrêt, l'instruction doit même être expresse. À

titre de comparaison, en présence d'un mandat de gestion, une instruction expresse est nécessaire afin de procéder au report des positions, qui doit figurer dans le mandat de gestion. À défaut, le mandataire ne saurait procéder à des reports d'office.

261 –

Pour un exemple, v. Cass. req., 9 janv. 1929 : JCP E 1929, p. 251 (le client avait donné antérieurement des ordres de report). Cette solution nous paraît critiquable dans la mesure où le report est une opération spéculative qui maintient les risques de perte du donneur d'ordre ; dans le même sens, v. David C., « Le report en bourse », RTD com. 1965, p. 287 et s., spéc. n° 12. Dans l'arrêt de 1929, le report avait été effectué sans instructions du donneur d'ordre et sans couverture ; or, aujourd'hui, le report sans couverture doit entraîner la liquidation d'office des positions<sup>122</sup> ; cette jurisprudence nous paraît donc caduque.

262 –

Cass. com., 6 juill. 1964 : Bull. civ. III, n° 350 ; JCP G 1965, II 14024, obs. Gavalda C. ; Banque 1965, p. 55, obs. Marin X. : dans cette affaire, le banquier mandataire n'avait pas reçu ordre de lever les titres ou de contre-opérer, de sorte qu'il pouvait d'office reporter la position de son client ; v. aussi CA Paris, 23 janv. 1991, Lefebvre : Dr. sociétés 1991, comm. 252. Cette jurisprudence, fondée sur les usages boursiers, nous paraît encore plus critiquable que celle qui admet le report par instruction tacite, précisément parce que le report en bourse est une opération très spéculative, que le prestataire ne saurait imposer à son client, et parce que les usages commerciaux ne sauraient, par eux-mêmes, lier un non-commerçant (Pour un exemple en matière de compte-joint, v. Cass. com., 4 mai 1999, n° 95-21752, Kauschke : Bull. civ. IV, n° 90 ; D. 1999, IR, p. 148 ; D. affaires 1999, p. 939, note X. D.). Par ailleurs, le motif sur lequel est fondé l'arrêt de CA Paris, 23 janv. 1991, permet de considérer que cette jurisprudence doit être caduque ; en effet, pour permettre le report d'office, l'arrêt prend appui sur le décret du 7 octobre 1890, article 69, qui ne faisait de la liquidation des positions pour défaut de couverture qu'une simple faculté, et non une obligation à la charge de l'agent de change. Or, tel n'est plus le cas aujourd'hui.

263 –

Cass. com., 21 avr. 1992, n° 90-16462, Delbary : Bull. civ. IV, n° 169 ; D. 1992, IR, p. 189. Les fonds employés en report peuvent être compris dans la couverture-espèces ; en revanche, les titres correspondants ne peuvent être employés dans la couverture.

264 –

Sur l'exécution en bourse<sup>118</sup>.

265 –

RM Euronext, entrées en vigueur le 15 janvier 2009, art. P 2-2-1 et s.

266 –

En ce sens, Martin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 757 ; Ripert G. et Roblot R., Traité de droit commercial, par Delebecque P. et Germain M., t. 2, 16e éd., 2000, LGDJ, n° 1902 – Contra Vasseur M., Droit des affaires, t. II, fasc. IV, Les valeurs mobilières, Les cours de droit, 1987-1988, p. 430, au motif qu'il n'y pas, juridiquement, de prêt.

267 –

artin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 757. Il y a cotation d'un report lorsque le nombre d'acheteurs reportés est supérieur à celui des vendeurs, cotation d'un déport dans la situation inverse, et report au pair lorsque les demandes de report s'équilibrent entre acheteurs et vendeurs.

268 –

De liquidation en liquidation, les 100 000 titres en report sont passés de 1800 F à 950 F, puis à 40 F ! V. artin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 757.

269 –

La COB avait été saisie par l'Association pour l'action Eurotunnel (AAE) au sujet du non-respect du taux de déport par certaines banques spéculant à la baisse sur le titre, et proposant aux petits porteurs une somme correspondant à un taux de déport de 63 centimes, alors que le taux fixé par la SBF était de 95 centimes à l'issue du mois boursier de mars 1998 ! Sur cette affaire, tout à fait particulière, v. Libération, 30 mars 1998, p. 22, reproduisant un document impliquant la Banque Barclays, Chevreux de Virieu et Eurinpa (Européenne d'ingénierie patrimoniale), mis au point avec l'aide « d'un cabinet d'avocats spécialisés ».

270 –

Constitue également un cas de défaillance le non-règlement, dans les délais impartis, des dépôts de garantie, des marges débitrices et des primes.

271 –

L'article 541-35 du règlement général de l'AMF renvoie aux règles de marché le soin de préciser les modalités de la liquidation d'office totale ou partielle des positions des donneurs d'ordre défaillants ; v. aussi Règl. gén. AMF, art. 324-1.

272 –

artin L. M., Traité de droit commercial : Banques et bourses, Montchrestien, t. 7, 3e éd., 1991, n° 757, spéc. nos 731 et s. Cette conception transparaît dans les règles de marché actuelles : par exemple, l'exécution en bourse est traitée dans un chapitre portant sur les Principes généraux relatifs aux mécanismes de sécurité et de garantie de l'ancien NM (pour le passé).

Essombè-Moussio J.-J., « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 191, la présente comme un instrument de sécurisation des opérations sur les marchés à terme, qu'il qualifie d'efficace. Nous avouons être sceptique quant à la prétendue efficacité du mécanisme de couverture, compte tenu de son fonctionnement actuel et du nombre impressionnant de litiges, les décisions publiées ne représentant qu'une petite partie du contentieux réel.

273 –

À défaut, la liquidation totale ou partielle des positions (qui correspond à l'hypothèse de la défaillance du donneur d'ordre avant l'échéance) intervient dans un délai très court, de un à deux jours selon le marché considéré, à compter de la mise en demeure effectuée par tous moyens (hypothèse du marché à SRD) ; (EO110-102 et s).

274 –

À défaut, sa responsabilité sera engagée pour négligence ; CA Paris, 19 févr. 1997, Canezi : Banque et droit n° 53, mai-juin 1997, p. 36, obs. de Vauplane H., décision fondée sur règlement général du CBV, art. 4-6-6 anc.

V. Lettre commune du CMF et de la Commission bancaire à l'AFECEI : Bull. CMF n° 14, déc. 1998 et janv. 1999, p. 90 ; Banque et droit n° 65, mai-juin 1999, p. 39, de Vauplane H. a tenu à rappeler que l'établissement qui n'a pas reçu à bonne date les titres attendus de son client doit strictement mettre en œuvre les procédures de rachat, sous peine d'encourir des sanctions disciplinaires.

275 –

V. Cass. com., 10 mai 1994, n° 92-17489, James Cohen : Bull. civ. IV, n° 173 ; Dr. sociétés 1994, comm. 145, obs. Hovasse H. ; sur cette décision, v. aussi Peltier F., « Affectation des avoirs des clients en garantie ou couverture de leurs engagements », Banque et droit n° 38, nov.-déc. 1994, p. 21 ; v. Canu V. et de Saint Mars B., « Intermédiation financière et droit des procédures collectives », RD bancaire et bourse n° 68, juill.-août 1998, p. 119 et s., spéc. p. 122.

Plus circonspect, v. de Vauplane H., « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », RD bancaire et bourse n° 68, juill.-août 1998, p. 197 et s., spéc. p. 201 et s.

276 –

Ainsi que le souligne Bonneau T., « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in Mélanges AEDBF-France, 1999, Revue Banque éd., p. 83 et s., spéc. p. 94 ; ces règles de place, de nature privée, permettent d'écarter des dispositions d'ordre public, telle la loi du 25 janvier 1985.

277 –

Sous l'empire du décret du 7 octobre 1890, article 69 ancien, il fallait une mise en demeure préalable d'avoir à livrer les titres ou remettre le prix sous trois jours. Sur l'existence ou non d'une mise en demeure lorsque la liquidation intervient pendant le mois boursier pour défaut de couverture, (EO110-104 et s). Selon l'article 4.5.3.1 des Règles de Clearnet, « Un Client ou un Membre Négociateur agissant sur un marché d'Instruments Financiers Dérivés est défaillant lorsqu'il ne règle pas dans les délais impartis les Dépôts de Garantie, les Marges débitrices ou les primes. Dans ce cas, l'Adhérent Compensateur liquide d'office tout ou partie des Positions du Client ou du Membre Négociateur défaillant » ; l'absence de mise en demeure préalable est rappelée par Cass. com., 13 oct. 2009, n° 08-11958 : Dr. sociétés 2010, comm. 31, note Bonneau T..

278 –

Sur la composition de la couverture en cas de report des positions EO110-082.

279 –

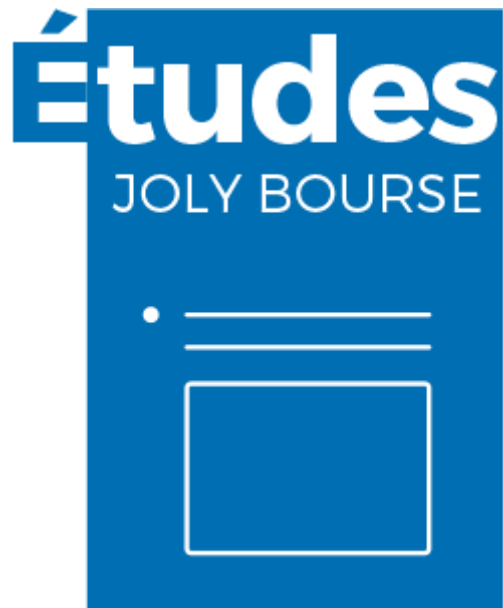
RM Euronext, art. P 2-2-6, nouvelles règles, 15 janvier 2009.

280 –

Cass. com., 10 mai 1977, n° 75-15798 : Bull. civ. IV, n° 129 ; D. 1978, IR, p. 228, obs. Vasseur M. ; JCP G 1979, II 19080, obs. Boitard M. – Cass. 1re civ., 22 mai 1985, n° 83-16529 : Bull. civ. I, n° 160 ; Gaz. Pal. Rec. 1986, 1, p. 24, note Piedelièvre A. ; D. 1986, IR, p. 330, obs. Vasseur M. – CA Paris, 7 mai 1999, Siou : BJB nov. 1999, n° 125, p. 598, note Ruet L.

281 –

106 sur la garantie de bonne fin ; v. Neuville S., « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », BJB févr. 2008, n° 8, p. 74.



**Date d'actualisation :**

**Auteur :**

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