

Par **Hugues Bouchetemble**,
Avocat à la Cour,
Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP



La responsabilité des prestataires de services d'investissement en matière de produits dits « toxiques » Le cas des collectivités territoriales (1)

En attribuant en 1982 aux collectivités territoriales une autonomie en matière d'emprunt qui, jusque-là, leur avait été refusée, le législateur en a fait des acteurs significatifs d'un marché bancaire auquel elles n'étaient pas toujours bien préparées. Objet de sollicitude pour les banques et les établissements financiers en raison de leurs besoins de financement importants et de leur bonne qualité de risque de crédit, les banques se sont livrées à une vive concurrence pour occuper ce nouveau marché en offrant de nouveaux produits. La récente crise financière n'a pas épargné les collectivités territoriales et a fait entrer ces plaigneurs quelque peu particuliers dans les prétoires, en France comme à l'étranger (2). L'importance et la nature publique des deniers investis placent sous un jour nouveau le devoir de mise en garde que la jurisprudence, puis la directive « MIF », ont mis à la charge du prestataire de services d'investissement.

I – L'OBLIGATION PRÉTORIENNE DE MISE EN GARDE DE LA COLLECTIVITÉ TERRITORIALE PAR LE PRESTATAIRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT

Jusqu'à la possibilité donnée aux collectivités territoriales d'invoquer les règles issues de la directive n° 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive « MIF », c'est à la jurisprudence qu'est revenu le soin d'apprécier les conditions dans lesquelles les produits financiers souscrits leur ont été proposés.

A – Les risques pris par les collectivités territoriales en matière d'emprunt et de produits financiers

L'élargissement progressif des compétences des collectivités territoriales et de leurs satellites, dont les établissements publics locaux, s'est accompagné d'un recours de plus en plus important à l'emprunt, puis aux différents produits financiers leur permettant d'en couvrir le risque de taux. Les collectivités territoriales sont ainsi devenues, depuis la loi de décentralisation du 2 mars 1982, des acteurs importants du marché bancaire et financier. Après avoir eu recours de manière modérée à l'emprunt, les collectivités territoriales se sont livrées à partir des années 1990 à une gestion

plus active de leur endettement et notamment à une utilisation plus importante des produits de gestion du risque de taux, tels que les *swaps*. La baisse des taux d'intérêt a notamment poussé les collectivités territoriales à une renégociation des conditions de leurs emprunts, au cours de laquelle des produits plus élaborés leur ont été proposés.

Chronologiquement, cette évolution s'est faite à travers trois principales générations de produits financiers. Une première période est caractérisée par la souscription d'emprunts classiques, à taux fixe ou à taux variable, généralement indexés sur l'Euribor. Dans un deuxième temps, les collectivités territoriales ont profité de l'apparition de contrats de produits dérivés

notes

(1) Seuls les aspects relevant du droit privé seront abordés par la présente contribution, à l'exclusion des problématiques de droit public, relatives notamment à la soumission des contrats d'emprunt au Code des marchés publics ou aux délégations de compétence en matière d'opérations de financement. Sur ce point, v. R. Sermier et D. Epaud, *Les emprunts des collectivités locales : des marchés publics à éclipses*, LPA 2006, n° 153, p. 4 ; S. Alamowitch et E. Breen, *Les emprunts dits « toxiques » conclus par les collectivités territoriales*, *État du débat*, RTD fin. 2009, n° 4, p. 58.

(2) Deutsche Bank épinglee en justice pour manquement au devoir de conseil, *Les Échos*, 23 mars 2011.

La responsabilité des prestataires de services d'investissement...

leur permettant de gérer, de manière autonome du contrat de prêt, le risque de taux qui en découlait, en échangeant un taux d'intérêt avec une contrepartie (contrats de *swap*), en figeant ce taux (contrats FRA) ou en le garantissant (*Caps*, *Floors* et *Collars*). Une troisième génération de produits est plus récemment apparue sous la forme d'emprunts dits « structurés ». Juridiquement, ces produits intègrent dans un seul et même *instrumentum* un emprunt et un ou plusieurs produits dérivés, généralement sous la forme d'une vente d'options par la collectivité territoriale emprunteuse (3). Ces produits de deuxième génération – principalement les *swaps* de taux – et de troisième génération ont, par la suite, été sophistiqués en intégrant des mécanismes dits « de pente » ou de « barrière désactivante ». Le premier permet de faire dépendre le produit de l'évolution de l'écart existant entre les taux courts et les taux longs et le second, de désactiver un taux au profit d'un autre (le plus souvent variable) dès qu'un indice de référence franchit un seuil (ou « barrière ») préalablement défini, ce dépassement pouvant être temporaire ou définitif.

Si les collectivités territoriales ont pu, de manière aussi importante, recourir à des produits de plus en plus sophistiqués, c'est en partie en raison de la relative liberté que les textes leur ont laissée. Les principales dispositions applicables en la matière résultaienent de la circulaire du 15 septembre 1992 relative aux « contrats de couverture du risque de taux d'intérêts offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux » (4), désormais remplacée par la circulaire du 25 juin 2010. Destinée à encadrer le recours des collectivités territoriales aux produits de gestion du risque de taux, et principalement aux opérations de *swap*, cette première circulaire avait très rapidement montré deux principales failles. D'une part, élaborée en 1992, elle ne visait que certains produits de deuxième génération, permettant de se couvrir contre le risque de taux

(*swaps*, FRA ou *Forwards*, *Caps*, *Floors* et *Collars*, ainsi que certains contrats à terme négociés sur le Matif. Jamais remise à jour au regard des nouveaux produits créés par le marché (5) – pourtant particulièrement créatif en ce domaine –, la circulaire du 15 septembre 1992 disposait d'un champ d'application beaucoup trop restreint, et notamment ne visait pas les emprunts structurés souscrits par les collectivités territoriales ces dernières années. D'autre part, les obligations posées par la circulaire restaient très générales. Elle prévoyait, principalement, l'interdiction de conclure des produits financiers à des fins « spéculatives », et les validait lorsqu'ils étaient souscrits dans un but de « couverture ». Certes la circulaire fournissait une définition particulièrement précise de la notion d'« opération de couverture » – exercice auquel d'ailleurs la jurisprudence, qui utilise cette notion dans le cadre de l'arrêt « Buon », ne s'est encore jamais livrée de manière aussi aboutie –, il reste néanmoins qu'en pratique ces critères paraissaient parfois insuffisants pour permettre au décideur public d'identifier le caractère spéculatif ou non de l'opération qu'il envisageait de conclure. Au surplus, les prestataires de services d'investissement avaient parfaitement intégré les obligations posées par la circulaire du

15 septembre 1992. Alors que ce texte était destiné à protéger les collectivités territoriales, il se « retournait » très fréquemment contre elles en cas de contentieux, au cours desquels il était plus difficile de soutenir que le produit était inadapté lorsqu'il était conforme aux dispositions de la circulaire.

L'exposition des collectivités territoriales aux produits dérivés de deuxième génération et aux emprunts structurés est difficile à estimer en l'absence de chiffrage précis en ce domaine. Estimés à 20 à 25 milliards d'euros par des agences de notation (6), plus prudemment entre 12 et 15 milliards d'euros selon d'autres sources (7), ces produits représenteraient 20 % de la dette des collectivités locales (8), soit moins que certains autres pays européens (9). Les problèmes les plus importants semblent concerner moins d'une vingtaine de collectivités territoriales (10). Il reste que, pour ces collectivités, l'endettement résultant des produits souscrits est parfois très important (11), grevant leurs finances, abaissant leur notation et affectant ainsi significativement les différentes missions d'intérêt général dont elles ont la charge. Cet endettement évoque le désagréable souvenir des crises liées à ces produits qui, à l'étranger, ont pu affecter durablement certaines entités publiques (12).

notes

(3) Les risques pris par les collectivités territoriales et les établissements publics locaux en matière d'emprunt, Rapp. C. comptes 2010.

(4) Circ. Min. Économie et Finances, 15 sept. 1992, NOR/INT/B/92/00260/C. Des textes réglementaires ont également été adoptés pour les établissements publics de santé (Circ. 12 sept. 1996, CP/D2/DH/AF 3, n° 96-561) et les chambres de commerce et d'industrie (Circ. 30 mars 1992).

(5) Cette circulaire a seulement été actualisée en 2003 pour prendre en compte la loi n° 2002-276 du 27 février 2002 relative à la démocratie de proximité.

(6) Fitch Ratings, La dette structurée des collectivités locales : gestion active ou spéculation ?, 16 juill. 2008.

(7) Le 93 dans le piège des emprunts toxiques, Les Échos, 21 févr. 2011.

(8) Ch. Parisot, Exposition aux produits toxiques, un phénomène surestimé, Rev. banque 2010, n° 725, p. 32 ; Ch. de Boissieu, J.-H. Lorenzi et

O. Pastré, La leçon des « emprunts toxiques », Les Échos, 17 déc. 2009, p. 13.

(9) À titre d'illustration, les collectivités locales italiennes seraient exposées à des produits dérivés à hauteur d'un montant notionnel total d'environ 35 milliards d'euros.

(10) Contra, Ph. Laurent, Améliorer la transparence, Rev. banque 2010, n° 725, p. 34, réduisant ce chiffre à cinq ou six collectivités.

(11) Les emprunts toxiques de la ville de Rouen représentaient, en janvier 2010, 40 % de sa dette s'élevant à 172 millions d'euros, à la suite d'une renégociation de ses emprunts. La dette de la Seine-Saint-Denis serait exposée à plus de 90 % de son encours sur des produits toxiques. Les villes d'Aubagne et de Saint-Maur-des-Fossés étaient exposées respectivement à plus de 80 et 85 % en produits structurés, avant leur réaménagement.

(12) V. le cas du comté d'Orange en Californie, J.-P. Mattout, Droit bancaire international, Revue Banque Édition, 4^e éd., p. 442.

Cette situation s'est récemment traduite par un déclenchement massif de contentieux, lesquels sont le résultat de plusieurs facteurs concomitants. En premier lieu, la hausse croissante des dépenses des collectivités, liée notamment aux transferts de compétences et à une baisse des ressources, dont la suppression de la taxe professionnelle et l'abaissement des droits de mutation, a servi de catalyseur. Surtout, plus que la crise de liquidité, c'est le retournement de la courbe des taux et le franchissement des « barrières désactivantes » de ces produits qui a été l'élément déclencheur et a incité les collectivités les plus fortement exposées à demander, sous l'œil des médias (13), la nullité des opérations souscrites et à engager la responsabilité des banques et des entreprises d'investissement. Ces actions judiciaires ont, enfin, des origines parfois politiques, résultant des dernières élections communales à la suite desquelles le nouvel élu entend, si ce n'est discréder la gestion financière de son prédécesseur, tout du moins s'en désolidariser.

Le problème est devenu suffisamment important pour que l'État demande à une commission d'examiner la commercialisation de crédits consentis par le premier prêteur des collectivités locales (14), désigne en novembre 2009 un médiateur des collectivités territoriales chargé de résoudre à l'amiable les litiges avec les banques et contribue à la mise en place d'une charte de bonne conduite entre banques et collectivités locales, signée le 7 décembre 2009 (15), donnant lieu à une circulaire de juin 2010 abrogeant celle de 1992 (16). Cette circulaire présente néanmoins deux principaux écueils. Elle ne modifie pas radicalement le droit existant mais se contente, en grande partie, de rappeler les règles juridiques qui encadrent la souscription de ces produits par les collectivités locales. Surtout, elle intervient trop tardivement, après que l'essentiel des différends en ce domaine a déjà été porté devant les tribunaux, qui ont appliqué en cette matière les solutions posées par la Cour

de cassation dans l'arrêt dit « Buon » du 5 novembre 1991.

B – L'obligation prétorienne de mise en garde de l'investisseur

Les conditions nécessaires au dol ou à l'absence de cause étant en pratique rarement réunies pour ces opérations, c'est sur le devoir de mise en garde du prestataire de services d'investissement que s'est concentrée la très grande majorité des actions engagées par les collectivités territoriales à l'encontre des prestataires de services d'investissement. Les conditions de la responsabilité du prestataire de services d'investissement au titre de l'obligation de mise en garde de son client sur les risques de l'opération ont été posées par l'arrêt « Buon » du 5 novembre 1991 (17), lequel soumet cette obligation à deux conditions cumulatives : que l'investisseur ne soit pas « *averti* » (1°) et que l'opération présente un caractère « *spéculatif* » (2°).

1°/ La notion d'« investisseur averti »

La jurisprudence s'est efforcée, décision après décision, *in concreto*, de dessiner les contours de la notion d'« investisseur averti », prenant en considération trois principaux critères : la compétence professionnelle de l'investisseur (18), son expérience acquise dans les opérations litigieuses (en prenant principalement en compte la nature, le volume et la fréquence des opérations réalisées) (19) et les

notes

(13) Emprunts toxiques, les élus passent à l'action collective, *Les Échos*, 9 mars 2011 ; Les départements français sont-ils menacés de faillite ?, *Le Monde*, 9 avr. 2010, p. 10.

(14) Dexia Crédit Local, Mission relative aux règles de commercialisation de crédits structurés – Relevé de conclusions, 21 mai 2010.

(15) Charte de bonne conduite entre les établissements bancaires et les collectivités locales, Communiqué Min. Intérieur, 7 déc. 2009.

(16) Circ. 25 juin 2010, relative aux produits financiers offerts aux collectivités territoriales et à leurs établissements publics,

n° IOCB1015077C, BO Intérieur, 25 nov. 2010, n° 1282-7924.

(17) Cass. com., 5 nov. 1991, n° 89-18.005, Bull. civ. IV, n° 327.

connaissances dont il a pu faire part au prestataire de services d'investissement (20). Il s'agit de rechercher si l'investisseur avait les connaissances suffisantes lui permettant de prendre la mesure du risque, c'est à dire du potentiel de perte, attaché aux opérations (21). En ce domaine, la Cour de cassation s'en remet à l'appréciation souveraine du juge du fond et s'assure simplement de l'existence d'une motivation convaincante (22).

Le cas des collectivités territoriales est spécifique à plusieurs égards. Leur caractère public et le respect de l'intérêt général local qui leur est assigné, sans renverser totalement la charge de la preuve, imposent en pratique au prestataire de démontrer en quoi il a considéré que la collectivité était averte. Plusieurs éléments pourront à cet égard être pris en considération.

Emprunteuses récurrentes pour financer les projets relevant de leurs compétences, les tribunaux considèrent qu'il est difficile aux collectivités de prétendre méconnaître les risques de taux liés à l'emprunt lorsque le montant global de leur endettement est significatif, que la taille de leur équipe dédiée à la gestion de ces opérations est conséquente, ou que plusieurs opérations comparables ont déjà été exécutées avec d'autres contreparties (23). Démontrer qu'une collectivité n'était pas averte sera un exercice d'autant plus délicat que

(18) Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11.554, Bull. Joly Bourse 2008, § 26, p. 232, note D. Robine.

(19) Cass. com., 6 déc. 2005, n° 04-16.809 ; v. également Cass. com., 4 juill. 2006, n° 05-10.967.

(20) Cass. com., 8 juill. 2003, n° 00-18.941, le client ayant « *adressé à la banque une lettre dans laquelle il tenait les propos d'un "opérateur en bourse chevronné"* ».

(21) R. Bonhomme, Responsabilité et gestion du risque financier, RD bancaire et fin. 2010, n° 6, étude 31.

(22) R. Bonhomme, Responsabilité et gestion du risque financier, précité ; Cass. com., 15 sept. 2009, n° 08-18.627.

(23) T. com. Paris, 6^e ch., 8 déc. 2009, n° 2007-034564.

La responsabilité des prestataires de services d'investissement...

l'opération soumise aux tribunaux aura été restructurée à de nombreuses reprises. En effet, les opérations de swap sont fréquemment résiliées par les parties qui affectent la souche de résiliation dans une nouvelle opération, aux termes d'une confirmation qui généralement prévoit qu'elle « annule et remplace la précédente ». Dans ces conditions, le juge qui doit apprécier du caractère averti de la collectivité devrait se placer non pas au moment de la souscription initiale des opérations, mais à la date de signature de la dernière confirmation de l'opération en cours. Or, à une telle date, les différentes restructurations d'une même opération pourront faire présumer l'expérience qu'a la collectivité d'opérations qu'elle pratique depuis plusieurs années, et dont elle demande régulièrement le réaménagement. C'est d'ailleurs le sens de la jurisprudence de la Cour de cassation qui a considéré, à plusieurs reprises, que la qualité d'investisseur averti peut être acquise au cours de la relation contractuelle (24) et a estimé que celui qui a déjà gagné ou perdu sur les marchés à terme ne peut plus se présenter comme un client non averti, ayant eu l'occasion de mesurer par lui-même les risques encourus (25). À cet égard, la correspondance échangée entre le prestataire et son interlocuteur au sein de la collectivité à l'occasion des différentes opérations de restructuration sera déterminante. Si elle fait apparaître que cet interlocuteur paraît communiquer avec le prestataire sur le même niveau de technicité, il sera alors souvent très difficile à la collectivité de renverser l'impression de compétence laissée par de tels échanges.

De même, la qualification de la collectivité territoriale en « client professionnel » au sens de l'article 314-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), bien qu'elle ne présume pas de la qualification de client « averti », sera néanmoins un critère important dans l'appréciation du juge. Il sera, à cet égard, délicat pour la collectivité, caté-

gorisée comme « professionnel », de prétendre que cette qualification est insignifiante, car purement objective et résultant mécaniquement de la seule application des critères posés par l'article D. 533-11 du Code monétaire et financier. En effet, ces critères orientent la classification du client mais ne la déterminent pas nécessairement et imposent au prestataire de s'assurer, au-delà de ces critères, que la classification du client est bien adaptée.

2° / La notion d'opération « spéculative »

La notion d'opération « spéculative » est plus délicate à cerner. La jurisprudence semble hésiter entre deux notions pourtant très distinctes. D'une part, l'opération « structurellement » spéculative, qui, par son seul mécanisme, expose l'investisseur à un risque de perte supérieure à son investissement initial. Il s'agit ici essentiellement des opérations dites avec « effet de levier ». D'autre part, les opérations « conjoncturellement » spéculatives, pour lesquelles le risque de l'investisseur n'excède pas la limite de son apport initial (ce qui les distingue des opérations « structurellement spéculatives ») mais l'exposent néanmoins à un fort aléa boursier.

La Cour de cassation semblait auparavant se limiter aux seules opérations « structurellement spéculatives », c'est-à-dire principalement les opérations réalisées sur le marché à terme (26), et notamment celles réalisées sur l'ancien marché à règlement mensuel qui

notes

(24) Cass. com., 15 juin 1999, n° 97-13.388 ; Cass. com., 22 mai 2001, Bull. civ. IV, n° 94.

(25) Cass. com., 14 déc. 2004, n° 02-13.368, Bull. civ. IV, n° 221.

(26) Cass. com., 5 nov. 1991, n° 89-18.005, précité. Pour une application récente aux opérations réalisées sur le marché des matières premières agricoles, Cass. com., 9 nov. 2010, n° 09-71.065.

(27) Cass. com., 12 févr. 2008, n° 06-21.974 ; Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-13.873.

(28) Cass. com., 12 févr. 2008, n° 06-20.835.

(29) Cass. com., 4 mars 2008, n° 06-17.150.

(30) Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11.554, précité, prenant néanmoins en compte le fait que la banque avait émis un document mentionnant le caractère spéculatif du nouveau marché.

permettaient d'effectuer des opérations à découvert avec une couverture minimale (27). De même, ont été considérées comme « spéculatives » les opérations réalisées au moyen d'ordres stipulés à règlement-livraison différé (dits encore « OSRD ») (28) qui permettent de réaliser des opérations à découvert, ou encore sur le Monep (29).

La jurisprudence, de manière plus contestable, a étendu cette notion aux opérations « conjoncturellement » spéculatives, et notamment aux transactions réalisées sur le nouveau marché (30) (aujourd'hui disparu et « remplacé » par Alternext), à la souscription de parts de fonds majoritairement investis en actions (31), exposés en partie aux marchés émergents (32), ou encore de parts de fonds indiciens répliquant le CAC 40 (33). Ces décisions semblent être en apparenne contradiction avec celles qui ont refusé de considérer comme spéculatives des opérations de souscription de parts de fonds communs de placement (FCP) à promesses pourtant investis en actions et partiellement garantis (34), de parts de société civile à prépondérance immobilière (SCPI) (35), de fonds investis en valeurs françaises et étrangères (36), de titres d'une société étrangère exploitant des ressources minières (37), de titres du marché des nouvelles technologies (38) ou plus récemment de parts de FCP, dont certains semblaient pourtant être exposés au marché actions (39).

(31) CA Paris, 15^e ch., sect. B., 6 nov. 2008, n° 07-03777.

(32) Cass. com., 30 nov. 2010, n° 09-70.810.

(33) CA Paris, pôle 5, 6^e ch., 5 nov. 2010, Bull. Joly Bourse 2011, p. 192, note J. Lasserre Capdeville.

(34) Cass. com., 19 sept. 2006, Bénéfici, Banque et droit 2006, n° 110, p. 27, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet.

(35) Cass. com., 22 mai 2001, n° 98-23.392.

(36) Cass. com., 5 févr. 2008, n° 06-21.513.

(37) Cass. com., 14 déc. 2004, n° 03-10.099.

(38) Cass. com., 9 déc. 2008, n° 07-19.982.

(39) Cass. com., 15 févr. 2011, n° 10-12.185 ; Cass. com., 13 avr. 2010, n° 08-21.334.

Plus rares sont les décisions existant en matière de *swap*. Deux décisions ont, à notre connaissance, été rendues en ce domaine de manière significative (40). La Cour de cassation a affirmé qu'un *swap* de taux d'intérêt n'était pas une opération « spéculative » et, partant, que le banquier n'était pas tenu de mettre en garde son client (41). La Cour de cassation a ainsi considéré, après avoir relevé que le *swap* est « une opération d'une particulière simplicité », que le client de la banque avait souhaité « bénéficier d'un taux fixe de préférence à un taux variable, pour ne prendre aucun risque », qu'il connaissait « la charge maximale d'intérêts qu'il devait être conduit à supporter et qu'il ignorait seulement l'étendue de l'éventuel bénéfice résultant des intérêts variables supportés seulement par la banque ». Cette solution a, par la suite, été mise en application par le tribunal de commerce de Paris le 8 décembre 2009 (42), toujours dans le cadre d'un *swap* taux fixe contre taux variable, lequel a également fondé en partie sa décision sur le fait que la collectivité « connaît la charge d'intérêt maximale qu'elle pouvait supporter à l'avenir ».

Ces décisions ont été majoritairement approuvées par la doctrine (43). Alors que la Cour de cassation semble hésiter sur la définition de l'opération spéculative, elles permettent d'opérer une salutaire distinction entre la notion d'« aléa » et celle de « spéulation ». En effet, si la souscription d'un *swap* de taux expose chacune des contreparties à un aléa, c'est-à-dire à la survenance d'un événement incertain correspondant à l'évolution des indices de référence de taux choisis en fonction des situations de marché, cet aléa ne transforme pas, à lui seul, l'opération en opération spéculative. Tel était, à l'évidence, le cas pour les opérations soumises à la Cour de cassation, puis au tribunal de commerce de Paris.

Néanmoins, ces décisions laissent un grand nombre d'incertitudes. En premier lieu, elles concernent des opérations de *swap* de taux d'une par-

ticulière « simplicité » (44) dans lesquelles la collectivité, endettée à taux variable, payait à la banque un taux fixe plafonné. L'importance que semblent attacher ces décisions à la simplicité de l'opération pourrait laisser à penser, *a contrario*, qu'une opération plus complexe serait susceptible d'être considérée comme étant spéculative. Une telle approche ne semble pas souhaitable dès lors que la complexité du fonctionnement d'une opération est indépendante du degré de risque auquel elle expose l'investisseur. Les opérations les plus risquées, telles que les OSRD, ne sont-elles pas les plus simples ?

En second lieu, ces décisions laissent entière la problématique des *swaps* portant sur des sous-jacents autres que les indices de taux ainsi que les emprunts structurés de troisième génération pour lesquels, à notre connaissance, il n'existe pas encore de décision significative. Or ces décisions contestent le caractère spéculatif de l'opération de *swap* en se fondant sur deux critères principaux : d'une part, l'intention (45) de la collectivité de couvrir l'aléa lié à son endettement à taux variable en payant un taux fixe et, d'autre part, le fait que le taux payé était un taux fixe plafonné permettant à la collectivité de connaître la charge maximale des intérêts à payer. Ces deux critères – qui, en réalité, semblent n'en faire qu'un – recoupent en partie ceux établis par la circulaire du 15 septembre 1992 (reprenant à l'identique ceux posés par le Conseil national de la

comptabilité le 10 juillet 1987) qui considère que le *swap* n'est pas une opération spéculative lorsqu'il a, notamment, pour effet de réduire le risque de variation de l'endettement et qu'il existe une corrélation entre l'élément couvert et le contrat de *swap*. Dans ces conditions, si ces critères devaient être maintenus par la Cour de cassation, les *swaps* fondés sur des sous-jacents, ou des emprunts structurés fondés sur des indices totalement décorrélés du contrat d'emprunt (autres que taux ou devises pour un emprunt multidevises) pourraient être considérés comme des opérations spéculatives. Il pourrait en être de même lorsque l'indice est corrélé à l'opération de financement, mais que le montant payable par la banque n'est pas déterminable à l'avance, notamment lorsque la collectivité, pour des raisons d'opportunité, alors qu'elle est endettée à taux fixe, décide de s'exposer à un taux variable. Enfin, une telle position laisserait de côté les opérations de *swap* de taux pour lesquelles la collectivité, endettée à taux variable, s'expose certes à un taux fixe, généralement en dessous de la référence taux fixe de marché, mais que le franchissement d'une barrière, ou la pente des courbes de taux, peut faire augmenter. Faudrait-il alors tenir compte de l'existence d'une limite globale (« cap ») pour déclarer l'opération non spéculative, du caractère irréversible de l'augmentation, ou apprécier, au cas par cas, l'étroitesse du lien de connexité entre les caractéristiques de l'endettement de la

notes

(40) Le jugement du tribunal de commerce de Toulouse du 27 mars 2008 a quant à lui été rendu dans des circonstances et pour des motifs très particuliers. Cette décision est avant tout fondée sur l'affirmation par la banque mise en cause du caractère « gagnant à tout coup » des opérations qui ont été conclues. C'est cet élément que le tribunal a voulu en réalité sanctionner, lequel revient ainsi à plusieurs reprises dans sa motivation, allant jusqu'à qualifier le comportement de la banque de « tromperie ». En définitive, sans se prononcer sur le caractère spéculatif ou non de l'opération, le tribunal s'est limité à reprocher aux banques d'avoir affirmé que les opérations ne comportaient pas d'aléa (« ces deux orga-

nismes, sans s'entourer d'un minimum de prudence, ont présenté cette stratégie comme gagnante à tous les coups »).

(41) Cass. com., 19 juin 2007, n° 05-22.037.

(42) T. com. Paris, 6^e ch., 8 déc. 2009,

n° 2007-034564, précité.

(43) V. notamment, F.-J. Crédot et T. Samin, RD bancaire et fin. 2007, n° 5, comm. 175.

(44) Simplicité d'ailleurs soulignée par la Cour de cassation dans l'arrêt du 19 juin 2007 précité.

(45) A.-D. Merville, La spéulation en droit privé, thèse dactyl. Paris I, 2001, p. 77, indiquant que le caractère spéculatif d'une opération reposeraient avant tout sur l'intention de son auteur, la spéulation impliquant la volonté « d'un gain pécuniaire immédiat ».

La responsabilité des prestataires de services d'investissement...

collectivité et celles de l'opération souscrite, ce qui reviendrait *in fine* à un contrôle portant sur l'opportunité de l'opération souscrite ?

Ces questions resteront probablement non résolues dès lors que, depuis la contractualisation par la Cour de cassation des règles issues de la directive « MIF », elles semblent désormais appartenir au passé.

II – L'IMPACT DE LA DIRECTIVE « MIF » SUR LE DEVOIR DE MISE EN GARDE DE L'INVESTISSEUR

Les solutions dégagées par la jurisprudence, à la suite de larrêt « Buon », semblaient être parvenues à un équilibre satisfaisant dans les conditions de mise en cause de la responsabilité du prestataire de services d'investissement au titre de son obligation de mise en garde du client. La directive « MIF », applicable en France depuis le 1^{er} novembre 2007, pourrait bouleverser radicalement cet équilibre.

A – Les solutions apportées par la directive « MIF »

La directive « MIF » a renforcé l'obligation d'information du prestataire de services d'investissement envers son client. Le système mis en place par la directive repose sur un système à trois étages. En premier lieu, un tronc commun d'informations est dû par le prestataire à son client, qu'il soit qualifié ou non de « professionnel », portant sur les éléments d'information mentionnés par l'article 314-18 du règlement général de l'AMF. Dans un second temps, lorsque le client est un « non-professionnel », le prestataire doit aller au-delà de ce tronc commun et lui fournir des informations sur l'ensemble des éléments visés aux articles 314-32, 314-35 et 314-37 du règlement général de l'AMF. Enfin, une information spéciale sur les risques de l'opération doit être communiquée au client « en

tenant compte notamment de sa catégorisation en tant que client professionnel », en application des articles 314-33 et 314-34 du règlement général de l'AMF, étant précisé que le client professionnel est présumé « comprendre les risques » inhérents à l'opération (46).

La réglementation issue de la directive « MIF » serait restée lettre morte sans le revirement opéré par la Cour de cassation le 26 février 2008 (47). Cette décision a permis de faire entrer le règlement général de l'AMF dans les prétoires et a ouvert aux plaideurs, dont les collectivités territoriales, un champ particulièrement large de possibilités (48). Jusqu'à cette décision, la Cour de cassation avait toujours refusé au client le droit d'invoquer un manquement du prestataire de services d'investissement aux règles de bonne conduite qui lui sont applicables, considérant que la réglementation financière était réputée être édictée dans le seul intérêt des intermédiaires et de la sécurité du marché. Principale conséquence de cette solution, en cas de non-appel de la couverture de l'ordre par le prestataire de services d'investissement auprès de son client, le prestataire ne pouvait engager sa responsabilité en réparation des pertes causées par la liquidation d'office des positions qui en résultait. Cette solution, introduite dans le cadre de l'obligation faite à l'époque aux agents de change de constituer la couverture avant l'exécution de l'ordre sur le marché, avait été maintenue par la Cour de cassation, malgré les critiques d'une certaine partie de la doctrine (49), et bien que certains arrêts aient pu parfois laisser espérer son abandon (50), espoir auquel la Cour de cassation avait néanmoins rapidement mis fin (51).

Le 26 février 2008 (52), la Cour de cassation a mis fin à ces solutions et a « contractualisé » le chapitre IV du titre 1^{er} du Livre III du règlement général de l'AMF, relatif aux règles de bonne conduite, laissant à cette occasion entière la question de savoir si certaines règles dites « organisation-

nelles » posées par le règlement ne pourraient pas également être invoquées lorsqu'elles concernent directement le client (53).

B – Les questions posées par la directive « MIF »

La possibilité pour le client d'invoquer les règles de bonne conduite imposées au prestataire de services d'investissement devrait confronter les jurisdictions à trois principaux problèmes.

1°/ La question du cumul de l'obligation prétorienne de mise en garde et des obligations réglementaires

En permettant aux clients d'engager la responsabilité des prestataires de services d'investissement sur le fondement du non-respect d'une règle de bonne conduite édictée par le règlement général de l'AMF, l'arrêt du 26 février 2008 a posé le problème du cumul potentiel de cette responsabilité avec le régime prétorien instauré par l'arrêt « Buon ».

Une partie de la doctrine s'est prononcée contre le cumul d'une responsabilité prétorienne et d'une responsabilité fondée sur la réglementation financière (54). Il est vrai que

notes

(46) Règl. gén., art. 314-54.

(47) Cass. com., 26 fevr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV, n° 42.

(48) D. Martin, Chronique de droit bancaire, D. 2009, p. 1054, utilisant l'expression de « boîte de Pandore ».

(49) Cass. com., 18 fevr. 2004, LPA 2004, n° 153, p. 16, note L. Ruet.

(50) Cass. com., 14 fevr. 2003, n° 99-20.872.

(51) Cass. com., 8 juill. 2003, n° 00-18.941.

(52) Cass. com., 26 fevr. 2008, n° 07-10.761, précité.

(53) Règl. gén. AMF, art. 313-13 et s., relatifs à la protection des avoirs des clients, 313-8, relatif au traitement des réclamations, et 313-18 et s., relatifs aux conflits d'intérêts.

(54) Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 3^e éd., n° 390 ; H. Synvet, Chronique de droit bancaire, D. 2009, p. 1056 ; I. Tchotourian, La loyauté à travers la contrainte de la transparence : retour sur les évolutions jurisprudentielles de la responsabilité bancaire en matière d'investissements boursiers, Actes prat. ing. sociétaire, mars-avr. 2011, p. 3.

les arguments en ce sens ne manquent pas. Ils sont de trois ordres. En premier lieu, historiquement, le régime prétorien de l'arrêt « Buon » se justifiait par le fait que, jusqu'au revirement du 26 février 2008, l'article 1147 du Code civil était le seul fondement permettant d'engager la responsabilité du prestataire de services d'investissement (55). En opportunité, la juxtaposition de deux régimes de responsabilité ne peut qu'être source de complexité (56), dans une matière que la frénésie des textes communautaires rend déjà difficile à appréhender (57). Enfin, les conditions d'application du régime prétorien et du régime légal de mise en garde sont distinctes, dès lors que la notion d'« investisseur averti » ne recoupe pas nécessairement celle de « client professionnel » et que le moment auquel la mise en garde doit intervenir varie suivant que l'on se place sous l'un de ces deux régimes de responsabilité. La coexistence de deux régimes de responsabilité pourrait ainsi placer le prestataire de services d'investissement entre Charybde et Scylla.

La question du cumul d'un régime prétorien et d'un régime légal de responsabilité ne se pose pas avec la même acuité selon que l'obligation prétoiriennne de mise en garde posée par l'arrêt « Buon » absorbe complètement les règles issues de la directive « MIF » ou, au contraire, les complète, fourniissant au client, selon le cas, la possibilité d'invoquer le régime prétorien cumulativement avec le régime légal ou seulement lorsque ses conditions d'application ne sont pas réunies.

L'article L. 533-12, II, du Code monétaire et financier ainsi que les articles 314-33 et 314-34 du règlement général de l'AMF imposent au prestataire d'informer son client des risques de l'opération. Ces obligations d'information recouvrent-elles l'obligation de mise en garde instaurée par l'arrêt « Buon » ? Une réponse affirmative à cette question imposerait de considérer que la description des risques d'une opération équivaut à une mise en garde. Or la

Cour de cassation, encouragée par la doctrine (58), a progressivement distingué les obligations d'information et de mise en garde (59) et le règlement général de l'AMF les différencie en utilisant, selon le cas, l'une ou l'autre de ces deux notions, parfois même au sein d'une même disposition (60). Alors que l'information est une simple description neutre et objective des risques de l'opération, la mise en garde implique un degré d'avertissement, constituant un message d'alerte destiné à attirer l'attention du client sur les risques afin qu'il puisse en prendre conscience (61). La différence entre information sur les risques et mise en garde peut sembler ténue, il reste qu'elle est fondamentale en pratique, lorsque le client a été destinataire d'une longue description des risques de l'opération, mais faiblement hiérarchisés, ou lorsque la description des risques est si formelle ou si complexe qu'elle pourra être jugée insuffisante pour véritablement constituer une mise en garde.

À l'inverse, il pourrait être considéré que l'article L. 533-12, II, du Code monétaire et financier ainsi que les articles 314-18 et 314-33 du règlement général de l'AMF, qui imposent que l'information soit suffisamment détaillée pour que le client puisse prendre sa décision « *en toute connaissance de cause* », équivaut en réalité à une mise en garde et recoupe en conséquence l'obligation prétoiriennne de mise en garde. Une telle interprétation ne s'impose pas avec évi-

dence (62). Elle poserait au surplus la question du cumul de cette obligation avec l'obligation de mise en garde déjà imposée par l'article L. 533-13, II, du Code monétaire et financier dans le cadre du test du caractère approprié du produit. Il serait opportun que la jurisprudence, qui reste liée par les textes invoqués par les parties (63), prenne explicitement position sur ce point (64).

2°/ La collectivité territoriale : cliente et/ou contrepartie ?

Une collectivité territoriale contrepartie à une opération de *swap* est-elle véritablement cliente du prestataire de services d'investissement ? La question peut sembler déroutante, elle est pourtant d'importance dès lors que les règles de bonne conduite issues de la directive « MIF » ne s'appliquent qu'aux seules relations entretenues entre un prestataire et son « client ». Or le prestataire qui réalise ces opérations intervient pour son compte propre, et non pour le compte du client, qui agit ici en tant que contrepartie et cocontractant. Les confirmations des opérations de *swap* rappellent d'ailleurs généralement que le prestataire intervient comme partie aux opérations et non comme conseil. Dès lors, dans un contrat synallagmatique de ce type, l'une des parties n'aurait pas la charge de mettre en garde l'autre partie. Elle ne lui devrait que l'information nécessaire à la connaissance et à la compréhension du contrat à conclure. Cette solution semble cependant contestable, à plusieurs

notes

(55) J.-J. Daigre, L'obligation prétoiriennne de mise en garde a-t-elle encore vocation à survivre ?, RTD fin. 2009, n° 4, p. 108.

(56) Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, précité, n° 390.

(57) Th. Bonneau, La transposition de la MIF est en cours, Dr. sociétés avr. 2007, chron. 4.

(58) Dans le même sens, L. Dumoulin, Le devoir de mise en garde de l'investisseur, RD bancaire et fin. 2007, n° 6, dossier 31. *Contra*, J.-L. Guillot et P.-Y. Bernard, L'obligation de mise en garde du banquier à l'égard des investisseurs non avertis, Rev. banque 2011, n° 733, p. 83, considérant qu'« une information sur les risques s'apparente à une mise en garde ».

(59) Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16.082.

(60) L'article 314-18, à travers l'utilisation

inutile et malheureuse du mode conditionnel pour un texte normatif, dispose que « des informations appropriées sont communiquées aux clients (...), ce qui devrait inclure des orientations et des mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement (...) », et semble ainsi indiquer que la mise en garde du client ne se réduit pas nécessairement à sa seule information des risques.

(61) Cass. com., 19 sept. 2006, précité.

(62) J.-J. Daigre, L'obligation prétoiriennne de mise en garde a-t-elle encore vocation à survivre ?, précité.

(63) Cass. com., 7 juill. 2009, n° 08-17.424, « les juges du fond (n'ayant) pas à procéder à une recherche qui ne leur (est) pas demandée ».

(64) Th. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, précité, n° 390, p. 528.

La responsabilité des prestataires de services d'investissement...

égards. En pratique, l'établissement structure l'opération de *swap* spécifiquement pour les besoins de sa contrepartie et lui propose un produit global qui, sur ce point, ne se différencie en rien des autres produits financiers offerts à la clientèle. Cela semble d'autant plus vrai si l'on prend en compte les conditions d'exercice de l'activité de négociation pour compte propre portant sur des instruments financiers à terme négociés de gré à gré, dont les *swaps*. En effet, il est généralement considéré qu'un agrément est nécessaire pour exercer le service de négociation pour compte propre lorsque l'établissement « *structure effectivement les termes d'un produit dérivé pour les besoins d'un client et (qu'il) se porte ensuite contrepartie* » (65). Dans ces conditions, dès lors que l'établissement puis la fourniture par un établissement d'un produit répondant aux attentes du client déclenchent l'obligation d'agrément, il n'y a aucune raison de considérer que ce même client redevient une simple contrepartie lorsqu'il s'agit de considérer l'application des règles de bonne conduite posées par le Livre III du règlement général de l'AMF. Du reste, il ne fait aucun doute que la contrepartie est cliente du prestataire, si la souscription du produit financier s'est accompagnée d'un conseil en investissement, comme cela est habituellement le cas en matière de *swap* (66).

3° / L'application de la directive « MIF » aux emprunts structurés

Les emprunts structurés font coexister, au sein d'un même *instrumentum*, un emprunt et un instrument financier à terme, le plus souvent une option. Dans ces conditions, les clients – dont les collectivités territoriales – qui souhaitent engager la responsabilité de l'établissement qui a contracté de tels produits doivent-ils agir à l'encontre du prêteur ou à l'encontre du prestataire de services d'investissement ? La question est d'importance, dès lors que les conditions de la responsabilité du banquier dispensateur de crédit (67) ne sont pas strictement identiques de celles du prestataire de

services d'investissement définies, hier par la jurisprudence « *Buon* », aujourd'hui par le règlement général de l'AMF. La réponse à cette question peut être faite en deux temps, en déterminant, d'une part, si un service d'investissement est effectivement fourni au client et, d'autre part, si c'est au titre de ce service, et non du prêt, que la responsabilité de l'établissement doit être engagée.

Le règlement général de l'AMF s'applique aux prestataires de services d'investissement, c'est-à-dire aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement agréés pour fournir des services d'investissement. Ce n'est ainsi pas la nature du produit financier qui détermine l'applicabilité du règlement général de l'AMF, mais celle du service offert au client. Or se porter contrepartie d'un instrument financier à terme de gré à gré (telles les options incluses dans les emprunts structurés) ne revient pas, *perse*, à fournir un service d'investissement. Cependant, lorsque l'établissement « *structure effectivement les termes d'un produit dérivé pour les besoins d'un client et (qu'il) se porte ensuite contrepartie* » (68), ce qui est presque toujours le cas en pratique, l'établissement est réputé fournir le service de négociation pour compte propre et être agréé en conséquence. La fourniture d'un service d'investissement au client sera au surplus indiscutable lorsque l'établissement financier exerce également, à cette occasion, l'activité de conseil en investissement ou le service d'exécution ou de réception-transmission d'ordres. L'établissement effectue ainsi concomitamment une opération de crédit et un service d'investissement. À cet égard, le fait que le service d'investissement soit économiquement indivisible de l'opération de crédit semble sans effet dès lors que les critères posés par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier sont réunis. D'ailleurs, si le service d'investissement est économiquement indissociable du prêt, et qu'il lui est associé dans un seul et même *instrumentum*, juridiquement il constitue un

service distinct soumis à des conditions d'agrément, de supervision et à des règles prudentielles indépendantes de l'opération de crédit.

Dans un second temps, il convient de déterminer si la responsabilité du prestataire de services d'investissement doit être engagée en lieu et place de celle du prêteur. La réponse à cette question est positive dès lors que l'on prend en considération le fait génératrice de la responsabilité. Si le client considère que le produit structuré est inapproprié, cela est dû à l'opération à terme(s), qui aura contribué à alourdir la charge de l'emprunt. Autrement dit, ce n'est pas la mise à disposition des fonds, ni le taux d'intérêt qui sont directement en cause, mais l'accroissement corrélatif de ce taux et de la charge de l'emprunt dû à l'évolution du produit de couverture.

Bien qu'un grand nombre de questions demeurent en suspens et que les acteurs, clients comme prestataires, ont encore difficilement absorbé les règles posées par la directive « MIF », la Commission européenne envisage déjà de procéder à leur révision. Il serait regrettable que cette instabilité du droit financier en général, et des conditions dans lesquelles la responsabilité des prestataires peut être engagée en particulier, affecte à court terme, tant la volonté des collectivités territoriales de gérer leur dette, que celle des établissements financiers de leur proposer des produits adaptés. ■

notes

(65) A. Caillemer du Ferrage et A. Duhamel, Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré, Banque et droit 1991, n° 76, p. 6.

(66) AMF, Question/réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la directive « MIF », 9 avr. 2009, http://www.amf-france.org/documents/general/8013_1.pdf.

(67) E. Bazin, Retour sur le devoir de mise en garde du prêteur, Banque et droit 2010, n° 130, p. 23.

(68) A. Caillemer du Ferrage, A. Duhamel, Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré, précité.