



L'ÉVOLUTION DU DROIT POSITIF DANS LE DOMAINE DE LA DÉONTOLOGIE DES SERVICES FINANCIERS

ALICE PEZARD*

Les règles de bonne conduite définies par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de Modernisation des activités financières (loi MAF) s'inscrivent dans le champ d'une réflexion internationale, à l'initiative de la France et de la Grande-Bretagne, mais également de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV).

En France, les premières réflexions, menées par la commission Brac de la Perrière¹, ont permis à la Commission des opérations de Bourse (COB) et à la Securities and Investment Board (SIB) britannique de dégager deux concepts fondamentaux. Ainsi, l'intermédiaire financier doit respecter l'intégrité du marché et assurer la primauté des intérêts de son client. Reprenant ces principes, l'OICV a formulé, en janvier 1990, les grands principes internationaux de déontologie financière applicables sur le plan des opérations transnationales comme au niveau des activités nationales. Sept principes généraux sous-jacents aux lignes directrices ont été reconnus : honnêteté, loyauté, diligence, obligations de moyens, connaissance du client, conflits d'intérêt, respect des règles du marché.

LA DIRECTIVE DES SERVICES D'INVESTISSEMENT ET LA LOI DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

La directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 sur les services d'investissement (DSI) reprend ces principes pour les « règles de bonne conduite » applicables aux entreprises d'investissement, au respect desquelles chaque Etat membre doit veiller. L'article 11-1 de la DSI dispose : « Les Etats membres établissent des règles de conduite que les entreprises d'investissement sont tenues d'observer à tout moment. Ces règles doivent mettre à exécution au moins les principes énoncés aux tirets figurant ci-dessous et doivent être appliquées de manière à tenir compte de la nature professionnelle de la personne à laquelle le service est fourni. Ces principes obligent l'entreprise d'investissement :

- à agir, dans l'exercice de son activité, loyalement et équitablement au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché ;

* Magistrat, actuellement Directeur juridique et fiscal du groupe Caisse des dépôts.

- à agir avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché ;
- à avoir et à utiliser avec efficacité les ressources et les procédures nécessaires pour mener à bonne fin ses activités ;
- à s'informer de la situation financière de ses clients, de leurs expériences en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ;
- à communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec ses clients ;
- à s'efforcer d'écarter les conflits d'intérêt et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, à veiller à ce que ses clients soient traités équitablement ;
- à se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de ses activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de ses clients et l'intégrité du marché.

L'objectif est double, il s'agit de servir les intérêts des clients et de garantir l'intégrité du marché. Les règles de conduite doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service est rendu. Cette formulation n'éclaircit pas les conditions par lesquelles un intermédiaire financier peut appliquer ces règles différemment à un même client, ni quand il le peut. La directive n'exigeait pas que la loi déclare elle-même les principes qu'elle posait. La loi MAF aurait pu laisser le soin, aux autorités de marché et aux organismes professionnels, de déclarer les principes et autres règles de bonne conduite applicables aux prestataires habilités.

La loi MAF a également créé la notion de prestataire de services d'investissement. Cette notion regroupe, dans une expression commune, l'ensemble des établissements habilités à exercer tout ou partie des services d'investissement. Elle concerne les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément

pour fournir des services d'investissement. Les sociétés de gestion de portefeuille, qui fournissent le seul service de gestion pour compte de tiers, constituent une catégorie des entreprises d'investissement.

Les règlements, très souvent en résonance de la COB et du Conseil des marchés financiers (CMF) probablement bientôt fusionnés ainsi que quelques décisions jurisprudentielles, parachèvent le dispositif.

Toutefois, l'ingénierie financière étant très imaginative et surtout transnationale voire mondiale, une démarche pragmatique s'avère nécessaire : la plus grande flexibilité de la réglementation devrait s'accompagner d'un contrôle *a posteriori* accru. Les perspectives de la réforme des autorités de contrôle en France, et à plus longue échéance au sein de l'Europe regroupée, vont dans ce sens.

SERVIR L'INTÉRÊT DES CLIENTS

Les rapports entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients sont placés sous l'obligation générale de diligence, loyauté et d'équité². Cette obligation est plus large que l'obligation de bonne foi prévue à l'article 1134 du Code civil, qui fonde la plupart des règles de bonne conduite et qui transpose, du plan éthique au plan juridique, deux notions complémentaires : le devoir de coopération et le devoir de loyauté. Cette loyauté, le prestataire la doit non seulement à son client mais également au marché. Le prestataire doit exercer ses activités dans le respect de l'intégrité, la transparence et la sécurité du marché, et la fréquence des opérations réalisées doit être motivée exclusivement par l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts ou d'actions.

Le Conseil des marchés financiers n'échappe pas à cette obligation. Ses



prestataires habilités doivent ainsi assurer la meilleure exécution possible des ordres de leurs clients, compte tenu des demandes formulées, de l'état du ou des marchés concernés, et des instruments financiers en cause³. La même idée est reprise par la COB⁴, dans des termes différents, car, selon elle, le prestataire doit obtenir la meilleure exécution possible des ordres. Cette règle de *best execution*, d'origine anglo-saxonne, oblige le prestataire à traiter ses ordres au meilleur prix, en tenant compte de ce que sont capables de faire les autres intermédiaires, placés dans les mêmes conditions. La règle est délicate à vérifier et exige que soient mises en place des procédures rigoureuses de traitement des ordres (horodatage, enregistrement, comptabilisation des ordres).

L'obligation de loyauté s'impose aux prestataires, mais aussi à leurs salariés et aux actionnaires, sociétaires ou propriétaires d'une entreprise ou d'un établissement prestataire de services d'investissement habilité à gérer des instruments financiers pour le compte de tiers. Ceux-ci doivent s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres au détriment des intérêts des investisseurs qui sont les clients de l'entreprise. Les dirigeants de ces entreprises et établissements doivent, dans l'exercice de leur activité de gestion pour le compte de tiers, conserver leur autonomie de décision afin de faire prévaloir, dans tous les cas, l'intérêt de leurs clients⁵. Cette obligation sous-tend les autres règles de bonne conduite qui gouvernent les relations entre l'intermédiaire et son client. Celles-ci peuvent être rangées dans deux catégories distinctes, puisque certaines règles concernent la définition précise d'un cadre contractuel propre aux services d'investissement, et d'autres dispositions manifestent un souci de transparence destiné à éviter tout conflit d'intérêt.

Dans le cas particulier de l'application aux prestataires de services d'investisse-

ment du dispositif relatif aux déclarations de franchissement de seuils, dans le cadre des activités de *trading*, la conciliation de deux soucis contradictoires se pose.

Il s'agit, d'une part, du souci de visibilité que, légitimement, tout émetteur souhaite avoir sur la répartition de son capital et des droits de vote attachés aux actions et d'autre part, du souci des prestataires de services d'investissement de ne pas se mettre en position désavantageuse en révélant, au travers de la déclaration du franchissement de seuil, la position prise sur un titre à des fins de *trading*.

Cependant, cet antagonisme est l'occasion de souligner que l'objectif de l'intermédiaire n'est jamais de détenir une part importante du capital de l'émetteur, ni d'influencer politiquement sur les décisions de l'émetteur.

En outre, le contrat de prestation de services d'investissement est un engagement grave qui doit être préparé.

Le droit privé attache de plus en plus une importance particulière à la notion de bonne foi dans la formation du contrat que lors de son exécution. Les tribunaux exigent fondamentalement que les parties agissent loyalement l'une envers l'autre. Toutefois, si les tribunaux ne donnent pas de définition rigoureuse de la loyauté, elle est parfois invoquée pour sanctionner une fraude, voire assimilée à l'intention de nuire ou au dol.

Le prestataire habilité renseigne et conseille son client sur les différents aspects essentiels de leur engagement. En préalable à la réalisation d'une opération sur instrument financier avec un nouveau client, le prestataire habilité vérifie l'identité du client et s'assure, le cas échéant, de l'identité de la personne pour le compte de laquelle le client agit. Il s'assure que le client a la capacité juridique et la qualité requises pour effectuer cette opération. S'agissant d'un client en tant que personne morale, le prestataire habilité vérifie que le représentant de cette personne morale a la

capacité d'agir, soit en vertu de sa qualité de représentant légal, soit au titre d'une délégation ou d'un mandat dont il bénéficie. A cet effet, le prestataire habilité demande la production de tout document lui permettant de vérifier l'habilitation ou la désignation du représentant.

Des engagements de plus en plus formalisés

Un engagement écrit est nécessaire pour certains services rendus par des entreprises d'investissement.

Lorsqu'ils exercent une activité de réception ou de transmission d'ordres pour le compte de tiers ou de compensation, les prestataires habilités établissent avec chacun de leurs donneurs d'ordres une convention de services écrite. Les clauses obligatoires contenues dans cette convention sont fixées par une décision du Conseil des marchés financiers. Ces dispositions ne sont pas applicables, sauf en ce qui concerne l'activité de compensation, lorsque le prestataire exerce les activités en cause pour le compte d'établissements de crédit, d'entreprises d'investissement, d'institutions visés à l'article 25 de la loi MAF ou d'établissements non résidents ayant un statut comparable. Le contrat prévoit, le cas échéant, les modalités du versement de la valorisation de l'opération effectuée par le prestataire habilité, lorsque celui-ci a négocié avec son client ou pour le compte de son client un instrument financier à terme en dehors d'un marché réglementé⁶.

En ce qui concerne les entreprises d'investissement assurant la gestion de portefeuille pour le compte de tiers, un mandat écrit est nécessaire⁷. Toute gestion individuelle de portefeuille doit donner lieu à l'établissement préalable d'une convention écrite, c'est-à-dire d'un mandat qui est rédigé en deux exemplaires signés pour approbation par le mandant et pour acceptation par le mandataire. L'un des exem-

plaires est obligatoirement remis au mandant. Le mandat doit être conforme aux règles de bonne conduite édictées par le règlement COB n° 96-03⁸.

Le mandat de gestion mentionne au moins : les objectifs de la gestion, les catégories d'instruments financiers que peut comporter le portefeuille, les modalités d'informations du mandant sur la gestion de son portefeuille, la durée, les modalités de reconduction et de résiliation du mandat, ainsi que le mode de rémunération du mandataire. Le mandat autorise les opérations effectuées sur des instruments financiers négociés sur des marchés réglementés ou organisés en fonctionnement régulier, ou encore qui bénéficient d'une autorisation de commercialisation en France ; sous réserve d'un accord spécial et exprès du mandant, le mandat peut autoriser d'autres catégories d'opérations ; lorsque le mandat autorise les opérations à effet de levier, un accord exprès et spécial du mandant doit être donné, qui indique clairement les modalités de ces opérations et de l'information de mandant.

Aux Etats-Unis, la règle 408 du New York Stock Exchange (NYSE) impose que les ordres soient passés par écrit afin d'éviter que des tiers ne réalisent frauduleusement des opérations sur les comptes des clients. En revanche, entre professionnels, les ordres ne sont pas forcément passés par écrit⁹, et cela dès lors qu'ils ont été transmis conformément aux pratiques du marché, qu'ils aient été passés par écrit, oralement ou par voie électronique. Il est recommandé de confirmer ces ordres aussi rapidement que possible.

La Securities and exchange Law (SEL) japonaise n'impose d'accord écrit du client que dans le cadre d'opérations très particulières sur titres : mise en gage et prêt de titre à un tiers. De la même façon, le règlement du Tokyo Stock Exchange n'impose un consentement écrit que dans le cadre des transactions opérées pour le compte d'employés des membres du



marché. Le contenu des contrats n'est pas réglementé de façon positive, mais de façon négative, en interdisant certains actes dont le contenu n'est pas compatible avec l'intérêt du client. Ainsi, l'article 50 de la SEL interdit aux professionnels de conclure un contrat :

- qui contient des prévisions de hausse ou baisse des titres ou des indices, sur la foi desquelles le client s'engage ;
- qui contient une clause donnant à l'intermédiaire un pouvoir discrétionnaire de vendre ou d'acheter sans consulter le client, ou de décider du nombre ou du prix des opérations à effectuer.

Une information des clients appropriée

La DSI ainsi que la loi MAF mettent à la charge du prestataire habilité une obligation d'information entendue largement, qui s'impose à lui dès la conclusion du contrat et qui se poursuit au cours du contrat.

Cette disposition rappelle un arrêt de principe de la Cour de cassation du 5 novembre 1991 qui disposait que, quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans des opérations spéculatives sur les marchés à terme, excepté le cas où il en a connaissance¹⁰. La Cour de cassation n'évoque pas l'obligation de conseil mais une simple obligation d'information. En outre, cette obligation trouve sa source en dehors des termes du contrat qui lie les parties, dans une obligation générale du professionnel envers son client plus ou moins incompetent en matière de services d'investissement. Le contenu de l'obligation d'information est encore mal défini bien que les obligations prévues par la loi MAF soient largement inspirées du règlement général du CMF et des règlements de la COB. Le prestataire est tenu

de jouer un rôle plus actif qui tend vers une obligation de conseil. Il se doit, en effet, de fournir à son client des informations adaptées qui lui permettront de s'engager en connaissance de cause et de vérifier le bon déroulement du service assuré par son cocontractant.

Le prestataire s'oblige à communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec ses clients. Sauf les cas où un écrit est exigé, l'information peut être écrite ou verbale. Pour s'assurer des éléments de preuve de la bonne exécution de son obligation d'information, le prestataire préférera l'écrit.

Il en est de l'obligation d'information comme de l'accomplissement de la prestation de services d'investissement en général : il doit être « tenu compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service est rendu ». La compétence du client est évaluée suivant plusieurs modalités. Le prestataire habilité évalue la compétence professionnelle du client s'agissant de la maîtrise des opérations envisagées et des risques que ces opérations peuvent comporter. Cette évaluation tient compte de la situation financière du client, de son expérience en matière d'investissement et de ses objectifs en ce qui concerne les services demandés¹¹. Le prestataire habilité s'enquiert des objectifs de l'opération en cause lorsqu'un client envisage d'effectuer une opération sur instruments financiers qui ne s'inscrit pas de par sa nature (instruments concernés ou montants en cause) dans le cadre des opérations que le client traite habituellement. Lorsque dans sa réponse le client précise ses objectifs, le prestataire habilité lui communique des informations utiles à la compréhension de l'opération envisagée et des risques qu'elle comporte¹².

L'information fournie est adaptée en fonction de l'évaluation de la compétence professionnelle du client et prend en compte le fait qu'il soit ou non établisse-



ment de crédit, entreprises d'investissement, institutions financières, établissements non résidents ayant un statut comparable ou investisseur qualifié au sens de la réglementation en vigueur.

Le prestataire prend connaissance des attentes de ses futurs clients et les informe sans délai des conditions générales des services qu'il propose, en particulier : les types d'ordre qu'il est en mesure de recevoir, compte tenu, lorsqu'il s'agit d'ordres sur un marché réglementé, des règles édictées par les entreprises de marché ; les modalités de réception et de transmission des ordres ; les modalités de communications au client des informations concernant les opérations envisagées ; la tarification des différentes prestations de services.

Le prestataire habilité informe les clients des caractéristiques des instruments financiers dont la négociation est envisagée, des opérations susceptibles d'être traitées et des risques particuliers qu'elles peuvent comporter.

Les prestataires de services d'investissement sont tenus d'informer les investisseurs, avant d'entrer en relations d'affaires avec eux, de l'existence ou de l'absence d'un régime d'indemnisation ou de protection équivalente applicable en ce qui concerne l'opération ou les opérations envisagées, du montant et de l'étendue de la couverture offerte et, s'il y a lieu, de l'indemnité du fonds d'indemnisation. Obligation est faite aux gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers de mettre en garde le client contre les risques courus.

Les Etats-Unis sont soucieux de ce devoir de transparence en matière de connaissance des marchés. Si, selon la règle traditionnelle c'est à l'acheteur de prendre garde, en matière de marchandises « complexes », il y a eu transfert du devoir de révélation et de communication au vendeur.

C'est ainsi que, lorsqu'une partie à une transaction portant sur des valeurs bour-

sières est un professionnel et que l'autre est un consommateur, la SEC et les tribunaux ont adopté la théorie dite de la « petite enseigne ». Par cet affichage, le professionnel indique ainsi sa compétence et son devoir de confidentialité vis-à-vis du consommateur. En outre, ce devoir crée une obligation précieuse, de communication exhaustive de certains risques liés aux investissements.

La réglementation française en matière d'information vise également à protéger les acheteurs. L'entreprise de marché, qui assure le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers à terme dont la France est l'Etat d'origine, établit une note d'information, visée par la COB après avis du CMF, décrivant l'organisation de ce marché, les opérations qui s'y font et les engagements incombant aux personnes qui y participent. Cette note d'information, accompagnée des fiches techniques, est exigée de tous les prestataires de services d'investissement¹³. Ceux-ci doivent la remettre à chaque donneur d'ordre avant l'ouverture de son compte ou la transmission du premier ordre portant sur un instrument financier à terme admis aux négociations sur le marché.

Si le donneur d'ordres n'intervient pas sur le marché à titre professionnel, le prestataire de services ne peut recevoir d'ordres, ni de fonds de sa part, avant qu'un délai de sept jours, suivant la remise de la note d'information, soit expiré et que le donneur d'ordre lui ait retourné une attestation revêtue de sa signature avec la mention : « J'ai pris connaissance de la note d'information relative aux dénominations du marché réglementé d'instruments financiers à terme, aux opérations qui s'y font et aux engagements qui m'incombent du fait de ma participation à ces opérations ». Le cas échéant, le prestataire de service porte mention, dans l'attestation, de l'impossibilité pour celui-ci de faire bénéficier son client des garanties apportées par la Chambre de compensation.



La publicité doit être cohérente avec le service proposé et mentionner, si besoin est, les dispositions moins favorables et les risques inhérents aux opérations, qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés. La COB peut exiger des prestataires de lui communiquer, préalablement à leur publication, distribution, remise ou diffusion, les documents qu'ils adressent à leur clientèle ou au public. Elle peut en faire modifier la présentation ou la teneur.

Il est prévu que le prestataire habilité mette périodiquement à jour les informations qu'il détient concernant l'identité et la capacité de son client, ainsi que les éléments relatifs à sa situation financière. Le prestataire teneur de compte doit toujours informer le client des opérations affectant son compte, y compris quand ces opérations sont consécutives à la transmission d'un ordre par un tiers.

Le délai d'information suite à l'opération est précisé par la convention d'ouverture de compte. Ce devoir d'information est également valable lorsque le prestataire habilité s'est porté contrepartie d'un ordre émis sur un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, ou lorsqu'il reçoit d'un client dont il ne tient pas le compte des ordres pour transmission à un autre établissement. Dans ce dernier cas, au moins une fois par an le client sera informé du montant total des rétrocessions de commissions reçues par le prestataire en relation avec ses ordres.

Les frais et commissions perçus, dans le cadre de la gestion de portefeuille, doivent donner lieu à une information complète du mandant ou des porteurs de parts ou d'actions.

La SEL japonaise impose aux sociétés de Bourse de proposer des produits adaptés au niveau de connaissance et d'expérience financières de ses clients. Dans le cas contraire, le ministère des Finances peut imposer à la société de Bourse de modifier ses méthodes de travail ou même de suspendre son activité pour une période

pouvant atteindre trois mois. D'autre part, le règlement général du TSE impose à l'intermédiaire d'avoir une bonne connaissance du client avant d'accepter tout ordre de sa part.

Sur le NYSE, les conseils d'investissement doivent non seulement être assortis d'informations sur les titres dont l'achat ou la vente sont proposés, mais doivent aussi être considérés comme raisonnables¹⁴. Une règle particulière, sur cette même place, concerne les opérations sur options : l'intermédiaire doit alors s'efforcer de connaître les objectifs d'investissement du client et sa situation financière¹⁵.

GARANTIR L'INTÉGRITÉ DU MARCHÉ

Les règles de conduite concernent tous les marchés réglementés ou de gré à gré. Pour ces dernières, la pratique professionnelle fut un temps plus contraignante que les textes. Dernièrement, par décision du Tribunal correctionnel de Paris, le 22 septembre 2000, les juges ont relaxé des prévenus de délits d'initiés au procès des Ciments français, aux motifs que sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988, les transactions de gré à gré n'étaient pas visées. Fort heureusement, la loi MAF a corrigé cette lacune pénale et encore davantage a étendu l'application de toutes les règles de déontologie à tous les opérateurs quel que soit le marché d'intervention.

Prévenir les conflits d'intérêt est une obligation fondée sur le principe de loyauté. Loyauté vis-à-vis de son client, et vis-à-vis du marché. Le règlement de la COB est bien plus complet et précis dans ce domaine, que le règlement général du Conseil des marchés financiers. Au cœur de ces dispositions, il y a l'idée que la meilleure prévention consiste dans une organisation interne adaptée au fonctionnement des prestataires, que l'on retrouve

dans les règles relatives à la déontologie personnelle. Il s'agit d'organiser l'indépendance des différents secteurs d'activité du prestataire afin d'assurer la confidentialité des informations sensibles détenues. Les Anglo-saxons parlent de *chinese walls* (murs de Chine), qui séparent les fonctions d'intermédiaire, de contrepartiste et de gérant pour le compte de tiers.

Le recours à l'épargne publique implique de plein droit soumission au contrôle de la COB. Cependant, la jurisprudence de la Cour de cassation¹⁶ tend à remettre en cause le pouvoir de sanction de la COB. La Cour de cassation a censuré les sanctions prises par la COB pour les motifs de violation des articles 6 §1 et 2 de la Convention européenne des droits de l'Homme et des libertés fondamentales. En conséquence de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 7 mars 2000, la COB s'est vu contrainte d'abandonner, dans un premier temps, son pouvoir de sanction.

Les deux décrets du 1^{er} août 2000, modifiant l'organisation administrative et financière de la COB et la procédure de sanctions administratives de la COB, confient au directeur général la conduite des enquêtes, et au rapporteur la responsabilité de la notification des griefs, puis la conduite des procédures contradictoires. Le président et les membres du collège se trouvent ainsi dans une situation conforme aux exigences d'impartialité. Le directeur général de la COB, et non plus le président, pourra décider de l'ouverture d'une enquête et en surveiller le déroulement. Si l'instruction préliminaire révèle d'éventuels actes répréhensibles, le directeur général peut demander au président de désigner un rapporteur qui est chargé de notifier les griefs aux personnes mises en cause, de mener une procédure contradictoire et de présenter l'affaire au collège.

En outre, ces décrets ont précisé les droits de la défense. En effet, toute personne mise en cause pourra présenter sa défense et prendra la parole en dernier. La

sanction sera déterminée par le président et le collège, sans que le rapporteur assiste au délibéré.

Si bien intentionnées soient-elles, ces nouvelles procédures ont dû faire face à des critiques. On a pu reprocher un caractère purement administratif à l'enquête en ne confiant la décision d'ouverture d'une enquête qu'à la seule volonté du directeur général et non du Collège. Cette critique ajoutée à un manque de collégialité a conduit à renforcer la nécessité d'une réforme radicale de la COB.

Ainsi, dans la nouvelle organisation en cours de constitution et qui devrait voir la fusion entre la COB et le CMF, l'autorité des marchés financiers conserverait les pouvoirs prudentiels et disciplinaires, tandis que les sanctions pénales seraient rendues au juge. En contrepartie, le régulateur aurait aussi bien le pouvoir d'ester en justice que de rendre publique la transmission d'un dossier au parquet. De plus, les services de la nouvelle autorité seraient dirigés par un secrétaire général placé sous l'autorité du collège.

Ces propositions pallient les imperfections résultantes des dernières réformes appliquées à la COB et ouvrent la voie à une future autorité de contrôle à compétence européenne. Dans un premier temps, les Etats membres pourraient se délester de leurs pouvoirs d'enquête, voire de sanctions. La mondialisation de la délinquance financière exige en effet une plus forte concentration des vérificateurs.

Au-delà des autorités de régulations reste le cas du prestataire.

Il doit prévenir les conflits d'intérêt et, le cas échéant, les résoudre équitablement dans l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts ou d'actions. Il doit prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment en matière de séparation des métiers et des fonctions pour garantir l'autonomie de la gestion. Le prestataire doit adopter une organisation réduisant les risques de conflit d'intérêt. Les fonctions suscepti-



bles d'entraîner des conflits d'intérêt doivent être strictement séparées. L'indépendance de l'activité de gestion pour compte de tiers doit être assurée par rapport aux autres fonctions exercées, notamment la gestion pour compte propre du prestataire¹⁷.

Les prestataires habilités doivent mettre en place un contrôle des services d'investissement, des services assimilés et des services connexes dont ils ont déclaré l'exercice à l'autorité d'agrément¹⁸. Le responsable de ce contrôle est le déontologue.

Les obligations des opérateurs

Sans doute, les « déontologues », nouveaux intervenants dans les salles de marché, se heurtent encore à des ambiguïtés tenant à des conflits d'intérêt entre investisseurs, et des choix opérés sans transparence totale. Les reproches récents adressés aux établissements, ayant cherché par des transactions aller et retour à soutenir artificiellement le Matif en perte d'activité, en sont l'illustration.

Une réflexion de Place s'avèrerait utile pour prévenir, à défaut résoudre, les conflits que la rapidité induite des moyens technologiques favorise encore davantage aujourd'hui que les dix dernières années.

Le règlement *a posteriori* des litiges sera probablement amélioré par l'extension de la clause compromissoire, dans les contrats commerciaux, souhaitée par les sénateurs. Toutefois, et à juste raison, on observe qu'en application du principe d'ordre public de protection, l'amendement restreint la portée de la clause compromissoire dans le règlement de différends ayant trait à des actes de commerce par essence. Désormais, dans les contrats portant sur des instruments financiers conclus par des opérateurs non avertis, la clause compromissoire est réputée non écrite.

Pour ce qui relève des fonctions du prestataire, il ne peut effectuer ni des opé-

rations entre un portefeuille géré et son propre compte, ni des opérations directes entre portefeuilles gérés.

Les conditions de rémunération des prestataires gestionnaires de portefeuille pour le compte de tiers ne doivent pas comporter de modalités qui seraient en contradiction avec la primauté de l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts ou d'actions.

Un prestataire habilité ne peut conclure d'accord avec un autre prestataire habilité avec lequel il est en relation d'affaires en vue de mettre à sa disposition, à titre de rétribution, des biens ou services, qu'aux conditions que les biens et services concourent directement à l'exécution de la relation d'affaires et ont un usage exclusivement professionnel, et que les biens et services bénéficient directement au prestataire habilité avec lequel la relation d'affaire est nouée et non à ses dirigeants ou collaborateurs¹⁹.

Quand il est parti à une transaction, le prestataire habilité veille à ne pas transmettre, en relation avec cette opération et préalablement à sa réalisation, des ordres sur le marché qui ne sont pas en conformité avec l'objectif recherché par l'initiateur de la transaction, et à ne pas participer à toute entente illicite entre prestataires qui aurait pour objet d'influencer l'évolution des cours²⁰. Il est précisé que le prestataire doit s'abstenir d'exploiter, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, les informations privilégiées qu'il détient du fait de ses fonctions. Le choix des investissements, ainsi que celui des intermédiaires, s'effectue de manière indépendante dans l'intérêt des mandants ou des porteurs de parts ou d'actions²¹.

Les prestataires de service d'investissement agréés pour recevoir, transmettre et exécuter les ordres pour compte de tiers, sont responsables, à l'égard de leurs donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent ou achètent. Les

prestataires interviennent en qualité de ducroire de leurs donneurs d'ordres. Les chambres de compensation peuvent décider, de façon discriminatoire, que leurs adhérents sont commissionnaires ducroire à l'égard des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes²². Mais, n'a pas la qualité de ducroire le prestataire qui, sous réserve d'en avoir informé son donneur d'ordres, ne reçoit ni fonds ni titres du donneur d'ordres ou intervient en dehors d'un marché réglementé. Le membre d'un marché réglementé est ducroire jusqu'à ce que la transaction, qu'il a exécutée sur ce marché, soit enregistrée au nom du donneur d'ordres dans les livres d'un teneur de compte. Ce dernier est alors ducroire vis-à-vis du donneur d'ordres²³.

Les prestataires de services d'investissement protègent les droits de propriété des investisseurs sur les instruments financiers dont ils assurent la tenue de compte. Ils ne peuvent utiliser ces titres pour leur propre compte qu'avec le consentement explicite de l'investisseur. Cette règle vise à interdire le procédé dit de tirage sur la masse, qui consiste, pour un intermédiaire teneur de compte, à prélever dans les comptes de ses clients, sans les avertir, des titres dont il a provisoirement besoin, c'est-à-dire des titres à livrer pour le compte d'un client ou de la maison (compte propre de l'intermédiaire) avant que ce client ou la maison aient eux-mêmes reçu livraison des titres concernés²⁴. Le principe de cette interdiction est conforté par la jurisprudence récente qui considère le tirage sur la masse comme relevant de l'abus de confiance, prévu par l'article 314-1 du nouveau Code pénal²⁵.

L'interdiction faite aux entreprises d'investissement d'utiliser les fonds déposés par le client, qui ne vise expressément que les entreprises d'investissement, doit être associée à la précédente. Les prestataires de services d'investissement ne peuvent en aucun cas utiliser pour leur propre compte les fonds déposés auprès d'eux par leurs

clients. Toutefois, il reste une limite à l'application de cette règle : quelle que soit leur nature, les dépôts effectués par les donneurs d'ordres auprès des adhérents d'une chambre de compensation, ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou en garantie des positions prises sur un marché réglementé d'instruments financiers, sont transférés en pleine propriété, soit à l'adhérent, soit à la chambre concernée, dès leur constitution aux fins de règlement, d'une part du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et, d'autre part, de toute autre somme due soit à l'adhérent soit à cette chambre.

Les prestataires de services d'investissement assurent l'enregistrement de leurs ordres²⁶, c'est-à-dire l'enregistrement dans leurs livres de comptes des écritures qu'ils comptabilisent pour le compte de leurs clients donneurs d'ordres, les opérations sur instruments financiers qu'ils négocient²⁷. Le prestataire doit en permanence disposer des moyens qui lui permettent de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, et notamment l'individualisation des opérations effectuées ; en cas d'exercice conjoint des activités de gestion de portefeuille et de transmission d'ordres pour un même client, le prestataire doit demander que des comptes distincts soient ouverts dans les livres du dépositaire teneur de compte²⁸. L'enregistrement des ordres se fait chronologiquement lors de leur réception, s'agissant d'un ordre pour compte de client, lors de leur transmission et de leur exécution s'agissant d'un ordre pour compte propre. Ces dispositions s'appliquent à l'ensemble des ordres y compris ceux correspondant aux réponses aux offres publiques²⁹.

Le prestataire peut accomplir lui-même la tenue de compte, ou la sous-traiter à un établissement spécialisé. En outre, le prestataire habilité enregistre les conversations téléphoniques de ses préposés. Le prestataire habilité chargé de transmettre



un ordre à un autre prestataire habilité est en mesure de justifier que l'ordre transmis a été émis par le donneur d'ordres et d'apporter la preuve du moment de la réception et du moment de la transmission de l'ordre³⁰.

En toute hypothèse, et d'un point de vue plus macroéconomique, l'efficacité de la lutte contre le blanchiment et le succès de la suppression à plus ou moins brève échéance des paradis fiscaux, si difficiles soient ces deux chantiers, sont les seuls vrais enjeux de l'intégrité des marchés. En matière de blanchiment, l'on peut s'interroger sur la portée de la décision du Conseil d'Etat du 20 octobre 2000 annulant la sanction prise, par autosaisine, par la Commission bancaire à l'encontre de la société Habib Bank Limited. Cette annulation marque le souci d'éviter que la saisine d'office se fasse avec parti pris mais ne remet, bien heureusement, nullement en cause la fonction de surveillance inhérente aux autorités de régulations comme l'a souligné la Section du contentieux du Conseil d'Etat lorsqu'elle a rendu cet arrêt.

L'évolution des technologies conduit à

se prémunir contre de nouveaux risques.

L'émergence des nouvelles technologies, et Internet en particulier, sur les marchés financiers amènent les établissements financiers à sécuriser leurs sites et adopter une démarche de confiance à l'égard de leurs clients en élaborant des contrats de commerce électronique appropriés, des chartes, des notices légales insérées sur les sites permettent de garantir au client un cadre juridique.

La récente loi du 13 mars 2000 sur la signature électronique insère dans notre droit civil un nouveau mode de preuve dont l'application sera précisée dans un décret à venir.

L'émergence d'Euronext facilitera le bon fonctionnement des marchés en imposant, dans une Bourse unique probablement bientôt elle-même cotée, la confrontation des comportements inspirés par le droit continental et ceux de *common law*.

Le contexte du marché unique appelé à s'élargir est la meilleure garantie du respect des règles.

NOTES

1. *Bilan de l'application des propositions du groupe présidé par M. Gilles Brac de la Perrière*, Bulletin de la COB, n° 228, septembre 1989.
2. Art. 58 de la loi MAF, art. 3-1-1 al. 3 du règlement général du CMF, art. 13 du règlement de la COB, n° 96-03, modifié par le règlement de la COB n° 97-03.
3. Art. 3-3-1 al. 2 du règlement général du CMF.
4. Art. 16, règlement de la COB, n° 96-03.
5. Art. 64-II de la loi MAF et art. 2 al 3 du règlement de la COB, n° 96-03.
6. Art. 3-3-9 du règlement général du CMF.
7. Art. 64-I de la loi MAF.
8. Art. 2.1 de l'instruction COB du 17 décembre 1996.
9. *Wholesale Transaction Code of Conduct* 1995.
10. JCP 1992, éd. E, pan., n° 84.
11. Article 3-3-5 du règlement général du CMF.
12. Art. 3-3-7 du règlement général du CMF.
13. Art. 3-3-5 du règlement général du CMF.
14. Rule 472.40.
15. Rule 721.
16. Cass. Com., 1^{er} déc. 1998, Oury/COB, Cass. Plén., 5 février 1999, Oury/COB.

17. Art. 14, règlement de la COB, n° 96-03.
18. Art. 2-4-15 du règlement général du CMF.
19. Art. 3-3-12 du règlement général du CMF.
20. Art. 3-4-8 du règlement général du CMF.
21. Art. 7, règlement de la COB, n° 96-03.
22. Art. 48-I de la loi MAF.
23. Art. 2-4-14 du règlement général du CMF.
24. Rapport de la COB, 1989, p. 46.
25. Crim. 30 mai 1996, *Banque et Droit*, n° 48, juillet et août 1996, p.30.
26. Art. 63-III de la loi MAF.
27. Art. 2-1-7 du règlement général du CMF.
28. Art. 9 *in fine*, règlement de la COB, n° 96-03.
29. Art.3-4-4 du règlement général du CMF.
30. Art. 3-3-10 du règlement général du CMF.