

Université Panthéon-Assas Paris II  
Magistère de Juriste d'Affaires – D.J.C.E.  
Master 2 Professionnel Droit des Affaires

**OBLIGATION D'INFORMATION  
ET RESPONSABILITE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS**

Sous la direction de  
Monsieur Hubert de Vauplane  
Professeur Associé à l'Université Panthéon-Assas Paris II  
Directeur Juridique – Calyon

L'Université Panthéon-Assas (Paris II) - Droit, Economie, Sciences sociales - n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces données doivent être considérées comme propres à leur auteur.

## LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

Aff. ....	Affaire
al. ....	alinéa
AMF .....	Autorité des marchés financiers
Art. ....	Article
BALO .....	Bulletin des annonces légales obligatoires
Bull. ....	Bulletin
Bull. civ. ....	Bulletin civil
c/ .....	contre
CA .....	cour d'appel
Cass. ....	Cour de cassation
Cass. 1 <sup>ère</sup> .....	1 <sup>ère</sup> chambre civile, Cour de cassation
ch. mixte .....	Chambre mixte
com. ....	Chambre commerciale
CMF .....	Code monétaire et financier
D. ....	Recueil Dalloz
DSI .....	Directive relative aux services d'investissement
éd. ....	édition
Ibid. ....	Ibidem
JCP E .....	La Semaine Juridique, entreprises et affaires
JCP G .....	La Semaine Juridique, édition générale
JOUE .....	Journal officiel de l'Union européenne
JORF .....	Journal officiel de la République française
MIF / MiFID .....	Directive concernant les marchés financiers / Markets in Financial Instruments Directive
n° .....	numéro(s)
not. ....	notamment
obs. ....	observations
op. cit. ....	Opus citatum, oeuvre citée auparavant
PME .....	Petite et moyenne entreprise
préc. ....	précité(e)
p. ....	page(s)
PASF .....	Plan d'action sur les services financiers
PSI .....	Prestataire de services d'investissement
Réal. ....	Réalisation
RD bancaire et bourse ...	Revue de droit bancaire et de la bourse
RD bancaire et fin. ....	Revue de droit bancaire et financier
RTD Civ. ....	Revue trimestrielle de droit civil
RTD Com. ....	Revue trimestrielle de droit commercial
SEC	Securities and Exchange Commission
Sté	Société

# SOMMAIRE

Introduction

## **Chapitre I : L'obligation d'information de l'intermédiaire financier**

Section I : Portée de l'obligation d'information

Section II : Champ d'application *ratione materiae*

Section III : Champ d'application *ratione personae*

## **Chapitre II : Responsabilité pour manquement à l'obligation d'information**

Section I : Conditions de mise en oeuvre de la responsabilité

Section II : Causes d'exonération

Section III : Evaluation du préjudice

Conclusion

## Introduction

« Dans un temps pas si éloigné, l'investisseur était un amateur éclairé, sur la vie des affaires et sur la vie tout court. L'investisseur est aujourd'hui un Français sur six. [...] Il est monsieur-tout-le-monde car le système de financement de l'économie par les banques a vécu au profit du temps des marchés. [...] L'intermédiaire n'est certes qu'un maillon de la chaîne financière de collecte et d'allocation de l'argent. Mais l'investisseur ne connaît que lui. L'obligation d'information ne peut donc que lui incomber, sa violation lui être imputée. »<sup>1</sup>

Depuis le krach de 1987 et avec le développement des marchés dérivés, les tribunaux ont vu se multiplier les recours judiciaires portant, de près ou de loin, sur les relations entre l'épargnant et son intermédiaire.<sup>2</sup> Nombre d'investisseurs ayant subi des pertes sur le marché ont désormais tendance à invoquer un manquement du prestataire de services à son obligation d'information.<sup>3</sup> Si le contentieux<sup>4</sup> et la réglementation en la matière sont relativement récents, ces questions, en revanche, ne le sont pas. Portalis, dans son *Discours Préliminaire*, évoquait déjà l'attention toute particulière que doit porter un homme à ses affaires : « Un homme qui traite avec un autre homme, doit être attentif et sage; il doit veiller à son intérêt, prendre les informations convenables, et ne pas négliger ce qui est utile ». <sup>5</sup> Mais encore faut-il que cet homme puisse accéder à de telles informations. S'il ne le peut pas, le droit français, dans une tendance issue du consumérisme, dispose que c'est alors à son cocontractant de porter à sa connaissance les informations nécessaires s'il est le mieux informé.<sup>6</sup> Depuis plusieurs années, le droit français dans son ensemble, mais particulièrement la jurisprudence, semble en quête d'une justice contractuelle. Cette justice se concrétise par le rétablissement d'un équilibre contractuel lorsque celui-ci a disparu. Il s'agit de combattre une inégalité croissante entre les parties. Pour ce faire, la jurisprudence va jusqu'à reconnaître dans le contrat une obligation d'information qui pèse sur la partie jugée la plus « forte » et qui n'a été ni stipulée ni

---

1 H. Causse, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges Schmidt*, Joly Editions, 2005, p.147-149.

2 E. Bernard et F. Peltier, « Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », *RD bancaire et bourse*, 1998, n° 69, p.157.

3 M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p.311.

4 Cass. com., 5 nov. 1991, *Bull. civ. IV*, n° 327; *D.*, 1991, p.269.

5 Portalis, *Discours préliminaire sur le Projet de Code civil*.

6 R. Hattab, *De l'obligation de conseil des prestataires de service d'investissement*, thèse, Presses universitaires de Strasbourg, 2006, n° 26.

consciemment voulue par les parties. Il s'agit là de l'une des nombreuses expressions de l'éternelle relation qu'entretiennent la morale et le droit. « *Comme la morale, [le droit] est [donc] passé d'une exigence de loyauté entre les parties à une volonté d'aider et de protéger la partie la plus faible, impliquant un devoir positif d'informer celui qui ne peut pas s'informer* ». <sup>7</sup>

Cette obligation d'information *lato sensu*, qu'elle soit générale ou particulière, de conseil, de mise en garde ou encore de renseignement, a connu un net développement en France, fondé sur un élargissement du concept de bonne foi et de loyauté dans le droit des contrats <sup>8</sup> et a progressivement atteint des domaines de plus en plus variés. On ne trouve plus de professionnel, dans quelque domaine que ce soit, qui ne soit tenu d'une telle obligation. Médecin, agent immobilier, courtier en assurance, banquier et désormais prestataire de services d'investissement. Bien plus, cette obligation s'est vu peu à peu renforcée. <sup>9</sup> Le domaine financier n'a pas échappé à ce mouvement, à une époque où les affaires financières font de plus en plus parler d'elles et sont souvent commentées par la presse. Si le banquier n'est pas un professionnel comme les autres <sup>10</sup>, c'est aussi le cas du prestataire de services d'investissement. Obligé d'informer son client, de le conseiller ou encore de le mettre en garde, les obligations qui pèsent sur lui sont parfois contractuelles, parfois légales, réglementaires ou prétoriennes. Un ensemble de règles déontologiques s'impose à lui depuis une vingtaine d'années afin de garantir, à travers un ensemble de règles de conduite, le respect de certains comportements. Ces règles de conduite trouvent leur fondement dans des sources extrêmement variées. Toutefois, leur dernière actualité date en France du 1er Novembre 2007, jour de l'entrée en vigueur des dispositions de l'ordonnance du 12 Avril 2007 <sup>11</sup> ayant transposé dans le Code monétaire et financier une partie des dispositions de la directive « *marchés d'instruments financiers* » du 21 Avril 2004 <sup>12</sup>.

La directive MIF a été élaborée dans le cadre du Plan d'action sur les services financiers visant à l'harmonisation des réglementations européennes en matière financière. <sup>13</sup>

---

7 M. Fabre-Magnan, *De l'obligation d'information dans les contrats*, thèse, Bibliothèque de droit privé, 1992, n° 5.

8 M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 47.

9 F. Boucard, *Les obligations d'information et de conseil du banquier*, thèse, Presses universitaires d'Aix-Marseille, 2002, n° 1.

10 R. Routier, *Obligations et responsabilités du banquier*, Dalloz Référence, 2005, n° 321.11.

11 Ordonnance n° 2007-544 du 12 Avril 2007, JORF 13 Avril 2007.

12 Directive n° 2004/39/CE du 21 Avril 2004, JOUE du 30 Avril 2004.

13 S. Neuville, *Droit de la banque et des marchés financiers*, 1<sup>ère</sup> éd., PUF, 2005, n° 11.

Destinée à remplacer la directive relative aux services d'investissement dans les valeurs mobilières en date du 10 Mai 1993<sup>14</sup>, elle concrétise la volonté du Conseil et de la Commission de l'Union européenne de développer la concurrence dans le domaine financier, notamment entre les différents modes de conclusion de transaction. Or, cet objectif de libre concurrence sur les marchés financiers repose essentiellement sur les PSI, ce qui explique que de nouvelles dispositions viennent encadrer plus strictement leur activité. En outre, la directive MIF n'est pas la seule issue du PASF à parler d'information et d'obligations y afférentes. Les directives « *prospectus* »<sup>15</sup> et « *transparence* »<sup>16</sup> portent en effet respectivement sur l'information lors de l'émission de valeurs mobilières et sur les différentes obligations d'information pesant sur les sociétés cotées sur un marché réglementé. L'idée de justice contractuelle déjà évoquée se retrouve aussi dans la directive MIF et renvoie à celle de justice commutative. Comme le précise l'article L. 533-14 al. 2 CMF, la directive MIF a mis l'accent « *sur l'aspect variable de ces obligations déontologiques en fonction de la nature du client* », imposant par exemple un nombre d'éléments d'information plus ou moins conséquent en fonction de la catégorie de clients à laquelle le cocontractant du PSI appartient et donc, indirectement, en fonction d'une sorte de déséquilibre qui existe entre lui et son intermédiaire quant à la connaissance. Mais plutôt que de justice commutative, il s'agit de confiance dont il est question : une nécessaire confiance des investisseurs en les marchés financiers et une confiance du client envers son intermédiaire financier, un peu sur le modèle du mandant et du mandataire. Fondamentalement fiduciaires, les contrats d'intermédiation financière reprendraient selon certains l'idée que la confiance est inversement proportionnelle à la connaissance<sup>17</sup>, ce qui expliquerait la prise en compte du degré de connaissance de l'investisseur dans la protection qui lui est accordée<sup>18</sup>, notamment à travers l'obligation d'information qui est imposée à son cocontractant.

« *A la différence des autres directives [du PASF], [la directive MIF] va profondément bouleverser la tradition française d'organisation des marchés* ». <sup>19</sup> Mais entraînera-t-elle un tel bouleversement quant à la responsabilité des intermédiaires financiers pour manquement à leur obligation d'information ? Il s'agit de voir l'incidence qu'ont ou qu'auront les dispositions

---

14 Directive n° du 10 Mai 1993, JOUE du 11 Juin 1993.

15 Directive n° 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 Novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, JOCE du 31 Décembre 2003.

16 Directive n° 2004/109/CE du 15 Décembre 2004, JOUE du 30 Décembre 2004.

17 S. Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, thèse, L.G.D.J., 2005, n° 215.

18 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 697.

19 S. Neuville, *op. cit.*, n° 11.

issues de la transposition de cette directive sur le droit positif français. A différents niveaux, des conséquences de la directive MIF sont déjà perceptibles quant à l'obligation d'information elle-même (Chapitre I). En revanche, elles sont beaucoup plus floues quant à la question de la responsabilité des intermédiaires financiers pour manquement à cette obligation (Chapitre II).

## Chapitre I : L'obligation d'information de l'intermédiaire financier

---

« L'information est au coeur du fonctionnement des marchés financiers, car elle seule en fait autre chose que des jeux de roulette et leur assure la confiance sans laquelle ils n'attireraient que peu d'opérateurs, alors qu'ils ont besoin du plus grand nombre pour leur efficacité. La transparence est en effet la condition de la confiance et donc de l'efficacité des marchés. Aussi l'information doit-elle être complète et de qualité [...], mais aussi offerte en temps utile. »<sup>20</sup>

Si l'information a toujours été un élément essentiel des marchés financiers, l'obligation d'information est loin d'avoir toujours été le lot des prestataires de services d'investissement et, il n'y a encore pas si longtemps, des agents de change. On a longtemps considéré que ces derniers n'étaient que des intermédiaires entre leurs clients et le marché. Du fait de cette situation, aucune obligation particulière ne pouvait peser sur eux. L'intermédiaire financier, vu comme un simple exécutant des ordres de son client, ne supportait donc aucune obligation d'information, et encore moins de conseil.<sup>21</sup> Les obligations d'information ont connu un développement considérable en droit français pour remédier à une apparente inégalité croissante entre les parties contractantes. L'obligation d'information qui pèse sur les intermédiaires financiers ne leur est donc pas propre. Elle s'applique déjà à tous les professionnels, dans quelque domaine que ce soit. Toutefois, il existe bien un particularisme, qui vient de la spécificité des prestations en cause.<sup>22</sup>

La portée de cette obligation d'information (Section I) n'est pas évidente, tant différents types d'obligations et degrés d'information s'imposent aux intermédiaires financiers. Quant aux champs d'application *ratione materiae* (Section II) et *ratione personae* (Section III) de cette obligation, ils diffèrent selon la source sur laquelle on se fonde, essentiellement la jurisprudence française et les dispositions issues de la directive MIF.

---

20 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.352.

21 J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.4.

22 Idem.

## Section I : Portée de l'obligation d'information

Les termes « obligation d'information », très fréquemment utilisés tant par la jurisprudence que la doctrine, recouvrent des obligations et des informations très variées. Force est de constater que la portée de l'obligation d'information des intermédiaires financiers ne peut être comprise par l'emploi de cette seule expression, à moins de préalablement la définir en la délimitant très précisément, par opposition à d'autres obligations du même type : le devoir général d'information tout d'abord (I), les autres obligations portant sur l'information ensuite (II).

### I. Obligation d'information renforcée et devoir général d'information

On parle indifféremment d'obligation d'information tant pour évoquer l'obligation générale précontractuelle d'information qui repose sur la plupart des professionnels que pour renvoyer à différentes obligations d'information plus précises, propres à certaines situations ou à certains professionnels. Il serait plus adéquat de parler de « devoir général d'information » dans le premier cas, afin de ne pas confondre avec l'obligation plus précise des intermédiaires financiers dont il est question ici. Certains auteurs ont ainsi parlé « *d'obligation d'information renforcée* »<sup>23</sup> depuis l'arrêt *Buon* du 5 Novembre 1991<sup>24</sup> pour évoquer la seconde.

Dans cet arrêt, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a établi la jurisprudence selon laquelle l'intermédiaire financier a, quelles que soient les relations contractuelles qu'il entretient avec son client, « *le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors les cas où il en a connaissance* ». Il s'agit bien d'une obligation d'information renforcée, puisque celle-ci s'ajoute à l'obligation générale d'information qu'a le professionnel de la finance et ce, seulement dans le cas d'opérations spéculatives sur les marchés à terme. Impossible alors, vu les limites que cette obligation connaît, de la confondre avec un devoir général d'information. En outre, il semblerait que cette obligation ne soit pas seulement précontractuelle, puisque

---

23 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.352.

24 Cass. com., 5 nov. 1991, *Bull. civ. IV*, n° 327; *D.*, 1991, p.269.

l'information sur les risques encourus porte sur des risques liés à certaines opérations. Or, dans le cadre d'un même contrat d'intermédiation financière, le client peut réaliser plusieurs opérations à différents moments. Pour respecter cette obligation d'information renforcée, il faudra alors informer l'investisseur sur les risques propres à chaque opération avant la réalisation de chacune d'entre elles.

Depuis l'entrée en vigueur des dispositions transposant la directive MIF en matière de règles de bonne conduite, il faut relativiser les affirmations précédentes. Si l'on peut bel et bien parler d'obligation d'information renforcée en se fondant sur la jurisprudence *Buon*, cela devient plus compliqué dès que l'on se réfère aux dispositions du Code monétaire et financier ou à celles du Règlement général AMF. En effet, les obligations d'information qui incombent aux intermédiaires financiers dans ces textes sont très variées. Elles comprennent à la fois des obligations de s'informer sur le client<sup>25</sup> et d'informer celui-ci<sup>26</sup>. L'article 19 § 3 de la directive MIF montre cependant que celle-ci établit plutôt une obligation générale pesant sur le PSI de fournir à son client des informations appropriées lui permettant de comprendre la nature et les risques associés au service et aux instruments financiers envisagés.<sup>27</sup> Le principe central se trouve à l'article L. 533-12 CMF. Il s'agit de l'obligation de délivrer une information au contenu exact, clair et non trompeur quelle que soit la nature du client, afin que celui-ci puisse prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause. D'apparence générale, cette obligation d'information est tout aussi personnalisée que celle issue de la construction jurisprudentielle. En effet, il s'agit d'atteindre l'objectif qui consiste en la connaissance et la compréhension par le client de l'opération envisagée. Or, cela n'est possible que par la communication d'informations adaptées à la compétence de l'investisseur, ce que confirme l'existence de différents niveaux de protection en fonction du groupe de clients auquel l'investisseur appartient (client de détail, client professionnel, contrepartie éligible).

L'obligation d'information porte, que ce soit dans le cadre de la jurisprudence *Buon* ou dans celle de l'ordonnance du 12 Avril 2007, sur la fourniture d'informations relatives aux risques et à la nature des opérations financières. Elle ne peut donc se confondre avec la simple obligation précontractuelle d'information ou le devoir général d'information qui s'imposent à tout professionnel, en ce sens qu'elle ne pèse pas seulement sur le prestataire avant la

---

25 Art. L. 533-13, I et II, CMF.

26 Art. L. 533-12 II CMF.

27 D. Servais (Réal.), *Commentaire J. Mégret : Politiques économiques et sociales – Intégration des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Editions de l'Université de Bruxelles, 2007, n° 242.

conclusion du contrat ou au moment de sa conclusion, mais pour toute la durée de celui-ci et est propre à la profession de prestataire de services d'investissement. Mais une dernière distinction s'impose pour mieux appréhender cette obligation particulière.

## II. Obligation d'information et autres obligations portant sur l'information

« *De l'information objective à l'orientation dans le choix il n'y a parfois qu'un pas.* »<sup>28</sup>

Cette seule phrase suffit à expliquer toute l'ambiguïté qui se trouve entre l'obligation d'information et, principalement, les devoirs de conseil et de mise en garde. D'aucuns les distinguent tous les uns des autres (A), le problème résidant dans le fait que tous les auteurs ne leur donnent pas la même portée, d'autres voient en ces devoirs différents degrés de l'obligation d'information (B).

### A. Devoirs de conseil et de mise en garde

Distinguer l'information, le conseil et la mise en garde est chose difficile et source incessante de désaccords. Une partie de la doctrine s'entend pour dire que ces notions sont toutes différentes, mais les auteurs faisant partie de ce courant n'en tirent pas tous les mêmes conséquences. Ainsi, l'information consiste à « *porter à la connaissance du client des éléments d'information de façon purement objective et précise, en vue de lui permettre de décider en toute connaissance de cause* ». <sup>29</sup> Il s'agit d'éclairer le consentement du client en lui prodiguant lesdites informations. <sup>30</sup> Mais si l'intermédiaire incite son client à prendre telle décision plutôt qu'une autre, il glisse alors sur le terrain du devoir de conseil. Le conseil entraîne un véritable jugement de valeur, un avis sur ce qu'il convient de faire ou de ne pas faire. <sup>31</sup> En outre, l'information et le conseil auraient également pour différence, selon certains <sup>32</sup>, que la première soit d'ordre général et préalable à l'exécution du contrat, tandis que le conseil serait occasionnel, donné en fonction des besoins pour tel projet. Pour d'autres, cependant, la particularité du conseil serait de ne s'inscrire que dans le cadre de certains

---

28 J. Huet, « Responsabilité civile », *RTD Civ.*, 1986, p.369.

29 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 41.

30 X. Delpech, *D.*, 2006, p.2395, obs. sous Cass. com., 19 sept. 2006 (5 arrêts), *Aff. Bénéfic.*

31 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 31.

32 B. Vigneron, « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la bourse ? », *Droit et Patrimoine*, Janvier 1997, p.51.

contrats<sup>33</sup>, dont le conseil en investissement financier, ou de n'être donné que sous réserve d'une rémunération propre et après que le client a lui-même sollicité l'intermédiaire.<sup>34</sup>

Quant à la mise en garde, elle consiste pour les banquiers à attirer l'attention de leur client sur les dangers de telle opération<sup>35</sup>, sur les risques liés à un crédit, par exemple. Elle va donc au-delà de l'obligation d'information *stricto sensu*, mais ne va pas jusqu'à orienter le client, contrairement au devoir de conseil. Il s'agit d'une obligation intermédiaire, entre le conseil et l'information neutre. Pour le PSI, la mise en garde est donc un véritable avertissement sur les risques des opérations qu'ils souhaitent réaliser.<sup>36</sup> En ce sens, elle paraît correspondre à l'obligation prétorienne qui incombe aux intermédiaires financiers d'informer leurs clients sur les risques liés aux opérations spéculatives envisagées. Pour certains auteurs, il est bien question d'une obligation de mise en garde dans ce cas.<sup>37</sup> Mais ce n'est pas aussi simple, puisque pour certains de ces mêmes auteurs, obligations de mise en garde et de conseil s'insèrent dans le cadre plus général de l'obligation d'information.

Cependant, ce sont principalement pour les obligations d'information et de conseil que la jurisprudence entretient la confusion. Les deux notions sont en effet très souvent assimilées par les juges du fond, allant parfois jusqu'à employer les termes « *d'obligation d'information et de conseil* ». La Cour de cassation, en revanche, n'entretient pas la confusion, ne parlant toujours en ce domaine que « *d'obligation d'information* ». En droit boursier, il est donc plutôt question d'obligation d'information, alors qu'une jurisprudence assez proche en droit bancaire parle d'obligation de mise en garde.<sup>38</sup> En pratique, la jurisprudence montre que la responsabilité de l'intermédiaire est engagée quelle que soit la notion employée par les juges. Pourtant, une pluralité de notions pourrait *a priori* entraîner une pluralité de régimes. L'absence de conséquences quant à la solution retenue par les juges tend à appuyer la thèse selon laquelle il n'y aurait peut-être qu'une simple différence de degrés entre certaines de ces notions.

---

33 M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p.313.

34 H. de Vauplane, « La responsabilité civile des intermédiaires », *RD bancaire et bourse*, 1999, n° 76, p.230.

35 R. Routier, *op. cit.*, n° 351.12.

36 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 45.

37 M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p.314.

38 Cass. ch. mixte, 29 juin 2007: Juris-Data n° 2007-039908; *D.*, 2007, p. 1950, obs. V. Avena-Robardet, p.2081, note S. Piedelièvre.

## B. Une différence de degrés

Pour une partie de la doctrine, s'il existe bien une différence entre les obligations d'information, de conseil et de mise en garde, celle-ci ne serait qu'une différence de degrés et non de nature.<sup>39</sup> Les termes « obligation d'information » sont ici entendus de façon extrêmement large. Ces auteurs se fondent sur le droit commun des contrats et de la responsabilité civile contractuelle. Selon le premier, on aurait un cadre général de l'obligation d'information dans lequel s'insèreraient le renseignement, le conseil et la mise en garde, avec pour seule différence une gradation dans l'intensité de l'obligation.<sup>40</sup> Pour le second, il faudrait distinguer au sein de l'obligation d'information la simple obligation d'information générale, qu'on qualifie parfois d'obligation d'information « mode d'emploi », l'obligation d'information spéciale qui consiste en une information personnalisée visant à alerter le client en cas de besoin, et l'obligation de conseil.<sup>41</sup> Pour cet auteur, l'obligation issue de la jurisprudence *Buon* correspondrait à l'obligation d'information spéciale, qu'il appelle « *devoir d'alerte* ». Mais l'emploi du terme « alerte » est aussi problématique que celui de l'expression « obligation d'information ». En effet, il est nécessaire de savoir s'il s'agit d'un devoir d'alerte générale ou bien d'un véritable devoir d'alerte ponctuelle, visant à prévenir le client dès que de besoin tout au long de la relation contractuelle et frôlant ainsi les limites du principe de non immixtion qui pèse sur l'intermédiaire. Si l'on veut vraiment utiliser le terme « alerte », alors l'obligation consacrée par la jurisprudence *Buon* correspond au devoir d'alerte générale et préalable<sup>42</sup> sur les risques éventuels portant sur des opérations spéculatives données et non à un devoir d'alerte ponctuelle, comme c'est parfois le cas en matière d'appel à couverture. Préférons toutefois les termes « obligation d'information renforcée » ou « obligation d'information personnalisée », qui correspondent parfaitement à l'idée qui sous-tend cette jurisprudence, à savoir la prise en compte de la compétence et de la connaissance dont dispose l'investisseur.

L'ancien article 322-64 du Règlement général AMF disposait que « *le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus* » et

---

39 M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p. 311; J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.5-6; M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 221.

40 M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p.311.

41 J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.6.

42 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Litec, 2001, n° 991-1.

participait à la confusion entre les différents degrés ou notions. L'ordonnance du 12 Avril 2007 a introduit de nouvelles précisions. Elle distingue les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers des autres services des PSI.<sup>43</sup> Dans les deux cas, les intermédiaires doivent s'enquérir auprès de leurs clients d'informations portant sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement. Cela leur permet ensuite de réaliser, dans le premier cas, un test d'adéquation (*suitability test*) pour ne proposer à leurs clients que des instruments financiers adaptés et, dans le second, un test du caractère approprié des produits et services financiers. Il s'agit de tests similaires à celui que doivent effectuer les *broker-dealers* américains afin de remplir leur devoir de conseil selon la *suitability doctrine* et ne recommander ainsi à leurs clients que des actions ou titres appropriés au regard de leur situation.<sup>44</sup> Mais en l'absence de communication de telles informations par le client, les PSI français doivent s'abstenir de recommander des instruments financiers ou de fournir un quelconque service dans le cadre des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, tandis qu'ils doivent mettre en garde leurs clients avant de leur fournir le service en question quand il s'agit d'autres services. On retrouve donc ici les devoirs de conseil et de mise en garde, parfaitement distincts. A l'article L. 533-12 II CMF, c'est l'obligation d'information personnalisée portant sur les risques et la nature de l'opération envisagée que l'on retrouve. La directive MIF et les dispositions françaises l'ayant transposée semblent donc parfaitement distinguer les situations dans lesquelles le prestataire de services d'investissement doit informer son client, le conseiller et le mettre en garde. Il s'agit peut-être d'une simple différence de degrés au sein d'une obligation plus générale d'information. Mais ce qu'il faut retenir, c'est que ces différents devoirs ont un champ d'application désormais bien distinct en ce qui concerne les intermédiaires financiers, depuis le 1er Novembre 2007.

## **Section II : Champ d'application *ratione materiae***

Il s'agit principalement de se concentrer sur l'obligation d'information dite personnalisée que l'on trouve dans la directive MIF et non sur les obligations de conseil et de mise en garde ou les obligations d'information plus spécifiques également présentes dans ce

---

43 Art. L. 533-13 I et II.

44 P.-H. Conac, « Les devoirs d'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs aux Etats-Unis », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.354.

texte, bien que tout manquement à l'une d'entre elles puisse en principe engager la responsabilité de l'intermédiaire selon un régime relativement similaire. Il est en effet plus intéressant de comparer cette obligation<sup>45</sup> (II) à l'obligation d'information renforcée de la jurisprudence *Buon* (I), tant elles semblent proches tout en ayant un champ d'application assez différent.

## **I. L'obligation d'information dans la jurisprudence *Buon***

Trois principes ont été dégagés par l'arrêt rendu le 5 Novembre 1991 par la Chambre commerciale de la Cour de cassation.<sup>46</sup> Il s'agit de la généralité de la formule, puisqu'elle vaut pour tout type de convention conclue entre un intermédiaire financier et son client, de la limitation de la solution aux opérations spéculatives sur les marchés à terme et de l'exception de connaissance, car cette obligation disparaît lorsque le client est un investisseur averti. L'objet de cette jurisprudence est donc large, puisqu'elle porte sur les risques, et s'applique quelle que soit la relation contractuelle en cause (A). Mais son champ d'application matériel connaît une limite importante du fait de la condition d'opérations spéculatives (B).

### **A. L'indifférence quant à la relation contractuelle**

La généralité de l'attendu de principe de l'arrêt *Buon* vient de l'affirmation que l'obligation d'information sur les risques, s'agissant d'opérations spéculatives, pèse sur l'intermédiaire financier « *quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque* ». <sup>47</sup> Même le simple teneur de compte y est donc soumis. En revanche, la question s'est posée de savoir si cette obligation s'appliquait avec la même intensité quel que soit le contrat liant l'investisseur à l'intermédiaire. <sup>48</sup> En effet, un arrêt ayant précédé la jurisprudence *Buon* a pu semer le doute à propos du simple dépositaire de titres. <sup>49</sup> La Chambre commerciale avait jugé que le dépositaire devait informer son client des événements se rapportant directement aux titres, mais n'engageait pas sa responsabilité pour manquement à son obligation d'information en ne lui signalant pas ceux affectant plus généralement l'ensemble

---

45 Art. L. 533-12 II CMF; Art. 314-33 RG AMF.

46 Cass. com., 5 nov. 1991, préc.

47 Idem.

48 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.353.

49 Cass. com., 9 janv. 1990, *Simoneau* : *JCP G*, 1990, II, 21459, note J. Stoufflet.

du marché, le marché du titre ou la société ayant émis les titres.<sup>50</sup> Malgré des arrêts postérieurs à l'arrêt *Buon*<sup>51</sup> pouvant entrer dans la ligne de la jurisprudence *Simoneau*, il semble toutefois impossible d'affirmer que cela constitue une véritable position générale de la Cour de cassation ayant vocation à distinguer entre les relations contractuelles pour varier l'intensité de l'obligation d'information qui s'impose aux intermédiaires. En effet, si rien dans la jurisprudence de la Haute juridiction ne s'oppose à une telle idée, rien ne semble non plus suffisamment la conforter pour le moment. Quoi qu'il en soit, l'arrêt *Buon* a instauré ce qu'on pourrait appeler une obligation d'information minimum de l'intermédiaire au bénéfice de son client, quel que soit le contrat qui les lie.

C'est dès l'origine de la relation contractuelle que le PSI doit exécuter son obligation.<sup>52</sup> Sur ce point, il n'y a ni doute ni débat. Pourtant, le recours au visa de l'article 1147 du Code civil dans l'arrêt *Buon* et tous les arrêts ayant suivi n'est pas sans susciter de réactions, voire de vives critiques. Le fait de se fonder sur l'article 1147, coeur de la responsabilité contractuelle, semble sous-entendre la nature contractuelle de l'obligation, alors même que celle-ci, exécutée en partie avant le début de la relation contractuelle, n'est au mieux que précontractuelle. Mais de telles remarques ont trait à la nature de la responsabilité encourue par le PSI et seront donc développées plus tard.

## **B. La nécessité d'opérations spéculatives**

L'arrêt *Buon* comporte en fait deux solutions. La première consiste en un rappel de la jurisprudence antérieure sur l'impossibilité pour l'investisseur d'invoquer le défaut d'appel à couverture par l'intermédiaire pour engager la responsabilité de celui-ci. La seconde est celle déjà évoquée ayant instauré l'obligation d'information personnalisée. Cet arrêt a distingué ces deux questions tout en montrant en quoi elles étaient intimement liées. Leur point commun se trouve être la présence d'opérations spéculatives dans la plupart des affaires. Il s'agit donc de voir quelles opérations recouvre exactement la jurisprudence *Buon* (1) et les points de contact entre l'obligation d'information et l'appel à couverture (2).

---

50 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.353.

51 Cass. com., 3 juill. 2001 : *RJDA* 1/2002, n° 80, p. 59; CA Paris, 4 Janv. 2000 : *RD bancaire et fin.*, 2000, p.182; CA Lyon, 28 Mars 2002, *Juris-Data* n° 2002-181122.

52 Cass. com., 2 nov. 1994, arrêt 1945 P, *Bull.* n° 319; *RJDA* 1195/I, p.27, note M.-C. Piniot.

## 1. Opérations spéculatives et opérations complexes

Depuis le krach de 1987 et avec le développement de la protection de la partie « faible », le contentieux général relatif à l'obligation d'information s'est intensifié en droit financier, sous les nombreuses demandes d'investisseurs déçus désireux de combler leurs pertes. Les juges ont donc été soucieux de circonscrire le champ d'application de l'obligation d'information en ce domaine, afin de ne pas faire peser sur les intermédiaires financiers les risques et aléas inhérents aux marchés financiers. Ceci explique le cantonnement de l'obligation d'information portant sur les risques aux opérations spéculatives. Pourtant, la spéculation apparaît elle-même inhérente aux marchés financiers. On ne voit alors pas en quoi limiter l'application de cette obligation aux opérations spéculatives serait une véritable limite.<sup>53</sup> Mais c'est oublier qu'il existe un certain nombre d'opérations non spéculatives, dont les opérations boursières classiques réalisées sur les comptes de titres. « *Le banquier teneur de comptes de titres n'est pas tenu, en l'absence d'opérations spéculatives, à une obligation de mise en garde envers son client.* »<sup>54</sup> La solution est claire et a été récemment confirmée dans la fameuse *Affaire Bénéfic*.<sup>55</sup> Elle se comprend par le fait que les opérations spéculatives comportent *a priori* plus de risques pour l'investisseur, surtout le profane. Elles sont également souvent plus complexes.

En outre, la Cour de cassation parle depuis 1991 « *d'opérations spéculatives sur les marchés à terme* » et non de toute opération spéculative. Or, ces deux notions associées, puisque différentes, devraient en principe être complémentaires et limiter encore un peu plus le champ d'application matériel de l'obligation d'information évoquée. « *Un marché à terme est un marché sur lequel le dénouement des opérations pour les deux parties n'a pas lieu immédiatement mais à échéance [...], [alors] que la spéculation renvoie aux motivations de l'investisseur* »<sup>56</sup>, à savoir : réaliser un profit du fait des variations de cours. On peut dès lors avoir une opération spéculative qui ne soit pas réalisée sur un marché à terme si le règlement s'est fait au comptant.

---

53 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.353.

54 Cass. com., 14 déc. 2004, n° 03-10.099, publié au bulletin; *D.*, 2005, AJ p.360.

55 Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.344, *Juris-Data* n° 2006-035004 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.304, *Juris-Data* n° 2006-035003 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 04-19.522 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.343 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-15.305 ; *RD bancaire et fin.*, 2007, n° 1, p.43, note S. Torck ; *D.*, 2006, p.2395, obs. X. Delpech.

56 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 223.

Est-ce à dire que l'opération doit être spéculative et réalisée sur un marché à terme ou bien que ces deux éléments sont alternatifs ? A dire vrai, dans la solution de 2004, les juges n'ont pas évoqué les marchés à terme. Dans le communiqué mis en ligne sur le site de la Cour de cassation suite aux cinq arrêts rendus dans le cadre de l'*Affaire Bénéfic*, il est précisé qu'il s'agit d'une simple confirmation de la jurisprudence constante en la matière et seuls les termes « *opérations spéculatives* » sont utilisés. La jurisprudence semble donc soit se contenter d'opérations spéculatives, même si celles-ci correspondent essentiellement, en pratique, à des opérations sur des instruments financiers à terme<sup>57</sup>, soit simplement considérer ces deux conditions comme alternatives.

Peut-on assimiler les opérations spéculatives à des opérations complexes ? En effet, la distinction entre opérations spéculatives et non spéculatives effectuée par la jurisprudence se justifie non seulement par les plus grands risques liés aux premières, mais aussi par la plus grande complexité de celles-ci par rapport aux secondes, tout du moins pour l'opérateur profane. Mais toute opération spéculative n'est pas complexe, et inversement. On ne saurait donc assimiler les deux notions, même si c'est ce que semblent avoir fait certains juges du fond dans l'*Affaire Bénéfic*, avant de voir leurs arrêts cassés sur ce point.

## 2. Opérations spéculatives et appel à couverture

Parallèlement, une autre confusion a longtemps été faite, à laquelle la Cour de cassation a mis un terme.<sup>58</sup> Il s'agissait de l'idée selon laquelle l'obligation d'appel à couverture était édictée dans l'intérêt du client et que le défaut d'appel pouvait entraîner la responsabilité de l'intermédiaire. En fait, celle-ci est édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché.<sup>59</sup> Il s'agit d'une obligation professionnelle dont la violation engage seulement la responsabilité disciplinaire de l'intermédiaire.<sup>60</sup> Mais si l'intermédiaire n'engage pas sa responsabilité envers l'investisseur pour le seul défaut d'exigence de couverture, il peut l'engager pour ce même manquement sur le fondement de l'obligation d'information sur les risques encourus. Le défaut d'exigence de la couverture a en effet été vu par les juges comme une abstention pouvant également constituer une violation de l'obligation d'information

---

57 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.353.

58 Cass. com., 8 juill. 2003 : *Bull. Joly Bourse*, 2003, note L. Ruet, p.595 ; *JCP E*, 2003, n° 1589, note Ph. Goutay.

59 F. Auckenthaler, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004, n° 896.

60 T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 2<sup>ème</sup> éd., Economica, 2005, n° 382.

renforcée. Toutefois, le défaut d'appel à couverture ne peut bien sûr constituer un tel manquement qu'en présence d'opérations spéculatives sur les marchés à terme. C'est ici que se trouve le point de recoupement de ces deux questions juridiques. La Cour de cassation a donné en 1991 une solution à la première question, le fait que le client ne puisse pas invoquer le seul défaut d'appel à couverture pour engager la responsabilité civile de son intermédiaire, pour la contrebalancer aussitôt dans le même arrêt sur le deuxième point. En permettant audit client, en pratique, de se retourner contre le prestataire dans de nombreuses affaires ayant trait à la couverture et à l'obligation d'information, elle a en quelque sorte limité la portée que cette solution aurait pu avoir.

Ces deux obligations, bien qu'intimement liées dans les faits, n'en demeurent pas moins parfaitement autonomes. Ainsi, en s'acquittant de son obligation d'appel à couverture, l'intermédiaire ne s'exonère pas automatiquement de son obligation d'information, et ce même dans le cas d'opérations spéculatives sur les marchés à terme. En outre, cette jurisprudence ne change en rien la nature de la couverture<sup>61</sup>, puisqu'elle se fonde sur l'obligation d'information. Celle-ci demeure bien dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché, et non dans celui du client.

Que penser, alors, de ces deux récents arrêts rendus à seulement deux semaines d'intervalle par la Chambre commerciale dans deux affaires différentes ? Le premier<sup>62</sup> est un arrêt de cassation, tandis que le second<sup>63</sup> est un arrêt de rejet. Mais les deux sont rendus dans le cadre d'un manquement à l'obligation d'appel à couverture, aux vises des articles 1147 du Code civil et L. 533-4 CMF tel que rédigé avant l'ordonnance du 12 Avril 2007. Malgré l'ancienne rédaction de l'article L. 533-4 CMF, d'aucuns pensent qu'il y a « un peu de MIF » dans ces arrêts. Il semble donc plus adapté de les évoquer dans ce cadre.

---

61 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, n° 933.

62 Cass. com., 12 févr. 2008 : *D.*, 2008 AJ. 689, obs. X. Delpech ; *Droit et Patrimoine*, Hebdo, 2008, n° 692, 9 Avril, p.1.

63 Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-10.761 : publié au bull.; *D.*, 2008, p.776, obs. X. Delpech ; *Dépêches JurisClasseur*, 29 Février 2008, p.316.

## II. L'obligation d'information dans la directive MIF

La directive MIF poursuit un double objectif afin d'atteindre la libéralisation de la concurrence voulue par la Commission et le Conseil de l'Union européenne. Il s'agit de l'harmonisation des règles de conduite et du renforcement de la protection des investisseurs. La première est nécessaire à une véritable concurrence entre les intermédiaires. Le second en est son inévitable corollaire, afin que les PSI ne détournent pas cette concurrence à leur profit. La protection du client serait d'ailleurs le *leitmotiv* de ce texte selon certains<sup>64</sup>. Pourtant, il s'agit plutôt de trouver un équilibre approprié entre un niveau d'information suffisant des investisseurs, afin qu'ils prennent leurs décisions en toute conscience et connaissance, et des obligations pesant sur les PSI qui ne soient ni disproportionnées ni déraisonnables.<sup>65</sup> Comme l'information personnalisée de la jurisprudence *Buon*, l'information exigée par la directive MIF doit être donnée en temps utile, c'est-à-dire avant la conclusion de la convention ou avant la fourniture du service. Mais son champ d'application matériel diffère.

Qu'il s'agisse de n'importe quelle information exigée depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 Avril 2007, celle-ci ne se limite pas aux seules opérations spéculatives. Surtout, l'obligation d'information personnalisée de l'article L. 533-12 II CMF, qui est la plus proche de celle issue de la jurisprudence *Buon*, se distingue précisément de cette dernière sur ce point. Elle ne connaît aucune limite quant à son champ d'application matériel. En outre, son objet est également plus large. En effet, l'obligation prétorienne a pour objet les risques encourus liés aux opérations envisagées. C'est également le cas de l'obligation du Code monétaire et financier. Mais cette dernière va plus loin, en précisant que le client, à travers la communication des informations nécessaires, doit comprendre « *la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents* ». L'article 314-18 du Règlement général AMF précise sur quels éléments les différentes informations doivent porter et reprend le contenu du II de l'article L. 533-12 CMF. Les deux textes vont donc plus loin que la jurisprudence en ne reprenant pas les limites que cette obligation connaissait en France depuis 1991. Un élément, toutefois, semble rappeler la condition des opérations spéculatives, mais ne fait au fond qu'accentuer cette différence. Il

---

64 J. Ansidei, E. de Fournoux et P. Laurent, *Directive MIF – Construire le marché financier européen*, Revue Banque Edition, 2007, p.116.

65 D. Servais (Réal.), *op. cit.*, n° 242.

s'agit de la référence à un service portant sur des « *instruments financiers non complexes* ». <sup>66</sup>  
L'obligation de mettre en garde le client sur le caractère inadapté du service ou de l'instrument choisi <sup>67</sup> n'a ainsi pas lieu d'être en matière de service d'exécution simple <sup>68</sup> sous certaines conditions énoncées, notamment le fait qu'il s'agisse d'instruments financiers à caractère non complexe.

Certains auteurs se demandaient après l'édiction de l'ordonnance quelle serait l'influence des nouveaux textes sur la jurisprudence en matière de couverture des ordres passés sur les marchés à terme. <sup>69</sup> Il semblerait que dans deux arrêts rendus en ce début d'année 2008 <sup>70</sup> la Cour de cassation ait tenté d'y répondre.

Le premier arrêt reprend le contenu de l'article L. 533-4 CMF dans son ancienne rédaction et conclut que le PSI, quelles que soient ses relations contractuelles avec son client, est tenu de s'enquérir de la situation financière de celui-ci, soit une solution en contrariété totale avec celle adoptée par la cour d'appel de Douai, qui se fondait sur l'absence de mandat de gestion pour justifier le fait que la société prestataire n'avait pas l'obligation de vérifier le patrimoine de sa cliente. L'appel de couverture n'a dans cette espèce aucune incidence. Mais peut-être est-ce parce que la société avait bien invité sa cliente à reconstituer la couverture... Néanmoins, cet arrêt, bien que rendu au visa d'un article ayant été abrogé par l'ordonnance du 12 Avril 2007, a pour certains un « goût de MIF », en ce que la solution et l'attendu de principe reprennent au fond le contenu de l'article L. 533-13 I CMF version nouvelle. <sup>71</sup> Il est vrai que cet arrêt fait penser à une disposition de la directive MIF, d'autant plus que cette solution, totalement nouvelle dans ce domaine, ne connaît pas de précédents. Cependant, sa solution diffère justement de l'article cité dans son élément essentiel. Le propre de l'article L. 533-13 CMF est de distinguer, aux I et II, entre différents services d'investissement et donc entre différentes relations contractuelles pouvant lier un intermédiaire à son client. Or, l'arrêt de la cour d'appel de Douai a été cassé à cause de la prise en compte de la relation contractuelle et de la distinction effectuée entre l'une (le mandat de gestion) et les autres. Le « point phare » de cet attendu réside en effet dans le morceau de phrase « *quelles que soient*

---

66 Art. L. 533-13, III, 1° CMF.

67 Art. L. 533-13, II, al. 2 CMF.

68 B. de Saint Mars, « Conflits d'intérêt et règles de conduite : Quels impacts de la directive MIF sur le cadre français ? », *Bull. Joly Bourse*, 2007, p.630.

69 A.-C. Muller, « Modification du Règlement général AMF », *RD bancaire et fin.*, Mai-Juin 2007, p.36.

70 Cass. com., 12 févr. 2008, préc.

71 X. Delpech, *D.*, 2008 AJ. 689.

*ses relations contractuelles avec son client* ». Si l'on veut rapprocher cette solution d'une autre qui nous est familière, il s'agit plutôt de celle retenue par la jurisprudence *Buon* que de celle issue de la directive MIF, sauf à vouloir insister sur l'obligation de s'informer du PSI. Mais celle-ci était dans les faits également sous-entendue par la jurisprudence française, puisque le prestataire, devant savoir s'il avait affaire à un opérateur profane ou averti, devait s'informer sur ce dernier, sans toutefois aller jusqu'à prendre connaissance de la situation financière de celui-ci.

Le second arrêt ressemble de prime abord à un véritable revirement de jurisprudence en matière de responsabilité de l'intermédiaire financier pour défaut d'appel à couverture. Cet arrêt de rejet est également rendu aux visas des articles 1147 du Code civil et L. 533-4 CMF version ancienne. Là encore, les faits sont antérieurs à l'entrée en vigueur des dispositions nouvelles du Code monétaire et financier. Il est aussi question de couverture, à la différence que cette fois-ci la solution de l'arrêt porte bien sur ce point. La cour d'appel de Paris avait rejeté la responsabilité de l'intermédiaire pour manquement à son obligation de couverture en reprenant la jurisprudence selon laquelle l'obligation de couverture n'est édictée que dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du client. A part un arrêt qui avait fait beaucoup de bruit<sup>72</sup>, cette jurisprudence était constante et rien ne pouvait laisser croire que l'arrêt rendu en second degré serait cassé, sauf sur le motif que ce manquement constituait également une violation de l'obligation d'information pesant sur le PSI. Pourtant, l'attendu de l'arrêt de la Chambre commerciale ne reprend pas la formule de l'arrêt *Buon*, ni celle de l'arrêt du 8 Juillet 2003.<sup>73</sup> Il se fonde sur l'obligation de diligence qui incombe à l'intermédiaire, ainsi que celles l'engageant à « *promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché* ». Plus que dans le premier arrêt, cette formule rappelle la façon dont la directive MIF a particulièrement insisté sur les règles de bonne conduite et que l'on retrouve notamment dans l'article L. 533-11 CMF et, dans une rédaction quasiment similaire à celle de l'attendu, dans l'article 314-3 du Règlement général AMF. Ce qui est intéressant dans cette espèce n'est pas tant le revirement sur la finalité de l'obligation de couverture, qui n'en est peut-être pas un, que le raisonnement et le fondement de la solution. Il s'agit en effet d'un manquement à l'obligation d'appel à couverture mais dans le cadre d'acquisition de titres spéculatifs. L'arrêt n'évoque à aucun moment un quelconque

---

72 Cass. com., 14 janv. 2003, *Borja : Banque et Droit*, Mars-Avril 2003, p.33, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre; *Bull. Joly Bourse*, 2003, p.254, note L. Ruet.

73 Cass. com., 8 Juill. 2003, *JCP E*, 2003, n° 1589, note Ph. Goutay.

manquement à l'obligation d'information. Mais celui-ci est peut-être sous-entendu et caractérisé par le défaut d'appel à couverture, dans la lignée de la jurisprudence rendue en la matière. Voilà pourquoi ce revirement n'est peut-être pas si déstabilisant.<sup>74</sup> Il demeure toutefois très intéressant, ne serait-ce que pour « l'esprit de la directive MIF » qu'il semble apporter à la jurisprudence, dans une espèce où les faits sont antérieurs à l'entrée en vigueur de l'ordonnance l'ayant en partie transposée.

Quant au champ d'application personnel de l'obligation d'information des intermédiaires financiers, celui-ci semble assez similaire dans la jurisprudence et dans la directive européenne, du fait d'une distinction, au sein des investisseurs, entre différentes catégories d'épargnants bénéficiant de différents degrés de protection.

### **Section III : Champ d'application *ratione personae***

C'est avec l'avènement du consumérisme que s'est développée l'obligation d'information. Organisée contre le cocontractant du consommateur, la protection de la partie « faible » s'est construite sur une opposition entre professionnels et non professionnels. Si c'est à l'encontre des risques du marché et non à l'encontre de l'intermédiaire financier qu'est organisée la protection de l'investisseur<sup>75</sup>, l'obligation d'information pèse cependant sur lui en tant que professionnel du monde financier (II) et bénéficie *in fine* à son client (I).

#### **I. Le débiteur de l'obligation**

Le débiteur de l'obligation d'information est l'intermédiaire financier. Mais il s'agit d'un terme large, qui ne correspond d'ailleurs pas exactement à ceux employés tant par la jurisprudence *Buon* que par la directive MIF. Le terme « d'intermédiaire » s'explique par le fait que le professionnel de l'investissement n'était autrefois considéré que comme un simple exécutant des ordres de son client<sup>76</sup>, sans marge de manoeuvre particulière et ne fournissant pas d'éléments d'information à ce dernier. Le recours à ce professionnel s'expliquait par le

---

74 X. Delpech, note sous Cass. com., 12 févr. 2008, *D.*, 2008, p. 776.

75 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 466.

76 J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », *RD bancaire et fin.*, 2002, n° 6, p.352.

monopole légal des agents de change. Dans l'arrêt *Buon*, la Cour de cassation a sensiblement modifié cette vision de l'intermédiaire, qui n'est désormais plus un « simple intermédiaire ». Pourtant, dans ce même arrêt, c'est au banquier qu'elle fait référence, et non à tout intermédiaire financier. Mais la Cour de cassation l'entendait ainsi et les arrêts ayant suivi, tant des juges du fond que de la cour régulatrice, ont indifféremment employé les termes de « professionnel », « banquier » (fournissant des services d'investissement), « intermédiaire financier » et « prestataire de services d'investissement ». En outre, l'indifférence de la jurisprudence à la nature de la relation contractuelle liant cette personne à son client confirme le fait que cette obligation d'information s'impose à tous, tant les teneurs de comptes de titres que les mandataires.

Les directives européennes, que ce soit la directive MIF ou la directive dite d'application<sup>77</sup> édictée afin de préciser sa mise en oeuvre, n'emploient quasiment pas le « terme de prestataire de services d'investissement ». Il s'agit de prestataires de services, certes, mais les différentes règles de conduite et obligations s'imposant à ce qu'en France nous appelons les PSI visent dans les textes européens les entreprises d'investissements ainsi que les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement. Pourtant, les dispositions du Code monétaire et financier, modifiées suite à l'ordonnance du 12 Avril 2007, parlent bien de PSI. Il s'agit des mêmes débiteurs de l'obligation d'information que dans les textes communautaires, mais le terme français regroupe les entreprises d'investissement et les établissements de crédit agréés pour la fourniture de services d'investissement.<sup>78</sup> En parlant de prestataires de services d'investissement dans le Code monétaire et financier et le Règlement général AMF ainsi que dans la jurisprudence, le droit français démontre l'apparente identité des débiteurs de l'obligation d'information dans la directive MIF et la jurisprudence *Buon*. Toutefois, on trouve dans le Livre V du Code monétaire et financier une distinction entre les PSI (Titre III) et les « autres prestataires de services » (Titres IV), dont fait partie le conseiller en investissements financiers.<sup>79</sup> Or, les règles de bonne conduite, dont celle portant sur l'obligation d'information personnalisée, se trouvent uniquement dans le Titre III. L' article L. 541-4, 4° CMF reprend le test d'adéquation dû en cas de fourniture du service de conseil en investissement de l'article L. 533-13 I CMF, puisqu'il est justement question d'un conseiller en investissements financiers, mais l'obligation

---

77 Directive n° 2006/73/CE du 10 Août 2006, JOUE du 2 Septembre 2006.

78 Art. L. 531-1 al. 1 CMF.

79 Art. L. 541-1 CMF.

énoncée à l'article L. 533-12 CMF n'est pas reprise. Pourtant, ce dernier article vise les PSI et aucun autre type de prestataires. Est-ce à dire que le conseiller en investissements serait dépourvu d'une telle obligation ? En aucun cas. Qui fournit un conseil ne peut qu'être *a fortiori* redevable d'une obligation d'information personnalisée qui s'impose à tout prestataire fournissant un service d'investissement. Enfin, le fait que le conseil en investissement soit évoqué dans le Titre III nous assure qu'une personne spécialisée dans ce service ne dispose pas d'un statut suffisamment différent pour se voir exonérée de l'obligation d'information due par les PSI. Cette obligation, comme dans la jurisprudence, s'impose à tout prestataire de services en investissement, entendu dans un sens plus large que le découpage du LIVRE V du Code monétaire et financier le laisse entendre. Le débiteur de cette obligation est le même, qu'il s'agisse de l'obligation prétorienne ou de l'obligation légale issue de la transposition de la directive MIF. Du côté du débiteur, le domaine personnel de l'obligation d'information est général. Ce n'est en revanche pas le cas du point de vue du créancier.

## II. Le créancier de l'obligation

Le créancier de l'obligation d'information est un investisseur sur les marchés financiers, plus précisément le client du prestataire de services d'investissement. Mais il ne s'agit pas de tout investisseur ni de tout client. Si c'est en opposition avec la notion de professionnel que celle de consommateur s'est construite, notons que l'investisseur n'est pas un consommateur et que c'est en tant qu'intervenant sur le marché qu'il est protégé, et non en tant que cocontractant du professionnel<sup>80</sup>. La définition de l'investisseur ne peut donc se construire en opposition avec celle du professionnel. Bien plus, le statut de professionnel de certains investisseurs permet à l'intermédiaire financier de distinguer parmi ses clients ceux qui méritent la protection instaurée par le biais de l'obligation d'information qui pèse sur lui et ceux qui n'en bénéficieront pas ou à un degré moindre. Mais les investisseurs sont différemment appréhendés par le droit, que ce soit en leur qualité d'opérateur, de client<sup>81</sup> ou de détenteur de valeurs mobilières<sup>82</sup>, sans pour autant qu'il en ressorte une définition générale.<sup>83</sup> En outre, la notion d'investisseur est multiple. En l'absence de définition positive de toutes les catégories d'investisseurs (A), on ne peut donc appréhender le créancier de

---

80 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 466.

81 Directive MIF, préc.

82 Directive « transparence », préc.

83 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 465.

l'obligation d'information renforcée que par opposition aux investisseurs à qui ne profite pas cette protection, ou qui n'en bénéficient que dans une moindre mesure (B).

### A. Absence de définition positive

En introduisant la notion d'investisseur qualifié, la loi DDOEF du 2 Juillet 1998<sup>84</sup> aurait consacré l'abandon par le droit français de la notion unique d'investisseur dans les marchés financiers.<sup>85</sup> Constatant une inégalité de fait parmi les investisseurs, le droit français a décidé d'y remédier en adoptant « *un régime dualiste, voire pluraliste, applicable aux investisseurs* »<sup>86</sup> qui permet de répondre aux besoins de protection de certains investisseurs moins avisés que d'autres. Mais le principe d'une distinction entre les investisseurs, qui existait déjà à l'étranger<sup>87</sup>, s'est imposé de manière progressive en droit français, en premier lieu aux juges de la Cour de cassation. De la solution de l'arrêt *Buon* et de l'exception de connaissance ainsi affirmée (« *hors les cas où il en a connaissance* »), on a admis l'existence d'un investisseur profane, opposé à l'investisseur averti. De même, dans la directive MIF, la protection passe par la classification dans l'une des trois catégories de clients instaurées par le texte<sup>88</sup>, opposant le client de détail au client professionnel et à la contrepartie éligible et permettant ainsi une application différenciée des règles de bonne conduite.

Mais tant la notion d'opérateur profane que celle de client de détail ne peuvent se comprendre seules. En effet, la première s'apprécie *in concreto*, au regard de la connaissance que peut avoir l'investisseur du marché, de l'opération spéculative qu'il veut réaliser et des risques y afférents. Elle ne se définit donc que par opposition à l'investisseur averti, caractérisé dans le cas où le client possède une telle connaissance. Quant au client de détail, bien que défini dans plusieurs textes, il ne l'est que par défaut, ce qui rend le recours à la notion de client professionnel également indispensable. Ainsi, pour connaître la portée de ces deux catégories et savoir si elles se recoupent, il nous faut donc les appréhender en même temps que celles d'opérateur averti et de client professionnel.

---

84 Loi n° 98-546 du 2 Juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF), JORF du 3 Juillet 1998, p.10127.

85 M.-J. Experton, «L'investisseur qualifié», *Bull. Joly Bourse*, Mars-Avril 1999, p.140.

86 M.-J. Experton, *op. cit.*, p.142.

87 not. aux Etats-Unis dans le *Securities Act* (1933) et le *Securities Exchange Act* (1934).

88 I. Riassetto et M. Storck, *op. cit.*, p.90.

## B. Recours à une définition négative

L'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 Avril 2007 ayant partiellement transposé la directive MIF a marqué l'arrivée en droit positif français des notions de client de détail, client professionnel et contrepartie éligible (3). Cette segmentation de la clientèle, bien que nouvelle, semble faire écho à la distinction jurisprudentielle entre opérateur profane et opérateur averti (1). La superposition déjà complexe de ces deux régimes se complique encore avec l'instauration de la notion d'investisseur qualifié (2). Il s'agit donc d'appréhender successivement ces différentes notions pour voir si celles-ci se recoupent et surtout si la nouvelle réglementation se trouve sur ce point dans la lignée de la jurisprudence *Buon*.

### 1. Opérateur averti et opérateur profane

« Accrédité », « initié », « spécial », « avisé » et parfois même « qualifié »<sup>89</sup>, l'opérateur averti est tout sauf un investisseur profane. La distinction entre les deux trouve son intérêt dans l'atténuation de l'obligation d'information de l'intermédiaire financier en présence d'un investisseur averti. La loi MAF du 2 Juillet 1996<sup>90</sup> a consacré la distinction élaborée par la jurisprudence sans toutefois définir ni la notion d'investisseur profane ni celle correspondant à l'investisseur averti. Car le fait qu'il s'agisse d'un investisseur « *averti* » et non d'un investisseur « *professionnel* » n'est pas certain, tant ce texte insistait sur la prise en compte de « *la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service est rendu* »<sup>91</sup>. Le droit bancaire distingue également selon la qualité de l'emprunteur et estime qu'un devoir de mise en garde pèse sur le banquier dispensateur de crédit vis-à-vis de l'emprunteur profane, tandis qu'une simple obligation d'information lui est imposée vis-à-vis de l'emprunteur averti dans le cas où la banque connaît mieux la situation financière de ce dernier que lui.<sup>92</sup> Dans le cadre de l'obligation d'information personnalisée de la jurisprudence *Buon*, le fait de fournir un service d'investissement à un client averti permet au PSI de s'exonérer de la responsabilité qui lui incombe en cas de manquement à cette obligation en invoquant l'exception dite de connaissance.

---

89 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 375.

90 Loi n° 96-597 du 2 Juillet 1996 de modernisation des activités financières (MAF).

91 Art. L. 533-4 CMF ancienne version.

92 Cass. ch. mixte, 29 juin 2007, *préc.*

L'appréciation du caractère averti ou non de l'investisseur s'effectue en principe lors de la conclusion de la convention, par exemple lors de l'ouverture du compte<sup>93</sup>, puisque l'intermédiaire doit s'acquitter de son obligation dès l'origine de la relation contractuelle<sup>94</sup>, bien que celle-ci lui incombe tout au long de ladite relation. Car la qualité du client peut varier au cours de la relation contractuelle, en fonction tant de l'opération elle-même<sup>95</sup> que de son expérience grandissante avec le temps. Le client non averti, et donc profane, peut ainsi devenir averti à force d'opérations similaires réalisées sur les marchés ou être considéré comme averti vis-à-vis d'une autre opération, tout en restant profane dans le domaine de la première. Subjective et relative, la notion d'investisseur averti n'est donc pas immuable. C'est, par la force des choses, également le cas de la notion d'opérateur profane, qui lui est intrinsèquement liée.

Cette appréciation doit être réalisée selon une analyse *in concreto* en utilisant une approche multi-critères, car aucun critère n'est à lui seul suffisant. La compétence professionnelle, la nature des opérations et la connaissance des instruments et des marchés financiers en font partie<sup>96</sup>. A ces différents indices, on peut ajouter la précision des ordres et volume, les connaissances techniques et l'expérience professionnelle en matière financière<sup>97</sup>, les capacités intellectuelles du client, son âge et les risques spécifiques à chaque opération.<sup>98</sup> Bien plus que l'expérience, c'est donc la possibilité pour le client de prendre conscience des risques que les juges recherchent.<sup>99</sup> La notion d'investisseur averti renvoie ainsi à une « *une personne présumée être suffisamment informée et expérimentée dans le domaine financier pour pouvoir évaluer seule les risques d'une opération* »<sup>100</sup>. *A contrario*, celle d'investisseur profane s'entend d'une personne n'en ayant pas la possibilité.

C'est en la personne même de l'opérateur que doit s'apprécier le caractère averti ou profane. En apparence évidente, cette règle ne l'est plus dès qu'il s'agit de l'appliquer à certaines situations, certes bien spécifiques, mais qui ne constituent pas de simples cas

---

93 R. Routier, *op. cit.*, n° 353.21.

94 Cass. com., 2 nov. 1994, préc.

95 F. Auckenthaler, *op. cit.*, n° 901.

96 J.-G. D'Hérouville, «La notion d'investisseur averti», *Banque et Droit*, 1998? n° 57, p.21.

97 H. de Vauplane, «La responsabilité civile des intermédiaires», *RD bancaire et bourse*, 1999, n° 76, p.231.

98 M. Storck, «Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de services d'investissement», *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 3, p.313.

99 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, n° 993.

100 H. de Vauplane, note sous Cass. com., 13 juin 1995, *Bull. Joly Bourse*, 1995, p.511.

d'école. *Quid*, par exemple, du « *mandataire averti* »<sup>101</sup> ? Que ce soit un particulier qui ait recours à un autre intermédiaire financier ou une société représentée par son dirigeant, la question se pose de savoir à quel niveau le caractère averti doit être apprécié. Le client doit être personnellement averti, et non indirectement par le biais de son mandataire. Il importe alors peu qu'un particulier ait eu recours à un mandataire, même averti, si lui ne l'était pas personnellement.<sup>102</sup> Ainsi, profane est l'investisseur qui, faute de réalisation directe des opérations, n'avait pas connaissance des risques encourus, bien qu'il ait réalisé des opérations sur les marchés à terme depuis quatre ans par l'intermédiaire de son mandataire professionnel disposant d'une procuration générale.<sup>103</sup> Pour une société, en revanche, c'est le caractère averti ou non du dirigeant qui entre en compte, sauf à ce qu'un préposé disposant du pouvoir de passer les ordres soit lui-même averti et conscient des risques liés à ces derniers, bien que le dirigeant ne le soit pas.<sup>104</sup>

La distinction entre le profane et l'investisseur averti est parfois chose difficile, surtout dans le cadre de couples mariés au sein desquels l'un est profane et l'autre averti. Dans une première espèce, la Cour de cassation a confirmé sa jurisprudence. Le caractère averti ou profane devait s'apprécier eu égard à la cliente au nom de laquelle le compte avait été ouvert, et non eu égard à son mari, investisseur averti ayant reçu une procuration de sa femme et réalisé des opérations sur les marchés à terme.<sup>105</sup> L'obligation n'est en aucun cas atténuée par l'intervention d'intermédiaires compétents dans le domaine des marchés financiers, qu'ils soient professionnels ou non. Dans une espèce similaire, la Cour de cassation a rendu la solution inverse, considérant le couple marié comme averti, bien que la femme soit une profane, puisqu'il s'agissait d'un compte joint au nom des deux époux que le mari, investisseur averti, avait le pouvoir de faire fonctionner seul.<sup>106</sup> Dans certaines situations ne comprenant aucun tiers se situant entre l'intermédiaire financier et le client, la Cour de cassation estime même que, bien que l'investisseur ne soit pas un opérateur averti, il ne peut être considéré comme un profane et bénéficiaire de l'obligation d'information instaurée par la jurisprudence

---

101 R. Routier, *op. cit.*, n° 353.22.

102 Cass. com., 9 avr. 1996, *Mela c/ Sté Marseillaise de crédit*, n° 94-15.668 ; Cass. com., 5 oct. 2004, *Demoiselle X c/ Société Ferry* : *Bull. Joly bourse*, 2005, p.176, note B. Le Bars.

103 Cass. com., 5 oct. 2004, préc.

104 CA Paris, 27 oct. 2003, *Sté CICA c/ Sté Bourse Direct*, n° 2002/09206 : *Lexbase* n° A6195DAP, *Banque et Droit*, Mars-Avril 2004, p.31, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

105 Cass. com., 13 juin 1995, *SA Didier Philippe c/ Nemegyci* : *Bull. Joly Bourse*, 1995, p.392, note H. de Vauplane, p.508.

106 Cass. com., 24 mars 1998, n° 96-17.758, inédit.

*Buon.* La limite entre le profane et l'opérateur averti est parfois difficile à tracer. La distinction perd même tout son sens dans le cadre des ordres de bourse passés *via* internet.

Ainsi, en raison de la grande difficulté, si ce n'est de l'impossibilité, d'évaluer la compétence de l'investisseur sur internet, une présomption d'incompétence de ce dernier a été posée par le Conseil des marchés financiers dans la décision n° 99-07. L'article 7 alinéa 2 de cette décision dispose que le client sur internet doit toujours être considéré comme un client sans compétence professionnelle ni expérience particulière en matière d'instruments financiers. Certes, cette décision ne vise que certaines catégories d'activités très précises. Mais cette présomption d'incompétence, qui ne s'appuie sur aucune réalité factuelle, enlève une partie de son sens à la distinction entre investisseur profane et investisseur professionnel, d'autant plus qu'en pratique, nombreux sont les investisseurs sur internet à être des investisseurs avertis. Le prestataire de services d'investissement semble toutefois pouvoir rapporter la preuve du caractère averti de l'investisseur en cas de contentieux.<sup>107</sup> En pratique, établir une telle preuve paraît cependant assez difficile.

En matière de crédit, la Chambre commerciale de la Cour de cassation exerce son contrôle sur le caractère averti de l'emprunteur.<sup>108</sup> La logique voudrait qu'une même attitude soit adoptée dans le très proche domaine des services d'investissement. De nombreux auteurs estiment qu'un tel contrôle est sous-entendu dans les différents arrêts rendus. Ce constat se fonde sur l'utilisation de certaines formules comme « *la cour d'appel a pu estimer que* », l'arrêt « *retient* » ou « *relève* », « *par des motifs propres et adoptés* ». <sup>109</sup> Que ce contrôle soit seulement sous-entendu ou non, il semble que l'appréciation des juges du fond ne soit pas souveraine sur ce point. Et même en cas de doute sur le fait qu'un tel contrôle soit effectivement réalisé à l'heure actuelle, on ne peut que convenir qu'il paraît nécessaire, ne serait-ce que pour des raisons de cohérence avec la jurisprudence en matière d'octroi de crédit.

Retenons surtout que la distinction entre l'opérateur profane et l'opérateur averti, en n'étant pas aussi systématique et catégorique que celle entre particulier et professionnel, a le mérite d'être plus souple et plus adaptée aux circonstances, en se basant sur un degré de

---

107 CA Paris, 15<sup>ème</sup> B, 13 févr. 2004, *Masmoudi c/ SA CPR on line*.

108 J. Djoudi et F. Boucard, «La protection de l'emprunteur profane», *D.*, 2008, p.500.

109 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 234; H. Causse, *op.cit.*, p.164; *contra* : L. Ruet, note sous Cass. com., 8 juill. 2003, *Bull. Joly Bourse*, 2003, p.596; S. Piedelièvre, *Droit bancaire*, 1<sup>ère</sup> éd., PUF, 2003, n° 633.

compétence plus que sur une opposition vis-à-vis du professionnel.<sup>110</sup> Il sera d'ailleurs intéressant à cet égard de voir si la classification opérée par la directive MIF, parlant de clients de détail et de clients professionnels, arrive à conserver cet esprit.

Certains auteurs estimaient avant l'arrivée de la directive « *prospectus* » que la notion d'investisseur averti correspondait à une catégorie générique, englobant à la fois les investisseurs qualifiés et les personnes physiques et morales n'étant pas des investisseurs qualifiés, mais dont la compétence en matière financière est suffisante pour dispenser l'intermédiaire financier de son obligation d'information renforcée.<sup>111</sup> Pour pouvoir vérifier cette intégration de la notion d'investisseur qualifié dans celle d'investisseur averti, il nous faut auparavant étudier la première.

## 2. Investisseur qualifié

La notion d'investisseur qualifié est apparue dans le cadre d'une réglementation différente de celle dans laquelle s'insèrent tant la jurisprudence *Buon* que la segmentation de la clientèle de la directive MIF. Certes, toutes ont vocation à protéger l'investisseur tout en modulant parallèlement l'obligation d'information qui pèse sur l'intermédiaire financier en fonction de la qualité de son client. Mais l'investisseur qualifié ne se comprend que dans le cadre particulier de l'appel public à l'épargne. Cette notion nous vient du droit américain, qui connaît lui-même plusieurs catégories d'investisseurs qualifiés. Comme en droit français, elle est essentiellement utilisée dans le cadre de l'appel public à l'épargne pour définir le placement privé et permettre aux émetteurs de déroger à l'obligation de faire viser un prospectus.<sup>112</sup>

Apparue dans notre droit avec la loi DDOEF du 2 Juillet 1998, la notion d'investisseur qualifié se distingue de celle d'investisseur averti à plusieurs niveaux. Tout d'abord, et c'est essentiel, par son champ d'application. Elle n'a en effet vocation qu'à s'appliquer dans le cadre de l'appel public à l'épargne et de la réglementation sur l'émission ou la cession de produits financiers afin de déterminer les contours du placement privé. « *Il n'est pas possible [de*

---

110 C. Houin-Bressand, « Bilan de la jurisprudence sur la responsabilité du banquier dispensateur de crédit », *RD bancaire et fin.*, Septembre-Octobre 2007, p.80.

111 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, (1ère éd.), n° 473; R. Hattab, *thèse préc.*, n° 377.

112 *Regulation D* de la SEC dérogeant à l'article du *Securities Act* (1933); voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, n° 372 ; E. Bernard et F. Peltier, *op. cit.*, p.159.

*l'utiliser] dans d'autres domaines sans texte, dans la mesure où le législateur n'a pas prévu de disposition particulière. »*<sup>113</sup> Impossible alors d'envisager l'investisseur qualifié comme un degré intermédiaire entre « l'averti » et le profane, ou même comme un degré plus poussé que l'investisseur averti dans la connaissance et l'expérience sur les marchés financiers. Ceci n'empêche cependant pas la comparaison, afin de mieux comprendre chacune de ces notions.

En outre, alors qu'on oppose l'investisseur averti au profane, l'investisseur qualifié ne connaît pas vraiment de pendant. Il y aurait l'investisseur qualifié et celui qui ne l'est pas, mais il ne s'agit pas systématiquement d'un profane. En tout cas, dans le cadre de la loi DDOEF, puisque l'investisseur qualifié ne pouvait en aucun cas être une personne physique, profane et investisseur non qualifié n'étaient pas synonymes, un investisseur pouvant être averti sans être un investisseur qualifié. Toutefois, comme l'opérateur averti, il s'agit bien d'une notion permettant d'invoquer une exception vis-à-vis de la réglementation applicable.

La directive « *prospectus* » et la loi Breton du 26 Juillet 2005<sup>114</sup> l'ayant transposée sont venues élargir la définition de l'investisseur qualifié, permettant à des personnes physiques et à des petites et moyennes entreprises d'intégrer cette catégorie. L'investisseur qualifié ne renvoie plus seulement à « *une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers* », mais s'entend de toute personne ou entité disposant de ces éléments et dont la liste est fixée par décret.<sup>115</sup> Pour que la personne physique puisse être vue comme un investisseur qualifié, la directive « *prospectus* » exige qu'elle remplisse deux des trois critères suivants : avoir effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents; une valeur du portefeuille de valeurs mobilières dépassant 500.000 euros; travailler ou avoir travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an, dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières.<sup>116</sup> Ces critères formels ne sont pas sans rappeler ceux que la directive MIF énonce pour qualifier un investisseur de client professionnel. L'investisseur qualifié franco-européen ressemble désormais encore plus à l'investisseur qualifié américain, qui distingue également au sein de

---

113 M.-J. Experton, *op. cit.*, p.146.

114 Loi n° 2005-842 du 26 Juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, JORF du 27 Juillet 2005.

115 Art. L. 411-2 CMF.

116 Art. 2.2 de la directive « *prospectus* » .

cette catégorie entre les « *accredited investors* », sorte d'investisseurs qualifiés par nature, et les « *sophisticated investors* » dont le nombre est limité et qui correspondent plus à des « *investisseurs expérimentés* ». <sup>117</sup> Mais qu'en est-il des rapports qu'entretiennent les notions d'investisseur qualifié et d'investisseur averti en droit français ?

Avant la directive « *prospectus* », la première catégorie ne comprenait en pratique quasiment que des établissements financiers. Avec l'élargissement à certaines personnes physiques et PME, il semble que les investisseurs concernés correspondent à une plus grande partie des investisseurs avertis. De plus, en se fondant sur les risques et la possibilité pour l'investisseur de les appréhender seul, la définition de l'investisseur qualifié rejoint la jurisprudence *Buon*. En excluant le champ d'application respectif de ces deux notions, on est tenté d'affirmer qu'investisseur qualifié et investisseur averti sont deux notions substituables, ce qui n'était pas possible avant l'intervention de la loi Breton. La seule nuance à apporter vient toutefois de l'existence d'une liste évoquée dans la partie législative du Code monétaire et financier. Fixée par décret, cette liste énumère les personnes entrant dans la catégorie d'investisseur qualifié. La notion d'investisseur qualifié s'en trouve limitée dans son champ d'application *ratione personae* et ne peut alors que s'intégrer dans celle, plus large, d'investisseur averti. On en arrive finalement à la conclusion que certains auteurs faisaient avant l'entrée en vigueur de la directive « *prospectus* » : la notion d'investisseur averti englobe celle d'investisseur qualifié. <sup>118</sup>

Cette fois dans le même cadre que la jurisprudence *Buon*, le législateur européen a adopté une nouvelle directive, relative aux marchés d'instruments financiers, apportant des précisions sur la classification de la clientèle des prestataires de services d'investissement.

### 3. Client professionnel et client de détail

Semblant aller plus loin que l'habituelle division des investisseurs en deux groupes, la directive MIF a instauré une segmentation de la clientèle comprenant trois catégories : le client de détail, le client professionnel et la contrepartie éligible. S'il existe bien une différence de protection entre ces trois groupes, la division tripartite est toutefois à relativiser. Le client

---

117 Rule 506 de la Regulation D de la SEC; voir B; François, « Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne », *D.*, 2004, p.1652, note 24.

118 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, (1ère éd.), n° 473.

de détail doit bénéficier du plus haut niveau de protection, le client professionnel d'une obligation d'information atténuée et la contrepartie éligible, en principe, d'aucune protection. Le PSI qui traite avec une contrepartie éligible est donc exempté de la totalité des obligations d'information. Ces trois degrés de protection semblent justifier l'existence de trois groupes d'investisseurs. Mais c'est oublier le particularisme propre à la dernière catégorie : il n'existe pas de contreparties éligibles dans le cadre des services de conseil en investissement ou de gestion de mandat. La directive MIF ne définit en effet cette catégorie qu'eu égard aux services d'exécution d'ordres, de réception-transmission d'ordres et de négociation pour compte. Il s'agit ici d'une interprétation commune de l'AMF<sup>119</sup>, de la Commission européenne<sup>120</sup> et du MiFID Connect<sup>121</sup>, selon laquelle cette définition restreinte signifie que la catégorie de contrepartie éligible n'existe pas pour ces deux services et que les règles de protection continuent à s'appliquer à ces investisseurs dans ce cadre. Le PSI doit alors considérer la contrepartie éligible comme un client professionnel.<sup>122</sup> La distinction entre contrepartie éligible et client professionnel est donc à relativiser, même s'il ne s'agit que de deux services. De plus, la première catégorie est au fond uniquement constituée de clients professionnels, donc de la seconde. En effet, sont des contreparties éligibles celles qui le sont de droit, c'est-à-dire les PSI, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les OPCVM et leurs sociétés de gestion, ainsi que les fonds de retraite et leurs sociétés de gestion. Tous ces investisseurs sont des professionnels dans le sens courant du terme, et même des professionnels du monde financier. Sont des contreparties éligibles sur option certains clients professionnels ayant recours à la procédure de l'*opt-out*. En pratique, il ne s'agit donc que de professionnels, même si ce ne sont pas des clients professionnels ou d'anciens clients professionnels au sens de la directive MIF. La distinction qui semble plus adéquate revient donc principalement à opposer des professionnels à des non professionnels, mais surtout à opposer les clients de détail aux clients professionnels. Voilà pourquoi il ne nous semble pas nécessaire d'évoquer plus longtemps la catégorie de contrepartie éligible, d'autant plus que celle-ci ne bénéficie soit d'aucune obligation d'information pesant sur le PSI, soit du même degré d'information que le client professionnel. Précisons jute que les contreparties éligibles

---

119 Rapport AMF, *La Directive sur les marchés d'instruments financiers : enjeux et conséquences pour la régulation française*, Mai 2006, p.9.

120 Commission européenne, *Your questions on MiFID Markets and Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures, Questions and answers*, Q78.

121 MiFID Connect, *Guidance on suitability and appropriateness under the markets and financial instruments directive*.

122 J. Ansidei, E. de Fournoux et P. Laurent, *op. cit.*, p.120.

ont en commun avec les investisseurs qualifiés tels que définis auparavant par la loi DDOEF de consister en des investisseurs institutionnels.

Le 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* ». <sup>123</sup> Il s'agit d'une sorte de définition du client professionnel, mais on ne devient pas client professionnel simplement en répondant à cette définition. L'article 1 de la directive MIF définit d'ailleurs celui-ci comme le client répondant aux critères prévus par l'Annexe II. On est client professionnel de droit, ou sur option en remplissant deux des trois critères énoncés dans l'Annexe II. Ceux-ci sont parfaitement identiques à ceux instaurés par la directive « *prospectus* » pour les personnes physiques pouvant être considérées comme des investisseurs qualifiés. La seule nuance consiste en la dernière phrase du dernier critère, adaptée au champ d'application de chaque catégorie. Dans la directive MIF, on parle de « *connaissance des transactions ou services envisagés* », alors que la directive « *prospectus* » exige, en toute logique, une « *connaissance du placement en valeurs mobilières* ». Les notions d'investisseur qualifié et de client professionnel se recoupent donc au moins partiellement, au niveau des personnes physiques investisseurs qualifiés et des clients professionnels sur option. Quant au reste des investisseurs qualifiés, ils sont partagés entre les clients professionnels de droit et les contreparties éligibles. En l'absence de contreparties éligibles dans le cadre des services de conseil en investissement et de gestion de mandat, les investisseurs qualifiés se retrouvent en revanche tous dans la catégorie des clients professionnels. Sur ce point, investisseurs qualifiés et clients professionnels sont alors parfaitement substituables. Et pour la majorité des services d'investissement, les investisseurs qualifiés se retrouvent dans les deux catégories de professionnels de la directive MIF. L'AMF précise que les catégories de client professionnel et d'investisseur qualifié ne sont pas identiques, du fait de l'objet des dispositions ainsi que des seuils de qualification. <sup>124</sup> Cela n'empêche pas d'affirmer que ces deux groupes d'investisseurs sont tout de même relativement similaires.

Comme dans le cadre de la jurisprudence *Buon*, la catégorisation des clients dans la directive MIF est relative, fonction de l'opération appréhendée. En revanche, c'est sur leur propre demande que les clients peuvent changer de catégorie, avec l'accord du PSI ou en

---

123 Directive MIF, Annexe II.

124 Rapport AMF, *préc.*, p.40.

remplissant certains critères et la procédure établie par la directive, contrairement à la distinction établie entre l'opérateur averti et l'opérateur profane. Un client de détail peut passer client professionnel après que l'intermédiaire a suivi une procédure particulière lui permettant de s'assurer de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client.<sup>125</sup> Bien qu'il s'agisse d'une demande du client, chose impossible dans le cadre de la jurisprudence, force est de constater que les critères déjà énoncés, bien que très formels, ont pour but de caractériser un niveau de connaissance et d'expérience semblable à celui recherché par les juges pour qualifier d'averti un investisseur. Au fond, il s'agit tant pour le client professionnel que pour l'investisseur averti de pouvoir prendre ses propres décisions d'investissement et d'évaluer correctement les risques encourus. Les deux sources envisagent le caractère habituel des opérations de bourse et l'expérience professionnelle. En revanche, l'analyse opérée est tout de même très différente de l'approche multi-critères servant à caractériser l'investisseur averti. En exigeant que deux critères sur trois soient remplis et en ayant recours à des critères aussi formels et précis, la notion de client professionnel apparaît plus restrictive que celle de client averti. Cette dernière semble même plus souple et adaptée à la situation concrète de chaque investisseur. Mais cette souplesse est peut-être en quelque sorte compensée, dans le cas de la directive MIF, par le fait que le changement de catégorie se fasse sur demande de l'investisseur lui-même.

En outre, les deux notions se distinguent sur le point particulier des grandes entreprises. Celles-ci ne sont des clients professionnels par nature que si elles remplissent deux des trois critères énoncés dans ce cas : un total du bilan au moins égal à 20 millions d'euros; un chiffre d'affaires net au moins égal à 40 millions d'euros; des capitaux propres d'au moins 2 millions d'euros. Nous l'avons vu, dans le cadre de l'obligation prétorienne d'information sur les risques, le caractère profane ou averti de l'investisseur s'apprécie au niveau du dirigeant, sauf à ce qu'un préposé disposant du pouvoir de passer des ordres au nom de la société soit lui-même averti. On voit ici à quel point la directive MIF se distingue de la jurisprudence par le recours à des critères très formels. Même s'il est évident qu'en pratique, plus l'entreprise sera grande, plus il y a de chances que son dirigeant soit un investisseur averti ou, au moins, qu'elle dispose d'un salarié pour opérer sur les marchés financiers en son nom qui soit lui-même averti. Mais dans une approche strictement notionnelle, ce point est un exemple probant du fait que tout client professionnel n'est pas un investisseur averti, et

---

125 Rapport AMF, *préc.*, p.39.

inversement. Puisque ces deux sources se placent à des niveaux totalement différents, il est même impossible d'affirmer que l'une de ces notions englobe l'autre.

Enfin, le client professionnel, s'il s'agit d'un client professionnel par nature, peut lui-même devenir client de détail eu égard à certaines opérations. Il s'agit ici encore d'une demande de la part de l'investisseur. Celle-ci est toutefois soumise à l'accord du prestataire de services d'investissement, qui n'est en aucun cas tenu d'accepter.<sup>126</sup> Il s'agit ici d'une différence majeure avec la distinction opérée par la jurisprudence *Buon*. Dans le cadre de celle-ci, il est parfaitement logique qu'un investisseur puisse être averti vis-à-vis de telle opération spéculative et profane vis-à-vis d'une autre. Dans la réglementation issue de la directive MIF, ce n'est pas à la réalité factuelle, c'est-à-dire au fait que le client professionnel soit, eu égard à telle opération, un profane, mais à l'accord du PSI qu'est subordonné le changement de catégorie. En l'absence d'accord, on voit qu'un investisseur qui serait un investisseur profane au regard d'une opération A, mais un investisseur averti au regard d'une opération B, pourra parfaitement être un client professionnel tant eu égard à l'opération B qu'à l'opération A. Certes, il ne s'agit que du cas des clients professionnels par nature. Mais il s'agit d'une situation suffisamment importante pour pouvoir affirmer que les notions de client professionnel et de client averti, si elles bien ont des points de recoupement, ne semblent en aucun cas substituables ou même superposables. Pour reprendre un auteur, « *la notion d'opérateur averti, si elle s'oppose à celle d'opérateur profane, ne se confond pas avec celle d'opérateur professionnel, le client pouvant être averti même si sa connaissance des risques n'est aucunement liée à une compétence professionnelle* ». Nous l'avons vu, le client professionnel, quand il s'agit d'un client professionnel sur option, n'est pas forcément un opérateur professionnel. Mais il semble toutefois qu'on puisse opposer professionnels et non professionnels dans le cadre de la nouvelle réglementation, d'autant plus que les termes employés par le Code monétaire et financier et le Règlement général AMF sont « *clients non professionnel* » et « *client professionnel* », et non « *client de détail* » et « *client professionnel* ». Or, le propre de la jurisprudence *Buon* est de ne pas recevoir une distinction aussi catégorique entre les investisseurs. Il est donc dommage que la directive MIF ait instauré des critères formels pour qualifier les clients professionnels, tant la définition du client professionnel donnée dans l'Annexe II correspond à celle de l'investisseur averti.

---

<sup>126</sup> Rapport AMF, *préc.*, p.40.

Les notions d'investisseur profane et de client non professionnel ou de détail, ne se comprenant elles-mêmes que par opposition à celles d'investisseur averti et de client professionnel, ne correspondent pas non plus. Quelles seront les conséquences dans notre droit de la responsabilité des intermédiaires financiers pour manquement à l'obligation d'information ? Une différence de notions devrait *a priori* entraîner une différence de régimes, surtout lorsque la cause principale d'exonération de responsabilité repose sur une distinction entre les investisseurs.

## Chapitre II : Responsabilité pour manquement à l'obligation d'information

---

De prime abord, la responsabilité des intermédiaires financiers pour manquement à leur obligation d'information n'apparaît que comme l'une des très nombreuses applications de la jurisprudence relative à la responsabilité civile des professionnels pour violation de l'obligation générale d'information qui pèse sur chacun d'eux. Comme le contentieux civil, celui-ci s'est considérablement développé, bien qu'il ait fallu attendre un événement déclencheur propre au domaine financier, le « *mini-krach* » de 1987, pour que ce développement commence. En quoi cette responsabilité, qui se fonde sur le droit commun, est-elle alors différente ?

Tout d'abord, il est ici encore plus question d'argent que dans n'importe quel autre domaine professionnel. En effet, le propre des opérations boursières, en tout cas des opérations spéculatives, se trouve dans la volonté de l'investisseur de réaliser des gains. Qui ne le voudrait pas ! Alors que le patient attend de son médecin des informations relatives à son état de santé et aux éventuels risques liés à une intervention chirurgicale ou à une certaine médication, que le client du professionnel de l'immobilier attend essentiellement de celui-ci qu'il l'informe des éventuels vices que comporte le bien pour pouvoir l'acheter en toute connaissance de cause, ou même que l'emprunteur fait confiance à son banquier pour l'informer d'éléments liés à sa situation financière qu'il ne connaîtrait pas, l'investisseur veut placer son argent pour récupérer plus une fois l'opération réalisée, ou tout du moins ne pas perdre la somme ainsi investie. Or, le risque de perte est inhérent à toute opération sur les marchés financiers. Pourtant, les victimes d'un préjudice financier cherchent plus fréquemment à engager la responsabilité de leur intermédiaire, souvent dans le but de combler une partie de leurs pertes, alors même que ce n'est pas au prestataire de couvrir le simple aléa boursier. C'est un pari que fait l'investisseur et qui ne tient qu'à lui. Mais lorsque le pari est perdu, « *on méconnaît facilement ses propres fautes, cherchant au-dehors le responsable de ses déboires financiers* ». <sup>127</sup>

Là où l'intermédiaire financier prend de l'importance, c'est au niveau de l'information ou des conseils qu'il peut donner à son client. Plus encore que dans d'autres domaines,

---

127 B. Vigneron, *op. cit.*, p.48-49.

l'information est capitale dans celui des marchés financiers. L'investisseur doit être suffisamment informé avant de décider d'effectuer une opération et tout au long de leur relation contractuelle, sous peine de prendre des décisions qu'il n'aurait jamais prises s'il avait disposé de plus d'éléments d'information. Si le client n'est pas suffisamment informé des risques, c'est au PSI de combler cette lacune en l'informant lui-même, sous peine de se voir reprocher par son client de n'avoir pas assez attiré son attention dessus, car celui-ci aurait peut-être renoncé à l'opération et évité de lourdes pertes s'il les avait connus. La responsabilité qui pèse sur ce professionnel diffère donc de celle des autres professionnels, ne serait-ce que par le contexte dans lequel elle s'inscrit. Bien plus, des questions particulières se posent à tous les niveaux de cette responsabilité : dans le cadre de sa mise en oeuvre (Section I), à propos de certaines causes d'exonération possibles (Section II) et même au sujet de l'évaluation du préjudice subi (Section III). Toutefois, à n'en pas douter, le régime général reste celui du droit commun de la responsabilité civile, bien qu'il s'agisse d'une obligation spéciale d'information propre aux intermédiaires financiers.

A ce titre, il sera intéressant d'envisager les conséquences que pourrait entraîner la nouvelle réglementation issue de la directive MIF. Puisque cette responsabilité renvoie dans l'essentiel au régime de droit commun, insérer les nouvelles règles et la nouvelle classification des clients dans la jurisprudence applicable en la matière devrait être possible. Pourtant, la directive MIF et la jurisprudence *Buon* se distinguant quelque peu sur les points mêmes qui apportent à cette responsabilité ses spécificités, concilier les deux approches ne sera pas chose aisée.

## **Section I : Conditions de mise en oeuvre de la responsabilité**

Les conditions de mise en oeuvre de la responsabilité de l'intermédiaire financier sont les mêmes que celles de la responsabilité civile de droit commun : faute, préjudice et lien de causalité entre les deux. Des questions particulières se posent toutefois au niveau de la faute à prouver (II) et de la charge de la preuve (III). Mais avant d'envisager ces points, un débat plus important doit être évoqué. Il s'agit de celui portant sur la nature de la responsabilité (I) qu'engage le prestataire de services d'investissement.

## **I. Nature de la responsabilité**

« A une variété de fondements correspond une diversité de sanctions. »<sup>128</sup> Les différentes obligations d'information qui pèsent sur les intermédiaires financiers trouvent en effet différents fondements, que ce soit dans la loi, la jurisprudence ou même la réglementation professionnelle. La responsabilité dont il est ici question est celle qu'engage le professionnel vis-à-vis de son client. Il s'agit donc uniquement de responsabilité civile. Laissons donc les possibles sanctions disciplinaires pour manquement à une règle de conduite de côté, de même que l'éventuelle responsabilité pénale dans le cas d'informations trompeuses présentées au public, et concentrons-nous sur l'obligation d'information personnalisée.

Une responsabilité civile, certes, mais s'agit-il d'une responsabilité contractuelle ou bien délictuelle ? La majorité de la doctrine tend vers une responsabilité contractuelle (A), bien que celle-ci ne soit pas exempte de critiques (B).

### **A. Une responsabilité civile contractuelle**

Le Code civil, siège du droit commun, demeure la base indispensable pour appréhender la matière des marchés financiers.<sup>129</sup> C'est le droit civil qui permet principalement de comprendre le droit de la responsabilité et le droit des contrats. Or, les relations entre l'intermédiaire financier et son client sont définitivement contractuelles, car ils sont liés l'un à l'autre par une convention. La responsabilité encourue pour un manquement à une obligation contractuelle est donc logiquement contractuelle. Pourtant, l'obligation d'information qui pèse sur tout professionnel ne fait pas partie des différentes obligations que les cocontractants ont convenues lors de la conclusion de la convention. Quel que soit le domaine professionnel, il s'agit d'une obligation qui est imposée par les juges à la partie sur laquelle elle va peser. Les juges ont progressivement fait entrer dans le contrat des obligations qui n'avaient pas été voulues par les parties. Ce mouvement a commencé bien avant l'apparition de l'obligation d'information, avec l'obligation de sécurité. Il s'agit d'une véritable contractualisation de ces obligations prétoriennes, ce qui explique qu'elles entrent quand même dans le cadre du contrat et que leur violation entraîne la responsabilité contractuelle de son débiteur.

---

<sup>128</sup> R. Hattab, *thèse préc.*, n° 505.

<sup>129</sup> S. Neuville, *op. cit.*, n° 10.

Néanmoins, si les tribunaux se servent bien de la responsabilité contractuelle pour permettre de rétablir un certain équilibre contractuel dans les différents secteurs professionnels, c'est sur le fondement de la bonne foi et donc de l'article 1134 alinéa 3 du Code civil.<sup>130</sup> Or, l'obligation d'information personnalisée des intermédiaires financiers a été découverte au visa de l'article 1147 du Code civil et non au visa de l'article 1135 ou de l'article 1134 alinéa 3, alors même que cette obligation, comme toutes les obligations d'information élaborées par la jurisprudence, ne prend pas sa source dans la volonté des parties.<sup>131</sup> L'article 1135 constitue pourtant le fondement des obligations prétoriennes, et les arrêts sanctionnant une obligation d'information au visa de l'article 1147 étaient rares avant la jurisprudence *Buon*.<sup>132</sup>

En visant l'article 1147, la jurisprudence *Buon* renvoie donc à la responsabilité contractuelle classique de droit commun<sup>133</sup>, comme s'il s'agissait d'une obligation voulue par les parties. L'inexécution ou la mauvaise exécution de l'obligation d'information, comme celle de toute autre obligation du contrat, emporte donc la mise en jeu de la responsabilité contractuelle de l'intermédiaire. Ne s'appuyant pas sur l'article 1382 du Code civil, il ne peut en aucun cas s'agir d'une responsabilité civile délictuelle. Pour nombre d'auteurs<sup>134</sup>, cette responsabilité civile est donc définitivement contractuelle, le visa et l'attendu de l'arrêt *Buon* (« *quelles que soient les relations contractuelles* »), ainsi que ceux des nombreux autres ayant suivi ne pouvant être ignorés. C'est d'ailleurs à l'origine par référence à ce seul texte, et non à la réglementation professionnelle sur les règles de conduite, que tous les arrêts de la Cour de cassation en la matière ont été rendus.

Les deux arrêts déjà évoqués des 12 et 26 Février 2008 sont à ce titre également pertinents. La Chambre commerciale de la Cour de cassation les a en effet rendus en visant à la fois les articles 1147 du Code civil et L. 533-4 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction correspondant à celle précédant l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 Avril 2007, puisque les faits y étaient antérieurs. On retrouve donc le fondement contractuel de l'obligation, dans la lignée de toute la jurisprudence rendue en la matière, mais accompagné

---

130 C. Houin-Bressand, *op. cit.*, p.78.

131 S. Bonfils, *op. cit.*, n° 221.

132 M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 435.

133 E. Bernard et F. Peltier, *op. cit.*, p.157.

134 not. B. Vigneron, *op. cit.*, p.49; J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.5; H. de Vauplane, « La responsabilité civile des intermédiaires », *RD bancaire et bourse*, 1999, n° 76, p.229.

d'une disposition renvoyant aux obligations déontologiques des prestataires de services d'investissement. D'aucuns voient dans cette association le fait que les règles de bonne conduite des intermédiaires financiers sont désormais intégrées dans le champ contractuel<sup>135</sup>, leur violation pouvant dès lors entraîner la responsabilité civile contractuelle, et pas juste disciplinaire, du prestataire. Le double visa constitue l'intérêt majeur de ces deux arrêts, bien plus que leur solution à proprement parler. Vus sous l'angle de l'obligation d'information et non de l'appel à couverture, ils ne changent rien à la nature contractuelle de la responsabilité pour manquement à cette obligation. En outre, il ne semble pas qu'il s'agisse ici d'affirmer la double nature, contractuelle et professionnelle, de l'obligation d'information pesant sur le PSI, puisqu'il est uniquement question, dans les deux affaires, d'une responsabilité vis-à-vis de son client que seule une responsabilité civile peut permettre, qu'elle soit contractuelle ou délictuelle. Non, comme nous l'évoquions plus haut, c'est plutôt sous l'angle de la percée de la directive MIF dans notre droit positif qu'il faut voir ce double visa.

Comme un auteur l'a fait remarquer<sup>136</sup>, l'arrêt du 12 Février 2008 rappelle une disposition du Code monétaire et financier dans sa rédaction actuelle, après modification par l'ordonnance du 12 Avril 2007. L'arrêt du 26 Février 2008, visant lui aussi l'article L. 533-4 CMF dans son ancienne version, reprend quant à lui quasiment mot pour mot le contenu de l'article 314-3 du Règlement général AMF et rappelle le contenu de l'article L. 533-11 CMF, tout deux tels que modifiés pour rendre applicables les dispositions de la directive MIF. Dans les deux cas, on ne peut passer à côté d'une sorte de clin d'oeil des juges de la Chambre commerciale à la nouvelle réglementation désormais en vigueur. Serait-ce le signe que l'obligation d'information personnalisée de la directive MIF pourra être appliquée par les tribunaux de la même façon que celle issue de la jurisprudence *Buon*, notamment dans le cadre de la responsabilité des PSI pour manquement à cette obligation ? Il est trop tôt, et ces deux arrêts sont bien trop flous, pour le dire. Il semble que la nouvelle réglementation prendra le pas sur la jurisprudence actuelle, ce qui n'est que le simple reflet d'un principe du droit bien connu. Si on se fonde sur ces deux arrêts, on peut penser que les juges conserveront sûrement le recours à l'article 1147 du Code civil afin d'engager la responsabilité contractuelle du PSI, mais viseront également l'article du Code monétaire et financier contenant la disposition violée. Au fond, ces arrêts répondent à des critiques émises par une partie de la doctrine

---

135 X. Delpéch, obs. sous Cass. com., 26 févr. 2008 : *D.*, 2008, p.776.

136 X. Delpéch, *D.*, 2008 AJ. 689.

portant sur le visa de l'article 1147 du Code civil, auquel des auteurs préféreraient celui de l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, dans sa disposition alors applicable.

## **B. Une nature contractuelle contestable**

La très grande majorité de la doctrine s'entend pour dire que la responsabilité que l'intermédiaire financier encourt pour manquement à son obligation d'information est de nature contractuelle. Mais pour certains d'entre eux, ce constat n'est pas exempt de critiques. La nature contractuelle de cette responsabilité est en effet contestable sur plusieurs points.

Ainsi, s'il s'agit bien d'une responsabilité contractuelle, il ne s'agit pas forcément « que » d'une responsabilité contractuelle. La responsabilité civile des intermédiaires financiers est de nature hybride<sup>137</sup>, car elle dépasse la *summa divisio* qui existe au sein de la responsabilité civile entre le délictuel et le contractuel. Tout d'abord, du fait de sa nature professionnelle, pour certains, en ce qu'elle serait attachée à l'exercice même de la profession et non pas au contrat de services liant l'intermédiaire à son client.<sup>138</sup> Ensuite, du fait de l'existence d'une double obligation d'information au sein de cette obligation d'information.<sup>139</sup> La première partie de cette obligation est pré-contractuelle, devant être remplie avant la conclusion du contrat ou au moment de sa conclusion. La seconde est purement contractuelle, plus précisément « *pré-opérationnelle* »<sup>140</sup>, et consiste en la mise en garde sur les risques propres à chaque opération spéculative que va réaliser l'investisseur avant que celui-ci ne passe ses premiers ordres. Hybride encore, pour d'autres<sup>141</sup>, du fait de son caractère en partie délictuel et en partie contractuel. Ainsi, lorsque l'obligation d'information a une incidence sur le consentement du contractant, il est question de responsabilité délictuelle pour l'octroi de dommages-intérêts, alors qu'il faut recourir au régime de la responsabilité contractuelle pour sanctionner les obligations d'information ayant une incidence sur l'exécution du contrat. Cette distinction rappelle un peu la précédente, en ce sens qu'elle renvoie à un découpage de la responsabilité civile de l'intermédiaire financier en une responsabilité délictuelle pour la partie pré-contractuelle de son obligation d'information et une responsabilité contractuelle pour celle ayant lieu après la conclusion du contrat, tout au long de la relation contractuelle. Pour

---

137 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 575.

138 *Idem.*

139 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 381.

140 *Idem.*

141 M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, n° 596; J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public*, thèse, LGDJ, 2007, p.205.

certain, enfin, ce découpage de l'obligation d'information dans le temps s'explique par le fait que cette obligation consiste au fond en une application combinée de l'obligation pré-contractuelle d'information et de l'obligation de bonne foi dans l'exécution des conventions. Ces différentes visions de l'obligation d'information qui pèse sur les PSI sont assez proches et expriment toutes sa nature duale, pré-contractuelle et contractuelle, qui est la cause directe du caractère hybride de la responsabilité encourue par l'intermédiaire.

La distinction classique entre responsabilité contractuelle et responsabilité civile est totalement inadaptée à cette responsabilité. Ceci vient peut-être de l'absence de régime autonome de la responsabilité pré-contractuelle en France, contrairement à l'Allemagne qui dispose de la *culpa in contrahendo*, régime propre aux relations pré-contractuelles issues de l'existence de contacts commerciaux entre l'intermédiaire financier et son client avant la conclusion du contrat en tant que tel.<sup>142</sup> A défaut d'un tel régime, les juges français oscillent souvent entre responsabilité contractuelle et responsabilité délictuelle, selon le domaine du droit et la question qui se pose à eux. « *Mais faire abstraction de ces deux ordres de responsabilité n'est [malheureusement] pas possible en l'absence de réglementation légale relative à la responsabilité de [ces] prestataires* ». <sup>143</sup> La responsabilité civile reste toutefois le plus souvent fondée sur la relation contractuelle présente entre le PSI et l'investisseur, et joue tant pour les manquements survenus au cours de la période pré-contractuelle qu'au cours de la relation elle-même. Il nous semble que la directive MIF n'aura aucune incidence sur ce point, puisque le moment où l'information doit être donnée est identique. En outre, si les juges continuent à viser l'article 1147 du Code civil en même temps que les articles du Code monétaire et financier dans les années à venir, pour des faits survenus depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 Avril 2007, la solution vis-à-vis de la nature de la responsabilité du PSI sera la même et tout aussi problématique au niveau de la distinction française opérée entre la responsabilité délictuelle et la responsabilité contractuelle.

L'obligation d'information personnalisée a beau dépasser la relation strictement contractuelle qui existe entre l'intermédiaire et son client, elle en demeure, au moins par son fondement, une obligation contractuelle.<sup>144</sup> Comme dans le domaine bancaire, les juges prennent donc certaines distances avec le régime traditionnel de la responsabilité

---

142 C. Héron, « Le devoir d'information de l'intermédiaire financier en matière de produits dérivés sur les marchés réglementés – Etude en droits français et allemand », *Banque et Droit*, 1997, n° 52, p.25-26.

143 R. Hattab, *thèse préc.*, n° 574.

144 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, n° 991.

contractuelle, afin de mieux s'adapter au contexte.<sup>145</sup> Les imbrications des différents fondements de cette obligation se manifestent notamment au niveau la caractérisation d'une faute commise par l'intermédiaire, nécessaire pour engager la responsabilité de ce dernier.

## II. Existence d'une faute

Que ce soit dans le cadre de la responsabilité contractuelle ou bien dans celui de la responsabilité délictuelle, des conditions sont essentielles pour engager la responsabilité d'une personne. Parmi elles, l'existence d'une faute commise par celui contre qui l'action en responsabilité a été introduite. Comme pour d'autres professions réglementées, un certain nombre de règles professionnelles, dont les règles de conduite, pèsent sur les prestataires de services d'investissement. La question de leur violation rentre dans le débat, plus général, portant sur les fautes professionnelles. En effet, la violation d'une règle professionnelle constitue-t-elle nécessairement une faute au civil ?

Cette question renvoie, encore une fois, à la nature hybride de chaque composant de la responsabilité civile des intermédiaires pour manquement à leur obligation d'information personnalisée. Pour certains, c'est la notion de faute qui fonde le cœur du problème de cette responsabilité.<sup>146</sup> Celle-ci consiste en la méconnaissance de l'obligation d'information. Mais est-ce au titre de l'obligation prétorienne ou bien en tant qu'obligation professionnelle ?

Dans le cadre de la jurisprudence *Buon*, il ne peut s'agir de la simple violation d'une règle professionnelle. L'obligation d'information personnalisée a été créé en 1991 « de toute pièce » et se fondait, à l'époque, uniquement sur l'article 1147 du Code civil. Contractualisée et de ce fait entrée dans le cœur du contrat liant l'intermédiaire à son client, cette obligation est une obligation contractuelle pesant sur le PSI. Il n'est donc pas nécessaire de chercher s'il s'agit de la violation d'une règle professionnelle et si cette règle vise à protéger le client de l'intermédiaire pour caractériser une faute au civil.<sup>147</sup> Une faute professionnelle ne constitue en effet pas systématiquement une faute civile. Ce n'est le cas que si la personne qui pâtit de sa violation faisait partie des personnes protégées par cette règle.

---

145 C. Houin-Bressand, *op. cit.*, p.78.

146 B. Vigneron, *op. cit.*, p.49.

147 F. Boucard, « La violation d'une norme professionnelle constitue-t-elle une faute civile ? Exemple en matière de blanchiment de capitaux », *RD bancaire et fin.*, 2004, n° 4, p.273-274.

Depuis les deux arrêts rendus en Février 2008<sup>148</sup>, la question de la violation d'une règle professionnelle semble être à nouveau d'actualité. Il est en effet fait référence, dans les deux cas, à des règles déontologiques contenues, à l'époque et encore maintenant malgré la réforme survenue en 2007, dans le Code monétaire et financier et le Règlement général AMF. Comme cela a déjà été dit, le contenu de ces dispositions est similaire à celui des règles énoncées par la directive MIF dans la partie sur les règles de conduites pesant sur les entreprises d'investissement. En outre, ces deux arrêts ne citent à aucun moment l'attendu de la jurisprudence *Buon* et ne semblent donc pas se référer à l'obligation prétorienne. En renvoyant explicitement et exclusivement à des règles professionnelles, ces arrêts pourraient annoncer le début d'une nouvelle jurisprudence se fondant sur la faute professionnelle pour constituer la faute civile. Mais on ne voit alors pas ce qui ferait de cette responsabilité une responsabilité contractuelle. En effet, si faute il y a bien, elle pourrait parfaitement permettre de constater une responsabilité délictuelle. Car l'article 1147 du Code civil, pourtant visé par ces deux arrêts, ne parle que d'inexécution ou de mauvaise exécution d'une obligation du contrat. Or, une obligation professionnelle n'est par principe pas intégrée au contrat, sauf si les parties en ont décidé autrement. L'article 1147 permet dans ces deux espèces aux juges de constater une responsabilité contractuelle, mais il ne se fonde sur l'existence d'aucune obligation contractuelle violée. Car il ne suffit pas que l'une des parties à un contrat commette une faute et cause un préjudice à son partenaire pour voir sa responsabilité contractuelle engagée, encore faut-il que la faute s'insère dans le cadre du contrat. Et, si l'on en croit ce même article 1147, il faut pour cela qu'il s'agisse de l'inexécution d'une obligation contractuelle.

Dans le cadre de la jurisprudence la plus récente, il semble donc que la faute commise par le PSI soit une faute uniquement professionnelle, ou tout du moins non contractuelle. Ce constat permet soit de contester le caractère contractuel de la responsabilité engagée par l'intermédiaire financier, soit, à l'inverse, de justifier le recours à l'article 1147 du Code civil. Au fond, à travers cet article, c'est peut-être l'obligation prétorienne de la jurisprudence *Buon* qui est sous-entendue. Or, cette obligation d'information étant de nature contractuelle car faisant partie intégrante du contrat, sa violation constitue un manquement à une obligation contractuelle pouvant entraîner la responsabilité contractuelle en cas de préjudice créé et de lien de causalité entre la faute et ce dernier. On en reviendrait alors au point de départ, malgré le recours à des dispositions énonçant des règles professionnelles. Mais la nature de la faute,

---

148 Cass. com., 12 févr. 2008, préc.; Cass. com., 26 févr. 2008, préc.

en revanche, serait alors double, professionnelle et contractuelle, alors que ce n'était pas le cas sous la jurisprudence *Buon*.

Il ne nous reste donc qu'à attendre le contentieux qui découlera de la violation de l'obligation d'information instaurée par la directive MIF pour voir si les juges continueront dans ce sens. Dans ce cas, cela signifierait que les nouvelles dispositions du Code monétaire et financier et du Règlement général AMF auront été juxtaposées à côté de la jurisprudence *Buon*. En revanche, si la nature contractuelle de la violation de l'obligation d'information renforcée disparaît, ces dispositions auront alors totalement remplacé cette jurisprudence. Mais même dans ce cas, une responsabilité contractuelle de l'intermédiaire sur le fondement d'un manquement au devoir général d'information pesant sur tout professionnel sera toujours possible.

### III. Charge de la preuve

Un autre point propre à cette responsabilité contractuelle pour manquement à l'obligation d'information personnalisée tient à la charge de la preuve. Toutefois, cette spécificité n'est pas due au domaine des marchés financiers, mais à la présence d'une obligation d'information. On retrouve en effet un renversement de la charge de la preuve dans tout le contentieux relatif aux obligations d'information.

D'après le principe énoncé à l'article 1315 alinéa 1 du Code civil, « *celui qui réclame l'exécution d'une obligation doit la prouver* ». La charge de la preuve pèse donc normalement sur le demandeur à l'action. Mais c'est sans compter sur les exceptions que peuvent apporter à ce principe tant la loi que les juges, et notamment l'alinéa 2 de ce même article, qui dispose que « *celui qui se prétend libéré doit justifier [...] le fait qui a produit l'extinction de son obligation* ». C'est notamment le cas dans le cadre de toute obligation d'information, et particulièrement de celle pesant sur les prestataires de services d'investissement quant aux risques liés à la réalisation d'opérations spéculatives. Un renversement de la charge de la preuve est ici effectué, et c'est alors à l'intermédiaire de prouver qu'il a bien rempli son obligation.<sup>149</sup> La Cour de cassation considère ainsi que c'est à « *celui qui est légalement ou*

---

149 J.-G. d'Hérouville, *op. cit.*, p.21-22.

*contractuellement tenu d'un devoir d'information ou de conseil d'établir qu'il a satisfait à son obligation* ». <sup>150</sup> La preuve de la faute est donc facilitée par ce renversement jurisprudentiel de la charge de la preuve. <sup>151</sup>

Une telle solution s'insère dans la logique de toute la jurisprudence relative à l'obligation d'information. Mais elle ne peut se comprendre que par une volonté accrue de protéger le cocontractant du professionnel, au bénéfice duquel a été instaurée ladite obligation. Pourtant, nous avons déjà fait remarquer que les relations entre l'intermédiaire financier et son client ne se résumaient pas à la distinction habituellement effectuée entre professionnels et non professionnels, voire professionnels et consommateurs. Bien plus, il semblait chose acquise que la protection qui est accordée à l'investisseur à travers le bénéfice de cette obligation d'information personnalisée lui est donnée en tant qu'intervenant sur les marchés financiers plus qu'en tant que cocontractant du professionnel. <sup>152</sup> Cette preuve facilitée est l'une des conséquences du développement, toujours grandissant, du consumérisme dans le droit français. Or, celui-ci n'est pas toujours adapté à certains domaines professionnels, notamment à celui de la finance.

Ce renversement de la charge de la preuve se justifie toutefois en pratique, même dans le domaine des marchés financiers. En effet, la preuve du manquement à une obligation d'information est chose beaucoup plus malaisée que celle de son exécution, la preuve d'un fait négatif étant par principe réputée très difficile. Or, mettre à la charge de l'investisseur la preuve d'un tel fait aurait pour conséquence de rendre beaucoup trop difficile la mise en oeuvre de la responsabilité du PSI, alors même que celui-ci aurait manqué à son obligation face à un investisseur profane. En outre, tout professionnel essaie désormais de garder une trace écrite de ses interventions auprès de ses clients, tant le contentieux portant sur sa responsabilité contractuelle s'est développé lors de ces dernières années. C'est encore plus vrai pour le prestataire de services d'investissement, qui rend régulièrement compte à son client de la situation du compte de titres, par exemple, et qui constitue de véritables dossiers sur celui-ci afin d'évaluer son degré de connaissance et d'expérience dans le domaine des marchés financiers. Et s'il ne le faisait pas déjà, c'est désormais une obligation sous la réglementation issue de la directive MIF.

---

150 Cass. com., 7 janv. 2004 : *Banque et Droit*, 2004, n° 94, p.32, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

151 T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 400.

152 *Ibid.*, n° 466.

En pratique, le renversement de la charge de la preuve opéré par les tribunaux n'a donc pas pour conséquence d'entraîner une mise en oeuvre systématique de la responsabilité des intermédiaires financiers pour manquement à leur obligation d'information renforcée. D'ailleurs, ces derniers peuvent invoquer différentes causes d'exonération de responsabilité, dont une propre à cette responsabilité.

## **Section II : Causes d'exonération**

Puisque la responsabilité du prestataire de services d'investissement pour manquement à son obligation d'information renforcée suit le régime du droit commun de la responsabilité, notamment de la responsabilité contractuelle, les mêmes causes d'exonération peuvent être invoquées par celui-ci afin de limiter en partie ou totalement sa responsabilité. Parmi les causes d'exonération classiques (II), on trouve le recours à des clauses contractuelles limitatives de responsabilité et la faute de la victime. Les juges semblent cependant plus enclins à accueillir une cause d'exonération propre à cette responsabilité, l'exception de connaissance (I), que ces dernières.

### **I. Exception de connaissance**

La principale cause d'exonération de responsabilité des intermédiaires financiers dans le cadre du contentieux relatif à l'obligation d'information issue de la jurisprudence *Buon* réside dans ce qu'une partie de la doctrine a appelé « *l'exception de connaissance* ». Cette expression renvoie à la fin de l'attendu de l'arrêt *Buon*, qui précisait que cette obligation ne pèse sur le PSI qu'« *hors les cas où [son client] en a connaissance* », c'est-à-dire seulement lorsque ledit client n'a pas lui-même déjà connaissance et conscience des risques encourus. On parle aussi « *d'exception de client averti* », puisque tout l'intérêt de la distinction entre investisseurs profane et averti réside ici.

Dans le cas où l'intermédiaire financier a pour client un investisseur averti, toute information sur les risques de la part du professionnel est réputée superflue, le client en ayant déjà connaissance et sachant à quoi il s'expose. Il s'agit d'une cause d'exonération spécifique,

propre au droit des marchés financiers et proche de celle que connaît le droit bancaire avec son « *exception d'emprunteur averti* ». Mais elle ne fait que reprendre, de façon plus précise, un principe du droit commun déjà connu. Ainsi, celui qui connaît une chose ne peut être créancier d'une obligation d'information relative à cette chose.<sup>153</sup> Or, l'obligation d'information ici évoquée ne portant que sur les risques, si ces derniers sont connus de l'investisseur, l'obligation devient sans fondement et disparaît. Puisque cette exception se fonde sur la connaissance, ou plutôt sur la prise de conscience par l'investisseur des risques inhérents à l'opération spéculative envisagée, le client averti n'est pas forcément un professionnel. C'est à la fois le spéculateur professionnel et le spéculateur d'habitude.<sup>154</sup> Peu importe que celui-ci ait été informé auparavant par le prestataire lui-même ou par un autre moyen. Dans le cadre du contentieux, il ne faut cependant pas confondre l'investisseur profane qui a été informé et l'investisseur averti. Afin de ne pas voir sa responsabilité engagée, l'intermédiaire devra dans le premier cas démontrer qu'il a fourni l'information nécessaire et que le manquement à son obligation d'information n'est donc pas caractérisé. Dans le second, il s'agit de prouver que, malgré le manquement, celui-ci est sans incidence car l'obligation d'information pesant sur le prestataire avait disparu du fait du caractère averti du client. Dans ces deux situations différentes, la charge de la preuve pèse néanmoins toujours sur l'intermédiaire financier. Cependant, dans le cas de l'exception de connaissance, il ne s'agit pas d'un renversement de la charge de la preuve, car le principe veut que ce soit à celui qui invoque une cause d'exonération d'en apporter la preuve. En pratique, l'on voit que la situation revient pour le PSI à prouver que son client disposait de l'information, que ce soit dans le cadre de l'exécution de l'obligation d'information par le professionnel ou du fait du caractère averti du client.

Nous ne reviendrons pas sur la définition de l'investisseur averti. Rappelons seulement que le caractère averti ou profane de l'investisseur s'apprécie *in concreto* selon une approche multi-critères, au niveau de la personne même de l'investisseur et non d'un éventuel tiers intermédiaire. Le caractère averti doit en principe exister dès l'origine des relations contractuelles afin que l'intermédiaire soit entièrement exonéré de sa responsabilité.<sup>155</sup> N'engage toutefois pas sa responsabilité l'intermédiaire qui n'informe pas un client profane au début de la relation contractuelle, si ce client est devenu averti peu avant la survenance des

---

153 H. Causse, *op. cit.*, n° 28.

154 J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.6.

155 Cass. com., 2 nov. 1994, préc.

pertes litigieuses.<sup>156</sup> C'est ici que le moment de l'appréciation du caractère averti prend de l'importance. L'étendue de l'obligation d'information du PSI dépend donc des connaissances et de l'expérience de son client. Les juges de la Cour de cassation ont cherché à atteindre un équilibre entre le souci de prévenir les risques d'ignorance et celui de ne pas alourdir à l'excès l'obligation du prestataire et donc son éventuelle responsabilité.<sup>157</sup> Enfin, rappelons que l'appréciation des juges du fond n'est pas souveraine à propos de la qualité d'opérateur averti, la Cour de cassation semblant effectuer un contrôle sur ce point.

Avec l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 Avril 2007, une nouvelle question se pose : sera-t-il toujours possible pour les intermédiaires financiers de se prévaloir de l'exception de connaissance dans le cadre de la directive MIF ? Tout d'abord, les notions d'investisseur averti et de client professionnel, de même que celles d'investisseur profane et de client de détail ou non professionnel, ne sont pas identiques. Ainsi, un client ayant déjà réalisé des opérations spéculatives et étant un investisseur averti peut parfaitement ne pas être également un client professionnel s'il s'agit d'un particulier ne rentrant pas dans la catégorie de client professionnel par nature et ne remplissant pas non plus deux des trois critères énoncés par la directive MIF pour devenir un client professionnel sur option. Or, en tant que client averti, il donnerait la possibilité à l'intermédiaire financier de pouvoir invoquer l'exception d'investisseur averti dans le cadre de la jurisprudence *Buon*, alors que ce ne serait pas possible dans le cadre de la nouvelle réglementation vu qu'il s'agirait alors d'un client non professionnel. Ce premier point apporte déjà une sérieuse difficulté à l'idée selon laquelle l'exception d'investisseur averti pourrait être intégralement reprise par celle de client professionnel.

Il faudrait peut-être alors insister sur la connaissance au lieu de tenter de conserver intact le contenu de la notion d'investisseur averti en ayant recours à celle de client professionnel. Or, ces deux notions ont bien pour point commun de se fonder sur la connaissance et une certaine expérience du client dans le domaine des marchés financiers. C'est également le cas de la notion de contrepartie éligible, puisqu'il s'agit alors de véritables professionnels de la finance. Les juges pourraient donc continuer à faire peser sur le PSI une obligation d'information personnalisée équivalente à celle de la jurisprudence *Buon* vis-à-vis

---

<sup>156</sup> Cass. com., 14 déc. 2004, préc.  
<sup>157</sup> R. Hattab, *thèse préc.*, n° 219.

de son client dans le cadre de la directive MIF, « *hors les cas où [ledit client] a connaissance* » des éléments d'information sur lesquels porte cette obligation.

Mais même à supposer que les notions d'investisseur averti et de client professionnel recouvrent exactement la même chose, la directive MIF a instauré toute une procédure à respecter pour la catégorisation du client, et notamment l'obligation pour l'intermédiaire d'informer le client de sa catégorisation.<sup>158</sup> Le PSI sait donc auparavant à quelle catégorie de clients appartient son cocontractant et le client en est lui-même également informé. Dans ce cadre, comment le client pourrait-il ensuite engager la responsabilité de l'intermédiaire ? Il faudrait que le PSI ait commis une erreur dans son évaluation et donc effectué une mauvaise catégorisation. Or, le client pourrait alors réagir et manifester son désaccord dès qu'il a été informé de sa catégorie par son intermédiaire. Il ne faudrait dans ce cas pas attendre la survenance de pertes pour soulever l'erreur, sauf situation particulière, ou bien les juges pourraient ne pas accepter l'action du client, la jugeant trop tardive. Encore faudrait-il qu'il y ait une sorte d'acceptation tacite de la catégorisation par le client pour pouvoir lui opposer le fait qu'il n'ait pas réagi auparavant à l'erreur commise par l'intermédiaire. Or, ce ne semble pas être la façon dont la nouvelle réglementation aborde la procédure en question. En outre, si même un profane se doute qu'il y a une erreur s'il voit qu'il est considéré comme un client professionnel alors qu'il s'agit de sa toute première opération sur les marchés boursiers, tous les cas d'erreurs dans l'évaluation de la qualité du client ne seront pas aussi évidents et le client ne pourra souvent parfaitement se rendre compte de sa mauvaise catégorisation qu'après coup. Quoi qu'il en soit, il s'agirait dans ce cas de mauvaise évaluation d'une sorte de manquement indirect par le PSI à son obligation d'information. Reste à voir de quelle façon le traiteront les juges. L'autre situation de manquement envisageable, en revanche, reprend le manquement à l'obligation d'information tel qu'on le connaît déjà. Il s'agira d'une bonne catégorisation du client effectuée par le PSI, mais l'information alors due n'aura pas été donnée ou pas entièrement donnée.

Enfin, une dernière différence entre la jurisprudence *Buon* et la nouvelle réglementation vient confirmer le fait qu'il faudra sûrement envisager différemment cette cause d'exonération, soit en utilisant la nouvelle segmentation de la clientèle tout en sachant qu'elle ne correspond pas exactement à la distinction prétorienne, soit en insistant

---

158 Art. 28 § 1 de la directive n° 2006/73/CE d'application de la directive MIF, JOUE du 2 Septembre 2006.

véritablement sur la connaissance plus que sur l'opposition entre client professionnel et client non professionnel. Il s'agit des conséquences que tire chacune de ces réglementations de la distinction effectuée entre les investisseurs. Le caractère averti de l'investisseur est une véritable cause d'exonération de la responsabilité du PSI, car il fait disparaître l'obligation d'information sur les risques qui pèse sur celui-ci. Le fait que certaines cours d'appel aient considéré que la connaissance des risques ne faisait qu'alléger l'obligation d'information a d'ailleurs été critiqué.<sup>159</sup> En revanche, il s'agit bien de l'esprit de la directive MIF. En effet, les clients professionnels, tout comme les clients non professionnels, bénéficient d'une certaine protection et donc d'une obligation d'information de la part de l'intermédiaire. Cette obligation d'information est seulement atténuée, portant sur un nombre d'éléments moindre. Seule la présence de contreparties éligibles exonère totalement le PSI de son obligation d'information. On ne peut donc pas simplement remplacer l'exception d'investisseur averti par celle de client professionnel, sauf à vouloir modifier en partie la solution appliquée par la jurisprudence actuelle.

## **II. Causes d'exonération classiques**

D'autres causes d'exonération plus classiques, dont la faute de la victime (A) et les clauses contractuelles limitatives de responsabilité (B), peuvent également être invoquées par l'intermédiaire financier. Il nous paraît pertinent de les évoquer du fait de la façon dont elles sont reçues par les juges dans le cadre du contentieux relatif à la responsabilité du PSI pour manquement à son obligation d'information.

### **A. Faute de la victime**

La faute de la victime permet à la personne qui engage sa responsabilité d'obtenir un partage de responsabilité avec ladite victime, voire une exonération totale. Dans le cas de la responsabilité de l'intermédiaire financier, c'est donc de la faute du client ayant subi des pertes dont il s'agit. Il faut que le préjudice ait été causé par la faute du client ou que celle-ci l'ait aggravé. Bien que certains auteurs estiment que la faute de la victime s'ajoute souvent à celle de l'intermédiaire dans ce contentieux<sup>160</sup>, les arrêts accueillant une telle faute en matière

---

159 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 232.

160 B. Vigneron, *op. cit.*, p.55.

d'obligation d'information ne sont pas si nombreux.<sup>161</sup> Cette faute consiste principalement en le fait, pour le client, de s'entêter dans sa ligne de conduite malgré la mise en garde effectuée par l'intermédiaire sur les risques y afférents.<sup>162</sup> Mais dans le cadre de l'obligation d'information personnalisée, si une mise en garde sur les risques a été effectuée, ladite obligation a donc bien été remplie et il n'est pas nécessaire d'aller jusqu'au niveau de la cause d'exonération pour conclure que le PSI n'est pas responsable du dommage. Il semble que la faute de la victime soit le plus souvent utilisée dans le cadre de l'obligation de conseil ou de celle d'appel à couverture. Elle peut néanmoins être utile dans le cadre du contentieux relatif à l'obligation d'information, essentiellement afin d'obtenir un partage de responsabilité, si elle a également contribué au préjudice subi.

## **B. Clauses contractuelles**

Dans le cadre d'une responsabilité contractuelle, les parties ont souvent recours à des clauses contractuelles limitatives ou exonératoires de responsabilité. Puisque la responsabilité encourue par l'intermédiaire financier est ici de nature contractuelle, invoquer une telle cause d'exonération devrait en principe être accueilli par les juges. En droit allemand, par exemple, de telles clauses sont possibles tant qu'elles respectent la législation sur les *AGB*, les conditions générales d'affaires, et plus précisément celles applicables en matière bancaire (*AGB-Banken*).<sup>163</sup> Mais tout dépend de la finalité qui est donnée par le droit, et notamment le droit français, à cette obligation. En effet, si le recours à des clauses contractuelles est bien possible du fait de la nature contractuelle de l'obligation dans le cadre de la jurisprudence *Buon*, la majorité de la doctrine émet de sérieux doutes quant à la validité de celles-ci. Car il s'agit d'une obligation ajoutée par le juge au contenu du contrat, et celle-ci serait d'ordre public<sup>164</sup>, ne permettant aucune dérogation trouvant sa source dans la volonté des parties. Une telle clause serait alors nulle. Il s'agit d'une simple application de la théorie générale du droit des obligations, selon laquelle tout ce qui n'est pas d'ordre public est soumis à la loi des parties.<sup>165</sup> La finalité de l'obligation d'information personnalisée va en effet au-delà de la seule protection du client, qui pourrait d'ailleurs elle-même constituer un impératif d'ordre public,

---

161 not. CA Paris, 28 févr. 1994 : *D.*, 1994, p.365, note Ducouloux-favard; CA Paris, 25 avr. 1997 : *Juris-Data* n° 020750; CA Paris, 31 mars 1998: *Juris-Data* n° 021837; CA Paris, 30 avr. 1998 : *Juris-Data* n° 021174.

162 J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », *Banque et Droit*, 2000, n° 70, p.6.

163 C. Héron, *op. cit.*, p.27.

164 M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 568.

165 J. Méadel, *thèse préc.*, p.192.

car elle vise également à la sécurité des marchés financiers, donc à un intérêt plus grand que l'intérêt privé du client. A ce titre, le recours à une clause contractuelle apparaît vain.

Un second point fait également douter de l'efficacité de clauses insérées dans le contrat liant l'intermédiaire financier à son client. Il s'agit de la réglementation relative aux clauses abusives. En effet, le PSI est un professionnel et bon nombre de ses clients pourraient être considérés comme des consommateurs. Même si l'obligation d'information renforcée n'est pas d'ordre public, il suffirait alors qu'elle constitue le coeur du contrat de prestation de services d'investissement pour qu'elle soit réputée non écrite dans le cadre du droit de la consommation. Un arrêt de la cour d'appel de Paris<sup>166</sup> a pourtant estimé que ne constituait pas en soi une clause abusive la clause d'un contrat de prestation de services d'investissement précisant que le client déclarait être pleinement conscient des risques. Pour ces juges, seule l'utilisation de cette clause pourrait être abusive si elle permettait à l'intermédiaire de ne pas respecter son obligation d'information vis-à-vis d'un client profane. Mais si cette clause ne lui permet pas de s'exonérer de son obligation, elle n'est au fond utile qu'au niveau probatoire. En effet, elle est la preuve écrite que le client a bien été informé des risques relatifs aux opérations envisagées. Mais il s'agit en ce cas de la preuve que l'obligation d'information a bien été exécutée et non pas d'une véritable cause d'exonération de responsabilité en cas de manquement à cette obligation.

D'autres clauses ont été utilisées afin de prescrire le délai d'action en réparation dont dispose la victime. Il s'agit de clauses limitatives de responsabilité, mais jouant plus sur le temps que sur le contenu. On les trouve plutôt dans l'écrit récapitulatif de l'opération, par exemple des relevés de portefeuilles ou des avis d'opérer, que dans le contrat lui-même. De telles clauses précisent qu'au-delà d'un certain délai après la réception de l'écrit par le client, l'opération est considérée avoir été tacitement acceptée par ledit client et le délai d'action en réparation est alors prescrit. Ici aussi, il s'agit plus d'une preuve que d'une véritable clause limitative de responsabilité. Plusieurs arrêts ont en effet conclu qu'il ne s'agissait pas de prescription extinctive mais de clauses ayant uniquement une valeur probatoire.<sup>167</sup> La réception de l'écrit suivie d'aucune protestation du client ne constitue qu'une présomption de régularité. Ce type de clauses a en revanche l'intérêt de pouvoir déplacer la charge de la

---

166 CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 30 juin 2005, *Laurent* : Juris-Data n° 281988; *Banque et Droit*, 2005, n° 104, p.54, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

167 Cass. com., 26 mars 1996; Cass. com., 3 nov. 2004.

preuve. Ainsi, au cours du délai, la preuve de l'exécution de son obligation d'information pèse sur le PSI, tandis que c'est ensuite au client de prouver que cette obligation n'a pas été remplie une fois le délai passé.

Dans le cadre de la nouvelle réglementation issue de la transposition de la directive MIF, une clause contractuelle limitative de responsabilité ne sera de toute façon envisageable, même si elle est finalement déclarée nulle ou abusive, que si l'obligation d'information qui pèse sur les PSI est considérée dans les années à venir comme étant de nature contractuelle. Sur ce point, nous en revenons toujours aux deux arrêts de Février 2008, qui sont pour le moment les seuls à pouvoir être interprétés à la lumière de la directive MIF.

Le dernier élément essentiel dans le contentieux relatif à la responsabilité civile de l'intermédiaire financier porte sur le préjudice subi par son client, et plus particulièrement l'évaluation de ce préjudice.

### **Section III : Evaluation du préjudice**

« *A qui on aura confié beaucoup, on réclamera davantage.* »<sup>168</sup> Même si la plupart du temps l'investisseur ne confie pas réellement son argent à l'intermédiaire financier, restant maître des décisions à prendre *in fine*, l'analogie est vite faite. Face à des pertes subies, quiconque dans cette situation aimerait pouvoir les combler dans leur intégralité. C'est dans cet espoir qu'assignent bon nombre d'investisseurs malchanceux leur prestataire de services d'investissement. Pourtant, même lorsque ce dernier a bien commis un manquement à son obligation d'information, cela ne veut pas automatiquement dire que les pertes essuyées par l'investisseur ont été causées par cet acte. Nous l'avons vu, la présence d'une faute de la part de la victime peut avoir eu une incidence. Mais bien plus, le droit commun de la responsabilité exige qu'un lien de causalité entre le préjudice subi et la faute commise, ici celle du professionnel, soit avéré. Dans le cadre de ce contentieux, le problème du lien causalité est cependant souvent déplacé par les juges sur la question de l'évaluation du préjudice. Voilà pourquoi la perte de chance sera successivement évoquée aux côtés de la perte effectivement subie (I) et de l'exposition à un risque (II).

---

168 *Evangelies*, Evangile selon Saint Luc, XII, 48.

## I. Perte de chance et perte subie

La perte subie constitue la somme effectivement perdue par l'investisseur. Mais l'intégralité de ce dommage ne doit pas être réparée, car il prend également en compte l'aléa boursier et non le seul manquement du prestataire. Or, cet aléa pèse sur le client et en aucun cas sur le prestataire de services d'investissement. Au lieu de la perte effectivement subie, c'est donc de la perte d'une chance dont souffre l'investisseur du fait de ce manquement, plus précisément de la perte d'une chance de réalisation d'un événement favorable. Certains auteurs parlent dans le cadre de ce contentieux de la perte d'une chance d'éviter des pertes.<sup>169</sup> C'est aussi la vision que semble adopter la Chambre commerciale de la Cour de cassation.<sup>170</sup> Elle distingue en effet entre la perte effectivement subie et la perte de chance. Selon elle, l'intermédiaire financier qui manque à son obligation d'information prive seulement son client « *d'une chance d'échapper, par une décision plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé, perte qui constitue un préjudice distinct de celui qui résulte des opérations que [le client] a effectivement réalisées ou fait réaliser* ». <sup>171</sup>

La perte d'une chance n'est pas évaluée de la même façon que la perte totale subie. Pour certains, qualifier le préjudice de perte de chance permet en effet aux juges de diminuer la réparation de la victime. Mais une perte de chance constitue un préjudice à part entière. Elle n'échappe donc pas au principe de la réparation intégrale.<sup>172</sup> En revanche, il s'agit d'un préjudice différent, dont l'évaluation est difficile. Les juges l'apprécient souvent sous l'angle du préjudice général subi et l'estiment en fonction d'un pourcentage de celui-ci. En fait, ils sont conduits à octroyer une indemnisation inférieure à celle qui aurait été due pour la perte de l'avantage escompté du fait de la prise en compte de l'aléa lié à la notion de chance.<sup>173</sup> Ceci explique le fait que beaucoup parlent de réduction du montant de la réparation ou de réparation partielle. Cette évaluation est donc très délicate. Mais la difficulté ne justifie pas le fait de fixer un montant forfaitaire de dommages-intérêts en référence à l'équité.<sup>174</sup> Le montant de la réparation doit en effet varier en fonction du degré de probabilité d'influence de

---

169 P. Le tourneau, *Droit des la responsabilité et des contrats*, Dalloz, 2004, n° 1425; H. de Vauplane, note sous Cass. com., 10 déc. 1996, n° 94-16.082 : *Bull. civ. IV*, n° 307; *Bull. Joly Bourse*, 1997, p.205.

170 Cass. com., 10 déc. 1996, préc.

171 *Idem*.

172 B. Le Bars, note sous Cass. com., 5 oct. 2004 : *Bull. Joly bourse*, 2005, p.179.

173 *Idem*.

174 CA Toulouse, 11 janv. 1999, arrêt cassé par la Cour de cassation.

l'information sur le comportement du client.<sup>175</sup> C'est sur ce dernier point, portant sur l'attitude éventuelle du client, que les critiques apparaissent.

Certains partisans de l'idée qu'il s'agit de la perte d'une chance invitent ainsi toutefois à critiquer la solution générale retenue par la jurisprudence.<sup>176</sup> En effet, il existe un doute sur l'attitude qu'aurait adoptée le client s'il avait été informé comme il se doit. Aurait-il effectivement évité le risque de pertes ? Aurait-il subi un dommage ? Si oui, lequel ? Or, non seulement la Chambre commerciale ne semble pas suffisamment prendre en compte cet élément, mais elle fait correspondre perte d'une chance et évaluation du lien de causalité, alors même que l'évaluation du préjudice devrait être sans incidence sur l'évaluation du rapport causal. Le recours à la perte d'une chance permet ainsi depuis plusieurs années aux juges de constater la responsabilité alors qu'il existe des doutes sur le lien de causalité. Selon la Première chambre civile, la perte de chance ne devrait pourtant dépendre que « *d'un événement futur et incertain dont la réalisation ne peut résulter de l'attitude de la victime* ». <sup>177</sup>

Si le préjudice que doit réparer l'intermédiaire financier consiste bien en la perte d'une chance, le recours à cette notion n'est cependant pas toujours justifié et ne devrait en aucun cas permettre de pallier des doutes relatifs au lien de causalité entre la faute et le dommage. Car agir de la sorte revient à estimer que le préjudice subi est celui de la perte effectivement soufferte, mais dont la réparation ne peut être intégrale du fait des doutes existant eu égard au lien de causalité. Or, il s'agit d'un préjudice tout à fait différent de celui de la perte d'une chance qu'il faut continuer à distinguer du second.

## **II. Perte de chance et exposition à un risque**

La perte de chance doit également être distinguée de l'exposition à un risque. Il s'agit en effet de deux préjudices susceptibles d'exister dans le cadre d'un manquement à une obligation d'information.<sup>178</sup> Les juges du fond doivent ainsi apprécier si l'ignorance de l'information a conduit le client à perdre la possibilité de réaliser un gain ou bien d'éviter un préjudice. La perte d'une chance de gain doit conduire à une réparation intégrale de la chance

---

175 H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, n° 995.

176 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 228.

177 Cass 1<sup>ère</sup>, 2 oct. 1984, *Bull. civ. I*, n° 245, p.208.

178 M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 628.

mais partielle du dommage effectivement subi. Il s'agit d'une réparation proportionnelle à la probabilité que ladite chance avait de se réaliser. L'exposition à un risque, en revanche, permet une réparation intégrale du préjudice causé en cas de réalisation du risque et ne donne en principe droit à aucun dommage-intérêt si le risque ne s'est pas réalisé.<sup>179</sup> Au fond, il faut donc distinguer entre perte d'une chance de gain et préjudice résultant de la réalisation d'un risque, l'exposition à un risque n'étant pas un préjudice en soi mais une faute pouvant causer ce dernier<sup>180</sup>.

Lorsqu'on est en présence de la perte d'une chance, le dommage se réaliserait dès que la faute a été commise, alors qu'en cas d'exposition à un risque, le dommage ne se réaliserait qu'ensuite, et ce seulement si le risque évoqué se réalise effectivement.<sup>181</sup> La chance diffère donc du risque, mais la confusion entre les deux est facile. Elle serait notamment faite, selon certains auteurs, lorsque les juges admettent la réparation de la perte d'une chance d'éviter un dommage.<sup>182</sup> Dans certaines situations, toutefois, « *la perte d'une chance de la survenance d'un événement favorable n'est parfois que la facette positive de la perte d'une chance d'en éviter les conséquences défavorables* ». Il semble que ce soit le cas pour l'investisseur dans le cadre d'un manquement du prestataire de services d'investissement à son obligation de l'informer sur les risques encourus. Il faut donc être très attentif au préjudice qui est évalué, sous peine de réparer deux fois un même dommage.

L'évaluation du préjudice subi par le client de l'intermédiaire financier n'est donc pas une chose aisée. C'est un problème que l'on retrouve plus généralement en droit financier pour la plupart des préjudices subis par les investisseurs, tant que ceux-ci ne sont pas dus au simple aléa boursier. De façon encore plus générale, cette évaluation est assez difficile dès qu'il s'agit d'un préjudice consistant en la perte d'une chance, comme c'est très souvent le cas dans le cadre du contentieux relatif à la violation d'une obligation d'information, et ce quels que soient le domaine professionnel et le professionnel concernés. La responsabilité civile du PSI ne fait donc que suivre le régime de la responsabilité contractuelle de droit commun, que ce soit au niveau des conditions de mise en oeuvre ou au niveau des questions particulières qui se posent au juge. Mais le contexte des marchés financiers n'est toutefois pas sans incidence sur l'application concrète de ces règles. La nature duale de l'obligation d'information

---

179 M. Fabre-Magnan, *thèse préc.*, n° 628.

180 *Ibid.*, n° 626.

181 S. Bonfils, *thèse préc.*, n° 230.

182 P. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 1425.

personnalisée du PSI ainsi que le caractère hybride de la responsabilité qui pèse sur lui en cas de manquement en sont quelques manifestations. Sur fond de responsabilité contractuelle de droit commun, l'intermédiaire financier fait donc face à une responsabilité particulière. Reste à savoir si les nouvelles dispositions issues de la transposition en droit français de la directive MIF viendront encore alourdir cette responsabilité, en juxtaposant à côté de cette obligation prétorienne une obligation légale équivalente mais pas identique, ou bien si le régime s'en verra assoupli du fait d'un simple remplacement des règles jurisprudentielles par celles, légèrement différentes, du Code monétaire et financier. Si l'on voit en les arrêts de Février 2008<sup>183</sup> les prémices de la jurisprudence appliquant la nouvelle réglementation, il semble que, quelle que soit l'option suivie, celle-ci mènera à une responsabilité encore plus lourde du PSI.

---

183 Cass. com., 12 févr. 2008, préc.; Cass. com., 26 févr. 2008, préc.

## Conclusion

---

L'instauration d'une obligation d'information dans un domaine traduit la volonté de celui qui l'impose, que ce soit le juge, le législateur français ou le législateur européen, d'accorder plus de protection à une catégorie de personnes déterminée. Ce mouvement de protection de la partie jugée comme étant la plus faible s'est développé au sein de toutes les activités professionnelles, ne laissant aucun professionnel à l'abri d'une responsabilité pour manquement à son obligation d'informer son client. Mais que ce soit dans le cadre de la jurisprudence française ou depuis l'arrivée dans notre droit positif des dispositions issues de la transposition de la directive « *marchés d'instruments financiers* », l'obligation qui pèse sur le professionnel des marchés financiers ne se limite pas à un devoir général d'information. Renforcée, personnalisée, à la fois pré-contractuelle et contractuelle, l'obligation d'information qui incombe au prestataire de services d'investissement est propre au domaine de la finance, et même propre à la source dont elle provient. Ainsi ne peut-on simplement remplacer l'obligation prétorienne de la jurisprudence *Buon* par celle issue de la directive MIF, sauf à le faire en toute conscience des incidences pratiques et théoriques qui en découleront.

Champs d'application matériels différents, débiteurs de l'obligation relativement similaires mais ne pouvant toutefois être parfaitement substitués les uns aux autres, ces deux obligations sont d'apparence tellement similaires que leurs différences n'en sont que plus frappantes. Le législateur européen a eu à cœur d'harmoniser les marchés financiers et le degré de protection qui est accordé à l'investisseur dans chacun des Etats-membres, mais il faut désormais que le droit français trouve une solution médiane ou choisisse celle de la directive au détriment de celle des juges. Car le flou dans lequel l'entrée en vigueur des dispositions issues de la transposition du texte européen a plongé le droit de la responsabilité civile des intermédiaires financiers ne saurait durer plus longtemps. Au fond, la France est victime de la proximité de son droit avec les nouvelles mesures européennes adoptées. Alors qu'une telle situation entraîne souvent peu de modifications dans le droit de l'Etat-membre en question, la classification des investisseurs opérée par le droit français et le droit communautaire, de même que l'obligation d'information imposée par ces deux droits, sont trop similaires pour que les nuances qui existent entre elles passent inaperçues. Ceci explique

la grande difficulté qu’auront sûrement les juges français à passer de l’une à l’autre, voire à tenter de conjuguer les deux, sans que le raisonnement adopté soit enclin à de vives critiques. Comme l’évoquaient deux auteurs allemands peu avant la transposition allemande de la directive MIF, « *il reste à espérer que les différentes peurs issues du très controversé “monstre MIF” disparaîtront grâce à une transposition engagée et une application très orientée par la pratique des tribunaux* » et de l’Autorité des marchés financiers.<sup>184</sup> Ces problèmes doivent toutefois être considérés en France comme de simples problèmes de transition entre la nouvelle réglementation et l’ancienne, l’arrivée de la directive MIF semblant véritablement ouvrir le chemin vers une meilleure information de l’investisseur. Reste à savoir si les juges français estimeront qu’une meilleure information entraîne une responsabilité plus lourde de l’intermédiaire financier en cas de manquement.

---

184 C. Duve et M. Keller, « MiFID : Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts, Lernen Sie Ihre Kunden kennen, Kundenklassifikation und –information », *Betriebs-Berater*, n° 65, 6 Novembre 2006, p. 2432.

## BIBLIOGRAPHIE

### ◆ Manuels et traités

- J. Ansidei, E. de Fournoux et P. Laurent, *Directive MIF – Construire le marché financier européen*, Revue Banque Edition, 2007.
- F. Auckenthaler, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004.
- T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 2<sup>ème</sup> éd. (et 1<sup>ère</sup> éd.), Economica, 2005.
- P. Le Tourneau, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz, 2004.
- S. Neuville, *Droit de la banque et des marchés financiers*, 1<sup>ère</sup> éd., PUF, 2005.
- S. Piedelièvre, *Droit bancaire*, 1<sup>ère</sup> éd., PUF, 2003.
- R. Routier, *Obligations et responsabilités du banquier*, Dalloz Référence, 2005.
- D. Servais (Réal.), *Commentaire J. Mégret – Politiques économiques et sociales – Intégration des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Editions de l'Université de Bruxelles, 2007.
- H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> éd., Litec, 2001.

### ◆ Thèses

- S. Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, L.G.D.J., 2005.
- F. Boucard, *Les obligations d'information et de conseil du banquier*, Presses universitaires d'Aix-Marseille - Faculté de Droit et de Science Politique, 2002.
- M. Fabre-Magnan, *De l'obligation d'information dans les contrats*, Bibliothèque de droit privé, 1992.
- R. Hattab, *De l'obligation de conseil des prestataires de service d'investissement*, Presses universitaires de Strasbourg – Centre du Droit de l'entreprise – Université Robert Schuman, 2006.
- J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public*, LGDJ, 2007.

## ◆ Mélanges

- H. Causse, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges Schmidt*, Joly Editions, 2005, p.147.
- M. Storck, « Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers », in *Etudes offertes au Doyen Philippe Simler*, Dalloz-Litec, 2006, p.513.

## ◆ Articles et études

### • *Banque et droit*

- J.-J. Daigre, « La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière d'ordre de bourse et de couverture », Mars-Avril 2000, n° 70, p.4.
- C. Héron, « Le devoir d'information de l'intermédiaire financier en matière de produits dérivés sur les marchés réglementés – Etude en droit français et allemand », Mars-Avril 1997, n° 52, p.25.
- J.-G. d'Hérouville, « La notion d'avertisseur averti », Janvier-Février 1998, n° 57, p.20.

### • *Betriebs-Berater*

- C. Duve et M. Keller, « MiFID : Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts, Lernen Sie Ihre Kunden kennen, Kundenklassifikation und –information », *Betriebs-Berater*, n° 65, 6 Novembre 2006, p. 2425.

### • *Bulletin Joly Bourse*

- M.-J. Experton, « L'investisseur qualifié », Mars-Avril 1999, p.140.
- I. Riassetto et M. Storck, « Les règles de bonne conduite applicables aux sociétés de gestion de portefeuille », Février 2008, n° 1, p.90.
- B. de Saint Mars, « Conflits d'intérêt et règles de conduite – Quels impacts de la directive MIF sur le cadre français ? », Septembre-Octobre 2007, p.627.
- M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de service d'investissement », Mai 2007, n° 3, p.311.

- *Droit et Patrimoine*

- B. Vigneron, « Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la bourse ? », Janvier 1997, p.48.

- *Recueil Dalloz*

- J. Djoudi et F. Boucard, « La protection de l'emprunteur profane », *D.* 2008, p.500.
- B. François, « Vers une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne », *D.* 2004, p.1652.

- *Revue de droit bancaire et de la bourse*

- E. Bernard et F. Peltier, « Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », Septembre-Octobre 1998, n° 69, p.156.
- H. de Vauplane, « La responsabilité civile des intermédiaires », Novembre-Décembre 1999, n°76, p.228.

- *Revue de droit bancaire et financier*

- F. Boucard, « La violation d'une norme professionnelle constitue-t-elle une faute civile ? Exemple en matière de blanchiment de capitaux », Juillet-Août 2004, n° 4, p.273.
- P.-H. Conac, « Les devoirs d'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs aux Etats-Unis », Novembre-Décembre 2002, n° 6, p.354.
- J.-J. Daigre, « L'information de l'investisseur sur les marchés spéculatifs », Novembre-Décembre 2002, n° 6, p.352.
- C. Houin-Bressand, « Bilan de la jurisprudence sur la responsabilité du banquier dispensateur de crédit », Septembre-Octobre 2007, p.78.
- A.-C. Muller, « Modification du Règlement général AMF », Mai-Juin 2007, p.35.

- *Revue trimestrielle de droit civil*

- J. Huet, « Responsabilité civile », 1986, p.353.

## ◆ Arrêts et notes d'arrêts

- Cass. 1<sup>ère</sup>, 2 oct. 1984, *Bull. civ. I*, n° 245, p.208.
- Cass. com., 9 janv. 1990, *Simoneau* : *JCP G*, 1990, II, 21459, note J. Stoufflet.
  
- Cass. com., 5 nov. 1991, *Buon c/ Banque populaire Bretagne-Atlantique* : *Bull. civ. IV*, n°327; *D.*, 1991, p.269.
- CA Paris, 28 févr. 1994 : *D.*, 1994, p.365, note Ducouloux-favard.
- Cass. com., 2 nov. 1994, arrêt 1945 P, *Sté française compensation c/ Lartigues* : *Bull.* n° 319; *RJDA* 1195/I, p.27, note M.-C. Piniot.
- Cass. com., 13 juin 1995, *SA Didier Philippe c/ Nemegecyi* : *Bull. Joly Bourse*, 1995, p.392, note H. de Vauplane, p.508.
- Cass. com., 26 mars 1996.
- Cass. com., 9 avr. 1996, *Mela c/ Sté Marseillaise de crédit* : *Juris-Data* n° 94-15.668.
- Cass. com., 10 déc. 1996, *France Compensation bourse c/ Chevalier*, n° 94-16.082 : *Bull. civ. IV*, n° 307; *Bull. Joly Bourse*, 1997, p.205, note H. de Vauplane.
- CA Paris, 25 avr. 1997 : *Juris-Data* n° 020750.
- Cass. com., 24 mars 1998, n° 96-17.758, Inédit.
- CA Paris, 31 mars 1998: *Juris-Data* n° 021837.
- CA Paris, 30 avr. 1998 : *Juris-Data* n° 021174.
- CA Toulouse, 11 janv. 1999.
- Décision CMF n° 99-07 du 15 septembre 1999 : *BALO* du 27 septembre 1999, p.17575 ; *Banque et Droit*, Novembre-Décembre 1999, n° 68, p.48, obs. H. de Vauplane.
- CA Paris, 4 janv. 2000 : *RD bancaire et fin.*, 2000, p.182.
- Cass. com., 24 oct. 2000, *Raymond Ricking c/ Patrice Wargny et BZW Puge Mahé*, pourvoi D 97-22.241, arrêt n° 1845 FD : *Revue de droit bancaire et financier*, Janvier-Février 2001, n° 1, p.29.
- Cass. com., 3 juill. 2001 : *RJDA* 1/2002, n° 80, p.59.
- CA Lyon, 28 Mars 2002, *Juris-Data* n° 2002-181122.
- Cass. com., 14 janv. 2003 : *Banque et Droit*, Mars-Avril 2003, p.33, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, p.254, note L. Ruet.
- Cass. com., 8 Juill. 2003, *Bull. Joly Bourse*, 2003, note L. Ruet, p.595 ; *JCP E*, 2003, n° 1589, note Ph. Goutay.
- CA Paris, 27 oct. 2003, *Sté CICA A c/ Sté Bourse Direct*, n° 2002/09206 : *Lexbase* n°

- A6195DAP, *Banque et Droit*, Mars-Avril 2004, p.31? obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.
- Cass. com., 7 janv. 2004 : *Banque et Droit*, Maris-Avril 2004, n° 94, p.32, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.
  - CA Paris, 15<sup>ème</sup> B, 13 févr. 2004, *Masmoudi c/ SA CPR on line*.
  - Cass. com., 5 oct. 2004, *Demoiselle X c/ Société Ferry* : *Bull. Joly bourse*, Mars-Avril 2005, p.176, note B. Le Bars.
  - Cass. com., 3 nov. 2004.
  - Cass. com., 14 déc. 2004, *CRCAM de Toulouse et du Midi Toulousain c/ Monassont*, n° 03-10.099, publié au bulletin; *D.*, 2005, AJ p.360.
  - CA Paris, 15<sup>ème</sup> B, 30 juin 2005, *Laurent* : *Juris-Data* n° 281988; *Banque et Droit*, 2005, n° 104, p.54, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.
  - Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.344, *La Poste c/ Huet*, *Juris-Data* n° 2006-035004 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.304, *La Poste c/ Armengaud*, *Juris-Data* n° 2006-035003 ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 04-19.522, *La Poste c/ Redonnet* ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-14.343, *La Poste c/ Rigaud* ; Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-15.305, *La Poste c/ Marie Andrée, épouse Y.* ; *Revue de droit bancaire et financier*, Janvier-Février 2007, n° 1, p.43, note S. Torck ; *D.*, 2006, p.2395, obs. X. Delpech.
  - Cass. ch. Mixte, 29 juin 2007, *Juris-Data* n° 2007-039908; *D.*, 2007, p. 1950, obs. V. Avena-Robardet, p. 2081, note S. Piedelièvre.
  - Cass. com., 12 févr. 2008 : *D.*, 2008 AJ. 689, obs. X. Delpech ; *Droit et Patrimoine*, Hebdo, 2008, n° 692, 9 Avril, p.1.
  - Cass. com., 26 févr. 2008, n° 07-10.761, *M. Medhi X. c/ Société Cortal consorts SA* (publié au bull.) : *D.*, 2008, p.776, obs. X. Delpech ; *Dépêches JurisClasseur*, 29 Février 2008, p.316.

#### ◆ **Rapports et autres documents**

- Rapport AMF, *La directive sur les marchés financiers : enjeux et conséquences pour la régulation française*, n° 1, Mai 2006.
- Commission européenne, *Your questions on MiFID Markets and Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures, Questions and answers*.
- MiFID Connect, *Guidance on suitability and appropriateness under the markets and financial instruments directive*.

- Portalis, *Discours préliminaire sur le projet de Code civil.*

◆ **Répertoires**

- JurisClasseur Banque – Crédit – Bourse
- JurisClasseur Civil
- Lamy Droit du financement 2008
- Répertoire de droit des sociétés, Dalloz 2008

## TABLE DES MATIERES

Liste des principales abréviations .....	p. 3
Sommaire .....	p. 4
<b>Introduction</b> .....	p. 5
<b>Chapitre I : L'obligation d'information de l'intermédiaire financier</b> .....	p. 9
<b>Section I : Portée de l'obligation d'information</b> .....	p. 10
I. Obligation d'information renforcée et devoir général d'information .....	p. 10
II. Obligation d'information et autres obligations portant sur l'information .....	p. 12
A. Devoirs de conseil et de mise en garde .....	p. 12
B. Une différence de degrés .....	p. 14
<b>Section II : Champ d'application <i>ratione materiae</i></b> .....	p. 15
I. L'obligation d'information dans la jurisprudence <i>Buon</i> .....	p. 16
A. L'indifférence quant à la relation contractuelle .....	p. 16
B. La nécessité d'opérations spéculatives .....	p. 17
1. Opérations spéculatives et opérations complexes .....	p. 18
2. Opérations spéculatives et appel à couverture .....	p. 19
II. L'obligation d'information dans la directive MIF .....	p. 21
<b>Section III : Champ d'application <i>rationae personae</i></b> .....	p. 24
I. Le débiteur de l'obligation .....	p. 24
II. Le créancier de l'obligation .....	p. 26
A. Absence de définition positive .....	p. 27
B. Recours à une définition négative .....	p. 28
1. Opérateur averti et opérateur profane .....	p. 28
2. Investisseur qualifié .....	p. 32
3. Client professionnel et client de détail .....	p. 34

<b>Chapitre II : Responsabilité pour manquement à l'obligation d'information</b> .....	p. 40
<b>Section I : Conditions de mise en oeuvre de la responsabilité</b> .....	p. 41
I. Nature de la responsabilité .....	p. 42
A. Une responsabilité civile contractuelle .....	p. 42
B. Une nature contractuelle contestable .....	p. 45
II. Existence d'une faute .....	p. 47
III. Charge de la preuve .....	p. 49
<b>Section II : Causes d'exonération</b> .....	p. 51
I. Exception de connaissance .....	p. 51
II. Causes d'exonération classiques .....	p. 55
A. Faute de la victime .....	p. 55
B. Clause contractuelle .....	p. 56
<b>Section III : Evaluation du préjudice</b> .....	p. 58
I. Perte de chance et perte subie .....	p. 59
II. Perte de chance et exposition à un risque .....	p. 60
<b>Conclusion</b> .....	p. 63
Bibliographie .....	p. 65
Table des matières .....	p. 71