

6

CHAPITRE 6 LES RÉCLAMATIONS DES ÉPARGNANTS ET L'ACTIVITÉ DU MÉDIATEUR

- p. 174 1
Rappels
- p. 175 2
Bilan quantitatif
- p. 179 3
Les thèmes caractéristiques de l'année
- p. 185 4
Conclusion

À l'occasion de sa sixième année d'activité le médiateur, Daniel Farras¹, a formulé, dans le cadre du présent rapport et sous sa seule responsabilité, diverses observations qui lui ont paru de nature à améliorer la protection de l'épargne.

1 RAPPELS

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a explicité la mission du service de la Médiation qui, avant la création de l'Autorité des marchés financiers, s'exerçait déjà aussi bien dans le domaine de compétence de la Commission des opérations de bourse que dans celui du Conseil des marchés financiers.

Le premier alinéa de l'article L. 621-19 du code monétaire et financier dispose en effet que *"l'Autorité des marchés financiers est habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, en tant que de besoin, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation"*.

Du début de l'année jusqu'au printemps 2003, la valeur de l'indice CAC 40 a baissé et sa volatilité a été forte. Ensuite, jusqu'à la fin de l'année, sa valeur a progressé et sa volatilité a diminué. Si, en simplifiant, on s'autorisait à considérer cette évolution comme représentative du climat boursier sur la place de Paris en 2003, on pourrait en déduire que les conditions objectives du retour à la sérénité ont existé pendant la plus grande partie de l'année et qu'elles ont pu

introduire une discontinuité bienvenue par rapport aux dossiers des années précédentes.

En réalité, il n'en a pas été ainsi. En tout cas aucune différence sensible dans l'état d'esprit des épargnants n'a été enregistrée par le service de la Médiation. Cela ne signifie pas seulement qu'ils ont continué à s'adresser en grand nombre au médiateur, mais aussi et surtout qu'ils ont fait état du même type de préoccupations que leurs devanciers.

En raison de cette forte continuité thématique, il ne serait pas totalement dépourvu de pertinence de renvoyer le lecteur habituel de cette rubrique, que l'on supposera attentif mais pressé, aux remarques formulées l'année dernière. Et, de fait, les leçons que l'on peut tirer du traitement des plaintes reçues dans des domaines tels que l'exécution des ordres, les pannes informatiques, les ordres avec service de règlement et livraison différés, les transferts de compte ou encore la gestion sous mandat, sont sensiblement les mêmes qu'en 2002.

Que l'on ne se méprenne pas. Cela ne signifie pas que ces thèmes seraient devenus moins importants. Cela veut dire, au contraire, qu'il n'est pas possible

¹ À compter du 27 avril 2004, Madeleine Guidoni a succédé à Daniel Farras au poste de médiateur de l'AMF.

de diminuer le niveau d'attention et, le cas échéant, d'exigence qu'ils requièrent. Par exemple :

- Il est toujours aussi anormal que des transferts de comptes-titres demandent plusieurs mois lorsque ni la spécificité des mouvements en provenance ou à destination de l'étranger, ni l'imprécision des instructions du client ne sont en cause.
- En matière de couverture des ordres avec service de règlement et livraison différés, la jurisprudence de la Cour de cassation, dont on a pu penser un moment qu'elle s'infléchirait en restreignant la marge de manœuvre des prestataires, est revenue à son point d'équilibre antérieur : l'exigence de reconstitution d'une couverture devenue insuffisante obéit principalement à une logique de protection du marché ; le seul fait de ne pas l'imposer de façon automatique n'est pas constitutif d'une faute du prestataire vis-à-vis de son client. En revanche l'établissement qui, pendant la même période, laisse la situation de son client se dégrader sans l'en avertir, engage sa responsabilité.
- La gestion des pannes informatiques et la détermination de la politique tarifaire des prestataires ne relèvent pas du régulateur. Nous ne sommes pas en économie administrée. En revanche il est exigé des professionnels qu'en cas d'indisponibilité ils mettent à disposition des investisseurs des moyens alternatifs d'accès à l'information et au circuit de passation des ordres. Quant aux grilles tarifaires, elles peuvent être modifiées sans autorisation préalable, sauf si la convention de compte en dispose autrement, mais il est vivement recommandé de tenir les clients informés des nouveaux prix avant leur entrée en vigueur, afin qu'ils puissent prendre leurs dispositions en temps utile s'il n'acceptent pas les hausses ou les aménagements.
- Dans le domaine de la gestion sous mandat, le constat d'une moins-value ne suffit pas à caractériser une faute du professionnel ; encore faut-il que cette gestion, non décorrélée des risques du marché dans tous les cas soumis au service, corresponde à l'orientation convenue lors de l'entrée en relations, que la formulation de cette orientation reflète bien la volonté du client et que celui-ci soit correctement informé de l'évolution de son portefeuille. D'où l'insistance avec laquelle le médiateur persiste à recommander :
 - . que les orientations soient définies avec précision et par écrit, car les mêmes termes - « prudente », « dynamique », « équilibrée » - recouvrent des notions et des pratiques différentes d'un intermédiaire financier à l'autre ;
 - . que tout changement d'orientation en cours de mandat soit, lui aussi, consigné dans un écrit opposable aux deux parties ;
 - . que l'information autre que strictement quantitative, qui fait en principe l'objet d'un rapport au moins semestriel, soit adaptée au client, c'est-à-dire destinée à expliquer la politique de gestion appliquée au type de portefeuille dont il relève ;
 - . qu'en cas de baisse importante des actifs gérés depuis la signature du mandat, un rendez-vous soit organisé avec le client afin de faire le point et d'examiner avec lui les avantages et

les inconvénients d'un éventuel changement d'orientation.

Il y a cependant deux sujets qui, par exception, malgré les traits communs qu'ils présentent d'une année sur l'autre, ne doivent être traités ni par renvoi, ni par prétérition, à cause de l'intensité croissante avec laquelle ils se manifestent, caractérisée à la fois par le grand nombre d'observations et plaintes reçues et par le profond malaise exprimé par les épargnants. Ce sont les fonds à formule indiciels et ce que l'on appellera, en première approximation, l'« étrangeté » ou les « incohérences » du marché.

Ce dernier domaine, moins homogène que le premier, rassemble les situations dans lesquelles le plaignant ne se sent pas à sa place – alors qu'il y est – parce qu'il a l'impression qu'on ne lui laisse pas assez de temps pour agir ou que le marché est perçu par lui comme opaque, voire comme un lieu de manipulations.

Ces deux thèmes seront développés après l'exposé du bilan quantitatif de l'activité du service.

2 BILAN QUANTITATIF

Par convention, on appelle « médiation » tout dossier ayant donné lieu à une intervention du service auprès de la partie qui ne l'a pas saisi la première d'un différend, quels que soient l'évolution des positions respectives pendant cette intervention et le résultat de celle-ci.

On appelle « consultation » tout autre dossier. Cette catégorie est composée principalement des réponses aux interrogations des épargnants sans connotation litigieuse affichée.

Deux catégories statistiques correspondent aux deux missions du service.

A La charge de travail

2020 dossiers ont été ouverts en 2003, dont 1339 consultations et 681 médiations. Le flux annuel est en légère augmentation par rapport à l'année dernière (+ 2 %). La répartition des dossiers entre les deux catégories ou missions n'a pas varié (66 % et 34 % respectivement).

1632 correspondants ont en outre été accueillis lors des permanences téléphoniques assurées les mardis et les jeudis, soit une augmentation de 5 %.

1720 dossiers, soit 85 % des ouvertures, ont été traités dans l'année, auxquels s'ajoutent 263 dossiers ouverts

en 2002 et clôturés en 2003. Au total, 1983 dossiers ont été traités, soit l'équivalent de 98 % des ouvertures de l'année.

B

La répartition des dossiers

1 L'origine

Les investisseurs individuels, seuls ou représentés par un avocat, représentent 91 % des saisines. Le service demeure, depuis sa création, le destinataire des inquiétudes et des plaintes de ceux qui s'appellent eux-mêmes les « petits porteurs ».

Pour les consultations, cela correspond à la vocation spécifique du service de la Médiation, car la réponse aux questions des professionnels relève des autres directions et services du régulateur. Pour les médiations, rien n'empêche un professionnel, en désaccord avec un client, de saisir la Médiation de l'Autorité.

On constate néanmoins qu'ils sont très peu nombreux à utiliser cette possibilité, préférant orienter les clients mécontents vers leurs services commerciaux spécialisés ou vers le médiateur de la société lorsque, allant au-delà des dispositions de l'article 13 de la loi du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier, des compétences ont été attribuées à celui-ci en matière boursière².

2 Les cibles

Cette notion de « cible » est plus large que celle de « destinataire » ou de « mis en cause ». Elle désigne le type d'intervenant sur le marché implicitement ou explicitement visé par la question ou la réclamation.

Les prestataires de services d'investissement représentent 52 % des cibles et les émetteurs 37 %.

À l'intérieur de la catégorie prestataires, les courtiers en ligne comptent pour 27 %, c'est-à-dire deux fois leur part de marché. On peut donc estimer, en première approximation, que la clientèle de ce type de société est la plus impliquée et la plus réactive.

Par convention, les anomalies ou incompréhensions tirées de l'observation du marché ont été affectées à la cible « émetteurs ». Il s'agit là d'un premier zonage des dossiers, qui doit être affiné par une approche thématique, et qui est *a priori* exclusive de toute idée de responsabilité.

3 Les thèmes

Compte tenu de l'expérience acquise après deux années de fonctionnement et afin de permettre une meilleure exploitation statistique, la nomenclature des thèmes a été modifiée au début de l'année 2003 et la masse des dossiers, distribuée entre 11 thèmes généraux, comme le montre le tableau suivant.

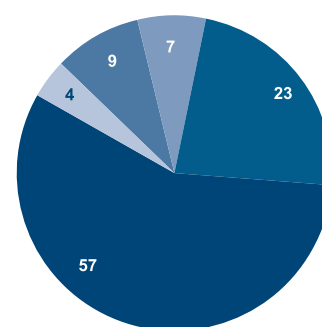
Ces thèmes sont eux-mêmes ventilés en 80 thèmes élémentaires.

A - Produits collectifs
B - Gestion sous mandat
C - Transmission/Exécution des ordres
D - Tenue de comptes/Conservation
E - Émetteurs
F - Fonctionnement général des marchés
G - Instruments financiers (autres que produits collectifs)
H - Démarchage
I - Conseil en gestion de patrimoine et en investissement financier
J - Organismes de contrôle/Tutelle/Défense
K - Divers

En consultation, les trois classes « émetteurs », « fonctionnement général des marchés » et « instruments financiers » représentent 57 % des ouvertures. C'est le bloc le plus important, qui renvoie aux préoccupations touchant à la pertinence de la stratégie des dirigeants, à la qualité de l'information qu'ils donnent au marché, aux difficultés d'accès aux assemblées générales, à l'opacité entourant les sociétés en difficulté, au prix des offres publiques et aux variations de cours inattendues ou incomprises.

Les classes « produits collectifs » et « gestion sous mandat » représentent 23 % du flux. Elles recouvrent les questions portant sur les OPCVM généraux, les produits de capital-risque, la disponibilité des parts de FCPE, la licéité ou l'opportunité des décisions prises par les sociétés de gestion de SCPI, la pertinence et le résultat des opérations effectuées dans le cadre d'un mandat de gestion, etc. Ces deux blocs réunis représentent 80 % des questions posées par les investisseurs non professionnels (graphique 1).

Graphique 1 : répartition des consultations par thème (en %)



- Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers
- Produits collectifs + gestion mandat
- Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation
- Divers
- Rôle du régulateur

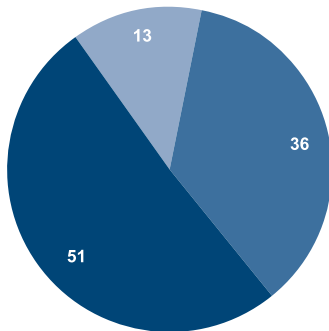
En médiation, le premier bloc précité (« émetteurs, marchés et instruments ») représente 13 % des arrivées. Les réclamations portant sur les fonctions de

² Cet article prévoit que tout établissement de crédit désigne un ou plusieurs médiateurs chargés de recommander des solutions aux litiges relatifs à la gestion des comptes de dépôt et à la vente ou offre de vente de produits et services groupés ou donnant droit gratuitement à une prime financière ou en nature.

réception, transmission et exécution des ordres et de tenue de compte-conservation sont trois fois plus nombreuses. Les litiges classiques relatifs aux ordres passés deux fois, aux bons d'option (*warrants*) en fin de vie qui ont un comportement apparemment aberrant, aux insuffisances de couverture ou aux délais excessifs de transferts de comptes appartiennent à ce second groupe.

Enfin la plupart des plaintes se rattachent aux classes « produits collectifs » et « gestion sous mandat » : 51 % à elles deux, avec une prédominance très forte de la première (42 %), dont relèvent les réclamations relatives aux moins-values enregistrées à l'échéance des fonds à formule (graphique 2).

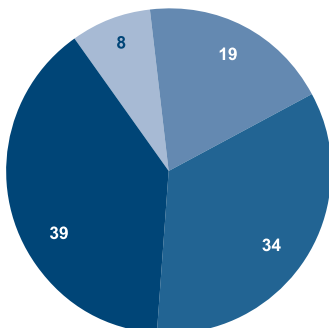
Graphique 2 : répartition des médiations par thème (en %)



- Produits collectifs + gestion sous mandat
- Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation
- Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers

Si l'on considère ensemble les dossiers de médiation et de consultation, le bloc thématique « émetteurs, marchés et instruments » reste le plus important (39 %), suivi du bloc « produits collectifs et gestion sous mandat » (34 %, dont 28 % pour les « produits collectifs ») (graphique 3).

Graphique 3 : répartition des consultations et des médiations par thème (en %)



- Émetteurs + fonctionnement général des marchés + instruments financiers
- Produits collectifs + gestion sous mandat
- Réception transmission d'ordres + tenue de compte-conservation
- Autres

Par thèmes élémentaires, les dossiers de médiation les plus nombreux portent sur l'« information lors de la souscription » et sur les « OPCVM à formule », alors que les « anomalies sur le marché » prédominent en consultation.

C

Les résultats : analyse des dossiers par motif de clôture

1

La consultation

Les dossiers de consultation sont clôturés dès qu'il a été répondu à la question initiale et, le cas échéant, aux demandes de précisions ou aux questions complémentaires que la première réponse a pu faire surgir.

Le service répond directement à la plupart des interrogations. Cependant la vérification de certaines allégations doit être effectuée par les directions spécialisées de l'Autorité, notamment en matière de manipulation de cours ou de fausse information. Le correspondant est alors informé de cette transmission interne. En 2003, 13 % des dossiers de consultation ont relevé de cette procédure.

Certaines questions portent sur une matière qui ne relève pas de l'Autorité, mais elles lui sont adressées parce que ce sont des difficultés rencontrées à l'occasion d'un investissement boursier qui les ont fait naître.

Sont dans ce cas les interrogations portant sur des contrats d'assurance-vie, même lorsqu'ils sont libellés en unités de compte. Ces contrats sont en effet régis par les dispositions du code des assurances, dont il n'appartient pas à l'Autorité de vérifier l'application ni de sanctionner la violation. La parenté de préoccupations entre régulateurs spécialisés, par exemple en matière d'information des souscripteurs sur les OPCVM sous-jacents ou de transparence sur les frais, est sans effet sur la répartition de leurs compétences. Il en va de même lorsque c'est l'interprétation de dispositions fiscales qui est en jeu.

Le service indique dans chaque cas à ses correspondants le ou les organismes susceptibles de répondre ou d'intervenir.

La proportion de ce type de dossiers est stable : 20 % des consultations traitées dans l'année.

2

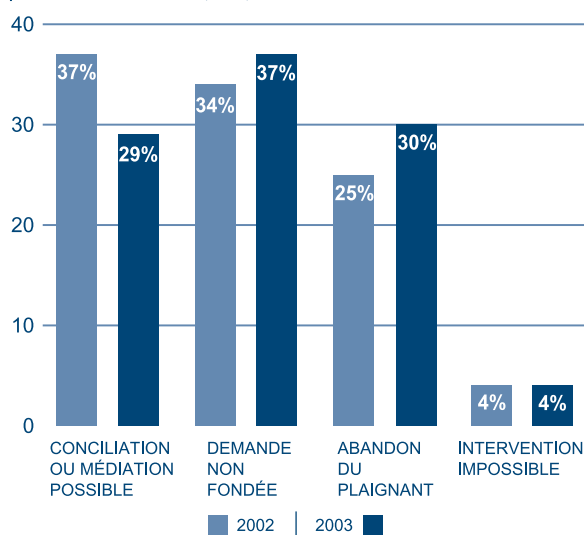
La médiation

La ventilation, par motif de clôture, des dossiers de médiation est la suivante (en %) :

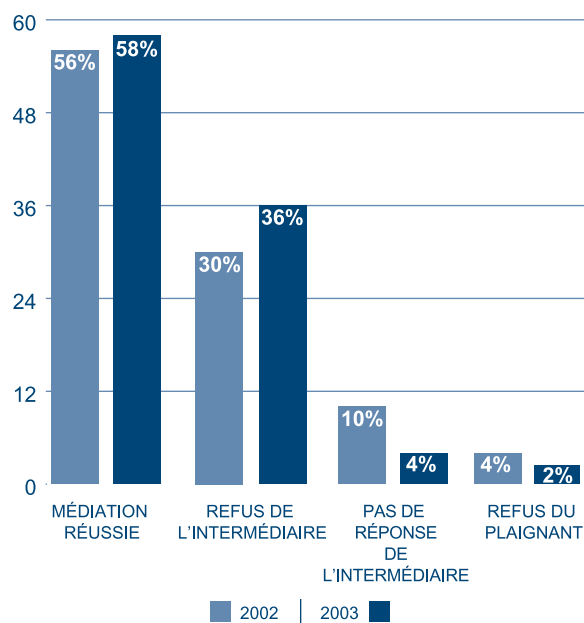
Les graphiques 4 et 5 permettent de visualiser les évolutions constatées entre 2002 et 2003 : La proportion d'affaires dans lesquelles le médiateur ne peut pas intervenir est faible et reste stable à 4 %. Les abandons de la part des plaignants passent de 25 % à 30 %. Or, ils étaient passés de 11 % à 25 % entre 2001 et 2002.

CONCILIATION OU MÉDIATION POSSIBLE	29%
dont :	
Médiation réussie	58%
Refus de l'intermédiaire	36%
Pas de réponse de l'intermédiaire	4%
Refus du plaignant	2%
DEMANDE NON FONDÉE	37%
ABANDON DU PLAIGNANT	30%
INTERVENTION IMPOSSIBLE (enquête en cours, juridiction saisie)	4%

Graphique 4 : ventilation des dossiers de médiation par motif de clôture (en %)



Graphique 5 : ventilation des dossiers pour lesquels une conciliation ou une médiation paraît possible (en %)



Cette augmentation est préoccupante, mais ne peut pas être directement maîtrisée par le service, car ces abandons ne résultent pas de regrets ou d'insatisfaction en cours de procédure. Ils sont le fait de plaignants à qui l'on a accusé réception de leur courrier, auxquels on a demandé la copie des pièces dont l'examen est indispensable pour traiter le dossier (contrat d'ouverture de compte ou de mandat, relevés ou avis d'opéré, échanges de correspondance), qui ont été relancés et qui n'ont pas donné suite.

Ils concernent aussi les personnes qui ont saisi le médiateur avant de réclamer auprès de l'émetteur ou du prestataire, qui ont été invitées à faire cette démarche préalable et à revenir auprès du service s'ils n'obtiennent pas satisfaction et qui ne se sont plus manifestées.

Par définition, il n'est pas possible de savoir à quoi est dû leur renoncement. Il est permis de supposer que dans un certain nombre de cas, la simple annonce de la saisine de l'Autorité ou la réclamation préalable ont pu faciliter une issue satisfaisante. Il est également possible que dans d'autres situations, une fois la colère retombée, le plaignant ait estimé que sa démarche était inappropriée. Mais il est à craindre que le découragement face à la nécessité de reconstituer un dossier lacunaire ou épars explique un nombre important de désistements. Il est malheureusement impossible d'intervenir efficacement en faveur de celui qui réclame sans un minimum de participation de sa part.

L'autre sujet de réflexion que font apparaître ces résultats, c'est le rééquilibrage entre les demandes *a priori* fondées et celles qui ne le sont pas, en faveur de ces dernières. Le rapport entre les deux catégories, en pourcentage du nombre des clôtures, est passé de 37/34 à 29/37. Il est vrai qu'il était de 29/50 en 2001, ce qui relativise l'ampleur de la variation.

Il importe de préciser que « conciliation ou médiation possible » et « demande non fondée » ne sont pas des concepts juridiques, mais des catégories propres au service, qui se fondent sur l'appréciation que porte celui-ci sur les mérites de la réclamation après instruction et intervention le cas échéant. Elles servent, d'une part, à classer les dossiers par résultat et à rendre compte du travail accompli, et, d'autre part, à éclairer brièvement les plaignants, avant la clôture de leur dossier, sur leurs chances de succès, estimées par le tiers impartial que doit être le médiateur, au cas où ils envisageraient de porter l'affaire devant les juridictions compétentes.

Pas plus à ce moment-là qu'en cours de traitement, ce tiers ne s'érige en juge du professionnel ni en avocat du client. Il s'efforce simplement d'éviter aux personnes qui le saisissent, tout en préservant leur liberté d'action, des démarches qui paraissent vouées à l'échec en fonction des faits de l'espèce et de la jurisprudence disponible.

Les demandes non fondées sont celles qui, après étude des pièces envoyées par le plaignant et analyse de la réponse fournie par le professionnel, apparaissent entachées de mauvaise foi, comportent des erreurs de fait ou bien rapportent des situations ou des comportements qui ne contreviennent à aucun texte et ne constituent ni des imprudences, ni des négligences au moment des faits.

Même en l'absence de faute ou de dysfonctionnement apparent au moment de la saisine, le médiateur intervient auprès du prestataire dans la majorité des cas afin de donner à ce dernier, s'il le juge opportun, l'occasion de dépasser les considérations juridiques et de réagir concrètement, au cas par cas, en termes d'équité, d'image ou de relation commerciale à préserver.

Lorsqu'une conciliation ou une médiation paraissent possibles, une solution entièrement ou partiellement favorable au plaignant est trouvée dans un peu plus d'un cas sur deux. Cette proportion est stable d'une année sur l'autre.

Les refus des intermédiaires s'expliquent avant tout par le souci de ne pas distendre le lien entre indemnisation et faute ou encore de ne pas aller au-delà d'une geste commercial, même modeste, consenti antérieurement.

Le taux de non-réponse des professionnels est passé de 10 % à 4 %. Cette évolution positive mérite d'être soulignée : en effet, le plaignant ne peut être utilement éclairé sur le devenir possible de son dossier que si le prestataire exprime sa position et donne sa version des faits et ses raisons. Par exemple, dans un cas de refus de médiation et en présence de versions contradictoires, l'attention de l'épargnant qui demeure persuadé d'avoir raison malgré la réaction négative de son intermédiaire sera appelée sur la nécessité de prouver ses allégations devant le juge qu'il pourrait être tenté de saisir.

La pertinence et l'utilité de ces indications finales, données dans un souci d'équité, c'est-à-dire en fin de compte pour le bénéfice de toutes les parties, d'abord au plaignant puis au prestataire, dépendent beaucoup de la qualité de l'information reçue par le médiateur. Or, même lorsque les émetteurs et les intermédiaires répondent, c'est-à-dire dans la quasi-totalité des cas, comme il vient d'être dit, le degré de précision et de technicité de leurs arguments et la propension à étayer les affirmations avancées par des pièces justificatives varient beaucoup d'une société à l'autre.

Il est certes normal que les professionnels gardent l'entière maîtrise de leur style de communication, mais on soulignera ici, une fois encore, qu'un excès de prudence et de concision de leur part empêche le service de jouer pleinement son rôle, qui comporte, indépendamment du résultat financier de l'intervention, un aspect pédagogique qui ne devrait pas être mésestimé.

3 LES THÈMES CARACTÉRISTIQUES DE L'ANNÉE

A Les pertes sur investissement dans des fonds à formule indicieles

Les pertes en capital constatées à l'échéance par les souscripteurs de fonds à formule indicieles sont à l'origine de 336 réclamations et questions reçues en 2003. Elles constituent l'ensemble homogène le plus important reçu par le service de la Médiation.

Ces réclamations ont été traitées au cas par cas, conformément à la pratique du service et indépendamment de l'approche spécifique de la même réalité par d'autres directions ou services de l'Autorité. Les observations qui suivent constituent la synthèse de ces traitements individualisés.

L'homogénéité relevée tient non seulement à l'objet, mais aussi au contenu des dossiers. Par rapport à l'année dernière, la formulation des plaintes s'est standardisée, sans pour autant se couler dans tous les cas dans le moule d'une lettre-type. Il est possible que les articles de presse, comportant témoignages et réflexions, qui ont couvert la matière aient eu un effet mimétique sur le comportement des lecteurs et normalisateur sur la formulation de leurs plaintes, dès lors qu'ils pensaient se trouver dans une situation comparable.

La presse écrite et audiovisuelle a en effet largement relayé le sujet. Des associations de défense des usagers ont revendiqué des milliers des lettres. Des avocats spécialisés ont fait état publiquement de leur stratégie vis-à-vis des entités qui ont commercialisé ce type de produits. On peut parler d'une « affaire » distribution de fonds à formule, qui n'est d'ailleurs pas terminée, à la fois parce que des litiges nés ne sont pas réglés et parce que les prochaines échéances sont potentiellement génératrices de nouveaux litiges.

Des mesures prises par le régulateur et des initiatives lancées par la profession sont de nature à réduire les risques mis en évidence en 2002 et 2003.

À la suite d'une consultation de place menée par la COB en 2002³, la notice explicative des fonds à formule a été rendue à la fois plus claire et plus complète.

Celle-ci comporte désormais un tableau synthétique, rédigé en français courant, résumant clairement les avantages et les inconvénients du produit.

À la première lecture, en quelques secondes, le prospect saura, par exemple, si le produit proposé comporte ou non une garantie du capital investi à l'échéance. Les modifications que subiront

³ Rapport annuel COB 2002, page 159 et suivantes.

prochainement toutes les notices en application des normes communautaires, ne devraient pas remettre en cause cette amélioration, mais au contraire la généraliser par le biais du prospectus simplifié.

En outre, la clarification de ce document officiel devrait se traduire par la mise à disposition du public de documents publicitaires plus explicites, car les professionnels transforment habituellement la notice, souvent considérée jusqu'ici comme administrative et inassimilable par la plupart des consommateurs, en plaquette *a priori* plus agréable à parcourir, sans perte de l'information déterminante.

Enfin, l'Association française de la gestion a de son côté entrepris la rédaction d'une Charte de la commercialisation, dont le contenu aura vocation à s'articuler avec les dispositions relatives à la commercialisation des produits collectifs d'épargne dans le règlement général de l'Autorité.

Les plaignants sont de plus en plus nombreux à expliciter les circonstances dans lesquelles le fonds leur a été vendu et ce faisant, à distinguer nettement deux étapes dans la démarche de commercialisation dont ils ont été l'objet : tout d'abord la mise en avant par les conseillers vendeurs du caractère dépassé et inadéquat de leur comportement d'épargnant, puis la présentation d'un produit capable à la fois de les faire entrer dans la modernité financière (« *quand les indices montent, il ne faut pas en rester aux placements traditionnels* ») et de les rassurer (« *de toute façon, vous ne risquez rien* »).

Les récits concordent sur les points suivants :

- L'enquête sur leur situation financière a été sommaire.
- Ils ont accepté de désinvestir dans un produit d'épargne administrée, mais en déclarant explicitement soit qu'ils ne voulaient prendre aucun risque en capital, soit qu'ils ne voulaient pas « *entrer en bourse* ».
- Le produit leur a été présenté oralement tantôt comme comportant une garantie en capital, tantôt comme insusceptible d'entraîner une perte quelconque, car celle-ci ne pouvait résulter que d'une baisse des indices de référence jugée invraisemblable au moment de la souscription.
- La notice visée par la Commission des opérations de bourse ne leur a pas été remise.
- Les documents publicitaires ne parlaient que des avantages des produits. Lorsque les plaignants reconnaissent que les risques étaient mentionnés, ils affirment que la typographie et la localisation des informations étaient dissuasives et que de fait, ils n'ont pas lu les indications correspondantes.
- Lorsqu'ils ont réagi à la baisse de la valeur liquidative constatée sur leurs relevés périodiques avant l'échéance, ils ont été dissuadés de racheter à l'aide des arguments suivants : « *si vous sortez maintenant, cela vous coûtera cher* » ; « *la valeur liquidative de maintenant n'a rien à voir avec celle de l'échéance* » ; « *attendez encore, cela va remonter* ».
- Ils estiment le préjudice subi à la perte en capital. Quelques-uns y ajoutent la rémunération qu'ils

auraient perçue sur la période, s'ils étaient restés investis dans un produit d'épargne administrée.

Les réponses des professionnels aux interventions du médiateur diffèrent quant à leur approche et à leur degré de précision.

Tous n'acceptent pas de s'expliquer sur leur comportement au début de l'acte de commercialisation, bien que l'entrée en relations soit à l'évidence importante et soit réglementée par des textes de la Commission des opérations de bourse.

Parmi ceux qui répondent, beaucoup affirment avoir respecté leur obligation initiale d'information et de conseil, sans autre précision. D'autres font état de l'enquête initiale qu'ils ont faite sur la situation du client, consistant à déterminer la part du patrimoine financier déclaré par celui-ci qui était investie dans leur établissement et à ventiler cette part entre épargne administrée à taux fixe, PEA, le produit litigieux et, le cas échéant, les autres produits.

Ils déduisent alors de l'existence préalable d'un PEA ou d'un investissement en valeurs mobilières l'aptitude à comprendre la nature du fonds à formule ou à tout le moins l'invraisemblance qu'il y a à se proclamer « *ignorant des choses de la bourse* ».

Sur la remise de la notice, tous se réfèrent au contrat écrit, qui comporte invariablement un alinéa énonçant que le client reconnaît l'avoir reçue et en avoir pris connaissance. Cet alinéa est normalement situé au-dessus de la signature de l'investisseur. Sans aucune prétention à l'expertise graphologique, cette signature ressemble bien, dans les documents transmis au service, à celle du client. Les contestations sur ce point sont d'ailleurs rarissimes.

Quelques intermédiaires se réfèrent en outre au manuel des procédures internes à leur établissement, qui prévoit la remise de la notice, conformément aux normes du régulateur. Un tout petit nombre reconnaît ne pas être en mesure de prouver la remise effective de la notice dans tel ou tel cas particulier, tout en déclarant n'avoir aucune raison de penser que les instructions internes n'ont pas été respectées.

Enfin, sur les documents publicitaires, les professionnels font valoir, selon le cas, soit que l'information sur le risque encouru en cas de baisse de l'indice de référence s'y trouve explicitement, y compris pour le niveau de baisse effectivement atteint à l'échéance, soit que la possibilité d'une perte en capital y est énoncée, avec les données suffisantes pour déduire l'ampleur de la perte en pourcentage du capital dans tous les cas de figure, y compris dans les hypothèses de baisse non indiquées explicitement car jugées invraisemblables au moment de la commercialisation du fonds.

Sur ce point, après vérification des documents transmis, l'argument des professionnels s'est révélé exact. Il est d'ailleurs arrivé que les plaignants développent les arguments précités en joignant eux-mêmes à leur envoi copie d'une plaquette qui contredisait leurs dires.

La plupart des interventions du médiateur se sont soldées par des refus d'indemnisation. Exceptionnellement, un geste symbolique a été

consenti pour des raisons commerciales, en précisant que cela ne valait pas reconnaissance de faute. Cependant, dans un nombre de dossiers minoritaire mais non négligeable, les clients ont été remboursés de leur perte en capital. Dans ce cas, ni les documents relatifs aux vérifications effectuées par les services de la société, ni le détail des critères entraînant l'indemnisation n'ont été fournis au médiateur. Le rapprochement des termes de la réclamation et des indications générales fournies par les intermédiaires soit dans leurs déclarations publiques, soit dans leurs courriers, permet de déduire que l'existence d'un contrat écrit signé par le souscripteur n'a pas été jugé suffisamment protecteur pour l'établissement distributeur lorsque la personne n'était titulaire, avant de souscrire, ni d'un PEA, ni d'un compte-titres ordinaire, ni d'un mandat de gestion, et que le montant investi dans le produit litigieux était important au regard de son patrimoine financier connu. Implicitement, le caractère inadapté du produit vendu a alors été reconnu.

À partir de ce tableau d'ensemble, trois suggestions peuvent être formulées :

- tout d'abord, le début de la relation doit être sécurisé. Sur la manière dont le client est sollicité, dont le produit lui est présenté, sur les réactions, les craintes et les souhaits de l'investisseur, aucune preuve ne peut être fournie après coup. Les récits des deux parties s'opposent terme à terme, sans document écrit pour les étayer.

Aucune raison sérieuse ne s'oppose à première vue à ce que l'entretien qui précède la souscription fasse l'objet d'une fiche, paraphée par le client et le vendeur, comportant le résultat du bilan patrimonial, l'expression succincte des objectifs de l'acheteur, la présentation générale de l'offre et la reconnaissance par l'acheteur de la conformité du produit offert à ses objectifs.

Ainsi seraient évités, du côté du vendeur, les pièges d'un optimisme commercial pouvant dégénérer en information orale inexacte et, du côté de l'acheteur, les ambiguïtés, les réticences inexprimées, les désirs contradictoires simplifiés après coup et plus généralement toutes les incertitudes génératrices de frustrations, de réclamations et de procès. Quant au risque de manquer une vente, il serait neutralisé pour une même catégorie de produits si tous les acteurs pratiquaient systématiquement cette mise au net initiale.

- Ensuite, la notice et le prospectus simplifié qui lui succèdera bientôt doivent être réellement remis au client avant que celui-ci signe le contrat.
 - . Cette remise préalable est obligatoire.
 - . On ne voit pas quelle raison pratique ou budgétaire majeure la rendrait impossible.
 - . Les mêmes clients qui sont censés attester par leur signature qu'ils ont reçu la notice, affirment avec force qu'ils ne l'ont jamais vue. Cette situation trop fréquente pourrait déboucher, si elle devait persister, sur un renversement de la charge de la preuve dont l'histoire du droit fournit des exemples.

- Enfin, il est juste d'inviter les épargnants aussi à adopter, au moment de l'achat, un comportement pleinement responsable. Ils sont certes, face à un professionnel, la partie réputée la plus faible, ou du moins à protéger. Il en est tenu compte lorsque sont élaborées les règles, les chartes et les clauses-type des contrats d'adhésion. Mais il est de leur intérêt de contribuer par leur attitude à leur propre protection. Il n'est pas nécessaire d'être un juriste expérimenté pour savoir que les propos échangés sans confirmation écrite comptent moins, en cas de litige, que les documents signés et que lorsqu'on signe un contrat, on est réputé en avoir accepté les clauses, en particulier celles qui se trouvent non loin de la signature du client.

Sauf circonstances particulières, l'attitude qui consiste à faire de sa propre ignorance de la bourse l'argument majeur pour demander une compensation financière destinée en fait à jouer le rôle d'une assurance contre les pertes en capital, est inefficace actuellement et sera probablement de moins en moins crédible dans le futur. Il faut au contraire que le non spécialiste agisse, lors de son achat de produit d'épargne collective, comme pour tout autre achat important. Il est en droit de considérer comme tout à fait normal de commencer par demander les caractéristiques du produit ou du moins ses avantages et ses inconvénients et de se faire expliquer les termes techniques qu'il ne connaît pas. Puis de se faire remettre la documentation officielle en plus de la documentation publicitaire proposée, de lire ou du moins parcourir l'une et l'autre et d'obtenir les explications complémentaires nécessaires.

Il est paradoxal mais fréquent que les personnes les moins expertes prennent peu le temps de la réflexion. Certes, l'argument selon lequel « *il n'y en aura pas pour tout le monde* » a traversé victorieusement les siècles, mais il est rare que la décision de souscrire ne puisse pas attendre quelques jours ou un week-end, le temps pour la personne intéressée ou sollicitée de réfléchir ou de demander conseil à une tierce personne.

Enfin, il faut se résoudre à assumer sa décision lorsqu'elle a été prise de façon réfléchie. Si l'aversion au risque est trop forte, il est prudent de ne pas investir dans des produits non garantis.

Si l'investissement est quand-même réalisé, il sera inutile d'invoquer à l'échéance le bénéfice d'une simili-assurance qui n'a jamais été souscrite.

B

Les « incohérences » du marché

Plus hétérogène, mais un peu plus importante au total, une autre grande masse de plaintes et d'interrogations a émergé en 2003. Sa réalité s'impose avec force si on la définit par le sentiment ou la conviction, très répandus chez les investisseurs individuels et quotidiennement exprimés dans leurs courriers, d'être immergés dans un milieu qui n'est pas à leur mesure,

qui les sollicite et les dépasse en même temps, et dans lequel ils constatent des phénomènes ou subissent des comportements qui provoquent leur inquiétude, leur désarroi ou leur colère.

Les réclamations de ce type portent sur les anomalies soupçonnées sur le marché, l'information relative à la situation des émetteurs en difficulté et la marge d'initiative laissée aux épargnants en cas d'opérations sur titres.

1 Les mises sous surveillance

Le plus souvent les lettres reçues prennent la forme de déclarations de soupçon qui ne sont étayées par aucune argumentation particulière. Elles trouvent leur origine dans une évolution de cours défavorable à l'investisseur, que ce soit par rapport au cours d'achat ou à un cours antérieur plus récent, en fonction de la fréquence avec laquelle il surveille son portefeuille ; dans une succession de variations de cours rapprochées et inattendues ou encore dans une augmentation importante des volumes échangés.

Les périodes de forte volatilité moyenne sont évidemment propices à ce type d'interrogations, qui perdurent même en cas de baisse de la volatilité, en raison du décalage qui existe entre la survenance de celle-ci et la connaissance que peut en avoir la masse des investisseurs non professionnels.

L'attitude de ces derniers est non seulement compréhensible mais, tout bien considéré, positive. Ils partent de leur connaissance des mécanismes du marché, généralement faible. Lecteurs d'articles de presse plus que de manuels de procédures de l'entreprise de marché ou de recueils de règles de l'autorité de régulation, ils sont devenus très sensibles à la présentation de scandales boursiers à répétition et en déduisent que le marché est manipulable, y compris dans le cas particulier de l'instrument financier qui les intéresse. Avec plus ou moins de retenue selon leur tempérament propre, ils s'adressent alors tout naturellement au « gendarme de la Bourse ».

Même si leurs soupçons sont souvent infondés, en ce sens que l'analyse du marché de la valeur pendant la période qu'ils ont eux-mêmes déterminée ne permet pas de conclure à l'existence d'indices de délit de manipulation ou de manquement équivalent, leur vigilance est bienvenue et leur confiance dans le régulateur, bien placée.

On ne versera pas ici dans la facilité qui consisterait à laisser entendre que la transmission au régulateur de ces nombreuses interrogations ou requêtes est nécessaire à une bonne surveillance du marché. L'Autorité est évidemment dotée de moyens puissants grâce auxquels des milliers de données sont traitées en permanence. Cependant, aucune des demandes de cette nature émanant du public n'est négligée. Elles sont systématiquement portées à la connaissance des services chargés de la surveillance des marchés, et traitées. Il est donc tout à fait envisageable qu'un signalement émanant de particuliers aboutisse à la mise sous surveillance spécifique d'un titre ou vienne confirmer la pertinence d'une décision déjà prise, avec toutes les

conséquences procédurales qui peuvent en découler, en particulier l'ouverture d'une enquête ou le déclenchement d'un contrôle.

La contribution des épargnants actifs à une régulation efficace est donc certaine, et le flux de leurs courriers montre qu'ils en sont d'une certaine manière conscients. Ils doivent cependant savoir que la prise en considération de leurs observations ou de leurs inquiétudes n'équivaut pas à un « droit à l'enquête », encore moins à un « droit à la sanction » ou à un « droit à la réparation ». L'absence d'un droit à la sanction automatique devrait être évidente dans un état de droit, mais elle doit être rappelée, car la concentration médiatique sur certaines affaires et la répétition d'accusations de désinformation ou de manipulation troublent les esprits et font oublier la présomption d'innocence.

Il ne faut pas confondre enquête et surveillance générale des volumes et des cours. L'enquête n'est pas un outil de pilotage quotidien du marché. Son lancement est un acte important, réservé au Secrétaire général de l'Autorité, qui implique l'existence d'indices graves et concordants de violation des règles.

Le lancement des enquêtes et des contrôles et les diligences qui s'ensuivent, tout comme la mise des titres sous surveillance, s'effectuent dans la discrétion. Normalement les services de l'Autorité ne communiquent pas à leur sujet.

Enfin, la réparation des victimes d'un délit ou d'un manquement boursier n'a pas été confiée par le législateur à l'Autorité de régulation. En cas de délit, c'est l'autorité judiciaire, saisie par les parties civiles, qui se prononce seule. En cas de manquement, le régulateur prononce à l'encontre de son auteur, dans le cadre de sa fonction de police du marché, une sanction dont la nature et le montant maximum sont prévus par la loi, mais aucun texte n'habilite l'Autorité à fixer le montant des réparations civiles éventuelles et à ordonner leur versement aux victimes.

Celles-ci doivent donc s'adresser au juge pour faire valoir leurs droits, à moins qu'elles ne souhaitent engager d'abord une démarche amiable. Elles peuvent alors recourir au médiateur de l'Autorité, qui intervient pour autant qu'aucune enquête et aucune procédure juridictionnelle ne sont en cours.

2 Faire tomber la présomption de manipulation

Lorsque l'investisseur n'explique pas les raisons de son appréhension ou de sa méfiance, sa requête ne peut qu'être traitée comme il vient d'être dit. S'il expose sa propre vision du fonctionnement du marché, un dialogue peut s'instaurer afin d'expliquer, nuancer ou corriger au besoin cette perception spontanée. Heureusement les exemples de cette contribution du service à la formation ponctuelle des particuliers sont nombreux. En voici quelques-uns :

- De mauvais résultats et une communication financière réduite au minimum suffisent à expliquer une baisse de cours, sans présumer une manœuvre particulière des actionnaires majoritaires.

- L'orientation d'un secteur économique peut éclairer utilement les variations observées sur un titre particulier : une baisse d'un titre technologique du même ordre que celle des indices IT CAC et IT CAC 50 ne requiert pas, sauf production de faits ou d'indices particuliers, de recherches complémentaires pour être correctement expliquée. Il en va de même pour une baisse qui n'est que la correction postérieure à un engouement, c'est-à-dire un retour à la normale en termes de volume et de prix.

- Parfois les investisseurs individuels ont du mal à se départir de la représentation spontanée d'un marché «normal» composé d'un nombre indéfini d'acteurs «atomes» équivalents dont le comportement doit rester, pour chacun des autres pris en particulier, imprévisible et aléatoire. Tous les mouvements qui font apparaître du mécanique, des répétitions ou des régularités, seront alors perçus comme l'expression d'une volonté manipulatrice.

Sont ainsi mal compris : les interventions programmées automatiquement par certains opérateurs, par exemple des ventes successives séparées par une durée courte mais constante ; les décalages de fourchette des apporteurs de liquidité, perçus comme l'aubaine dont profite un opérateur important après une vente portant sur une petite quantité de titres ; ou bien l'existence même de la fourchette, perçue comme un barrage destiné à empêcher les opérateurs modestes de trouver le vrai prix du titre par positionnement successifs.

- Les détenteurs de bons d'option, *a priori* plus avertis, ne saisissent pas toujours la justification des positions prises par le teneur de marché, comme le montrent les situations suivantes :

. Après une interruption de cotation due à une panne informatique, il n'y a pas de droit au maintien de la fourchette antérieure, car les paramètres en fonction desquels celle-ci est déterminée évoluent constamment.

. Une divergence durable entre la variation du bon d'option et celle de l'indice sous-jacent n'est pas suspecte si le bon est très en-dehors de la monnaie et qu'en outre la plus petite variation possible du cours, c'est-à-dire le pas de cotation, représente une fraction importante de sa valeur du moment.

. Un ordre de vente à seuil de déclenchement à 0,75 euro a pu être valablement exécuté à 0,61 euro alors que la dernière fourchette affichée était de 0,71 – 0,73 en raison de l'enchaînement suivant : la quantité de bons que le teneur de marché devait apporter n'était pas suffisante pour servir le client en totalité. Or, l'ordre à seuil de déclenchement est devenu, après activation, un ordre à tout prix (catégorie pas encore supprimée à l'époque), donc non fractionnable.

Une réservation à la baisse a eu lieu, pendant laquelle un acheteur est venu se placer sur le seuil bas de sécurité, qui était de 0,61 euro, permettant la réouverture automatique des négociations et la vente de la totalité des bons à ce prix décalé.

. Lorsqu'un bon d'option est très proche de sa maturité et qu'il est très en dehors de la monnaie, le teneur

de marché peut se trouver délié de son obligation contractuelle de se porter acquéreur et de faire coter le titre. L'investisseur qui a trop attendu et qui n'a pas connaissance des contrats passés entre l'apporteur de liquidité et l'entreprise de marché a alors le sentiment d'être traité de façon inéquitable puisqu'il ne peut pas déterminer le moment avant lequel il lui faudrait vendre.

Les professionnels consultés à cette occasion ont considéré que l'extériorisation des fourchettes maximales pour mettre fin à ce type d'incertitude ne serait pas, à elle seule, une solution satisfaisante, car elle donnerait une fausse sécurité aux investisseurs, alors que la connaissance de cette donnée ne suffirait pas à leur assurer la maîtrise de la totalité des paramètres qui permettent la formation des cours.

Cette observation réaliste revient à admettre que le non professionnel le mieux armé ne cerne pas avec précision, sur ce marché difficile mais recherché par les investisseurs les plus actifs, l'ampleur du risque qu'il assume. Il n'est donc pas étonnant qu'il partage de temps à autre avec les débutants un sentiment d'inadaptation et de frustration, accru par sa conviction d'avoir mis tous les atouts de son côté. De fait, malgré la qualité indéniable des outils pédagogiques élaborés par les émetteurs de bons d'option et la mise à disposition des investisseurs d'outils d'aide à la valorisation théorique des titres, le marché de ces instruments financiers requiert toujours, pour que l'épargnant s'y sente à l'aise, la mise en œuvre simultanée de qualités contrastées : capacité d'anticipation et minutie du suivi, acceptation d'une part de risque irréductible et prudence toute particulière à l'approche de la maturité du produit.

3 Les interruptions de cotation longues ou définitives

Même lorsqu'ils ne sont pas familiers des règles de négociation de l'entreprise de marché, les investisseurs non-professionnels admettent volontiers le bien-fondé des normes destinées à canaliser la volatilité d'un titre en cours de journée. Ils attendent néanmoins de leur intermédiaire financier des explications appropriées lorsque l'ordre qu'ils ont passé n'a pas pu être exécuté au moment voulu pour cette raison. Face à une réponse du prestataire trop générale ou allusive, ils leur reste la possibilité de saisir l'entreprise de marché ou le régulateur, qui donneront une information exacte, mais jugée bien tardive par l'investisseur déçu.

Les suspensions décidées à l'occasion des offres publiques donnent lieu à très peu de questions, probablement grâce à l'information obligatoire qui les précède et les accompagne et à la bonne transmission de cette information, bien relayée par la presse financière.

En revanche, les situations dans lesquelles l'impossibilité de traiter les titres se double d'un manque d'information provoquent le désarroi et la colère des épargnants qui, pour reprendre l'expression qu'ils utilisent la plus souvent, se sentent floués. La suspension « *dans l'attente d'un communiqué de la société* » en est une première illustration, mais

pas la plus grave, car si une telle situation est souvent perçue comme révélatrice de difficultés jusque-là cachées au public, elle a au moins l'avantage d'être de courte durée. La révélation tardive d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire est évidemment d'une autre portée.

Ceux qui ont acheté des titres pendant la période qui apparaît *a posteriori* comme déjà critique estiment que leur choix a été faussé par le comportement trompeur des dirigeants de la société ou des mandataires qui leur ont été substitués. La plupart de ceux qui n'ont pas vendu leurs titres – pas tous, nous y reviendrons – tiennent le même raisonnement.

Le régulateur n'a pas attendu que son médiateur reçoive des plaintes pour améliorer l'information du marché dans ce type de situations particulièrement délicates car la survenance de difficultés financières sérieuses incite à la rétention d'information, alors que non seulement le devoir de transparence demeure, mais qu'il se justifie plus que jamais si l'on veut que la liberté d'action des investisseurs soit préservée.

Deux séries de mesures ont été prises à l'initiative ou avec l'accord du régulateur. D'une part, après concertation avec la COB, le Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises, a diffusé le 1^{er} février 2000 une circulaire, afin de rappeler que les procédures de redressement et de liquidation ne sont pas, au sens de la loi du 25 janvier 1985, confidentielles ; qu'il n'y a donc pas de conflit à cet égard entre le droit boursier et le droit des procédures collectives et que, dès que l'ouverture et le déroulement de ces procédures sont susceptibles d'avoir une influence significative sur les cours, ce qui est le cas général, ces faits doivent être portés à la connaissance du public.

D'autre part, l'Autorité tient régulièrement à jour sur son site internet la liste des sociétés qui ne publient pas dans les délais leurs comptes ou leur document de référence, lorsqu'elles sont tenues d'en publier un. Retard n'est pas synonyme de difficultés d'exploitation ou de financement, mais ce rappel au règlement, qui est complété en cas de besoin par des procédures judiciaires contraignantes⁴, permet aux épargnants de ne pas découvrir trop tard une dégradation irrémédiable de la situation financière de la société dont ils sont actionnaires ou créanciers.

Il convient de signaler qu'une partie des actionnaires minoritaires qui regrettent d'avoir été mis devant le fait accompli et d'avoir perdu leur investissement en cas de mise en liquidation ne se sentent pas trahis en tant que simples apporteurs de capitaux, mais en tant qu'associés au sens plein du terme. Ils déclarent que s'ils avaient été informés en temps utile des difficultés de la société, ils n'auraient pas cherché à vendre mais à participer à une augmentation de capital salvatrice.

Ces réactions ne sont pas les plus nombreuses, mais elle témoignent d'une persistance de l'*affectio societatis* chez les investisseurs particuliers, contrairement à quelques idées reçues. Sans exagérer la portée de ces manifestations d'attachement à l'entreprise, il n'est pas interdit de penser que, dans le cas de sociétés ou de groupes bien implantés

localement, la transparence en période de difficulté peut être payante en suscitant, par effet de levier associatif, une réponse favorable à une demande de recapitalisation.

L'intervention du médiateur dans ces dossiers ne renverse évidemment pas le cours des choses. Les mandataires sollicités répondent en énonçant les démarches accomplies par eux et en soulignant le retard avec lequel les informations pertinentes ont été portées à leur connaissance par les dirigeants sociaux. Leur connaissance du terrain les conduit parfois à faire remarquer que, si l'information réglementaire a pu être défailante, il est rare qu'une difficulté persistante ait échappé à la presse régionale, rendant quelque peu suspect l'étonnement scandalisé des épargnants locaux.

En phase de liquidation de la société, le rôle du service consiste à renseigner et conseiller des investisseurs très souvent désemparés, qui ne savent pas qu'en l'absence d'opération sur titres et de mandat de gestion, le suivi de la situation de l'émetteur leur incombe et qui ignorent la différence entre la radiation des titres au sens boursier et la radiation de la société du registre du commerce après la fin des opérations de liquidation, qui peuvent durer plusieurs années.

Dans l'attente de l'autorisation de supprimer les titres des sociétés liquidées, donnée par le dépositaire central, certains teneurs de compte regroupent les lignes de leur clients en un compte unique qui ne supporte pas de droits de garde. Prenant appui sur l'existence de cette pratique, où la bonne administration et l'équité se rejoignent, le médiateur encourage les plaignants à négocier avec leur intermédiaire la réduction ou l'annulation des droits de garde afférents aux titres devenus sans valeur.

4 Les opérations sur titres

Dans le domaine des opérations sur titres (OST), les obligations des professionnels sont bien définies. Elles résultent des dispositions de l'article 6-3-4 du règlement général du Conseil des marchés financiers, selon lesquelles « *le teneur de compte-conservateur est tenu d'informer dans les meilleurs délais chaque titulaire de compte d'instruments financiers :*

[...] - des opérations sur instruments financiers nécessitant une réponse du titulaire [...]. »

De son côté, l'entreprise de marché donne, dans son manuel de négociation sur les marchés de titres d'Euronext (instruction Euronext n° 4-01, point 2.10) une liste des types d'OST, qui comporte la rubrique « fusion/acquisition/offres ».

Les reproches des épargnants portent rarement sur la méconnaissance pure et simple, par les professionnels, de leur devoir d'information. Quelques imprécisions ont cependant été relevées dans le libellé des instructions proposées au choix du client. Ainsi la formule : « *Je ne souhaite pas participer à l'opération* » a-t-elle été jugée ambiguë à juste titre, car pouvant entraîner soit la vente, soit le non-exercice

⁴ Voir *supra*, Chapitre III - Les opérations et l'information financières, page 62.

et l'annulation subséquente de droits ou de bons, sans manifestation de la volonté du client.

Des interprétations inexactes de notes d'opération, provoquées par le désir de stabiliser au plus vite la situation des clients, se sont traduites par des formulations de coupons-réponse trop restrictives. Lors de l'augmentation de capital de France Telecom, un actionnaire a été mis dans l'impossibilité de différer la cession des bons non exercés et de bénéficier ainsi de leur rachat automatique par l'émetteur à un prix plus intéressant. L'intermédiaire a reconnu le dysfonctionnement et le client a été indemnisé.

De façon générale il faut saluer l'effort de synthèse et de clarification des intermédiaires (entreprise de marché et teneurs de comptes) qui réussissent à condenser en deux pages, à l'usage de leurs clients, des informations officielles qui, par souci d'exhaustivité et de sécurité juridique, deviennent longues et assez souvent difficiles à assimiler par des profanes.

En revanche ce qui déroute ou irrite les particuliers, c'est qu'on exige d'eux une prise de décision très rapide, soit parce que le calendrier de l'opération est trop resserré à leur goût, soit parce que le temps dont ils pourraient disposer en théorie est abrégé par des délais d'acheminement postal trop longs.

- Ainsi Essilor International a émis en juin 2003 des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes. Les investisseurs particuliers ont bénéficié de deux périodes successives de trois jours pour souscrire : les porteurs d'abord, puis l'ensemble du public. Le marché en a été préalablement informé.

Le médiateur n'a pas pu donner raison à un épargnant non détenteur d'actions ESSILOR, intéressé par les obligations émises et prétendant souscrire après la date de clôture en invoquant la notion de délai raisonnable à l'usage des non professionnels. En période de forte volatilité, ou de crainte de volatilité excessive, il est compréhensible que les émetteurs cherchent à réduire leur durée d'exposition. Si en outre la participation du public, bien que recherchée, n'est pas déterminante pour la réussite de l'opération, ils seront d'autant moins enclins à en allonger imprudemment la durée.

Dès lors que la durée minimale, recommandée par le régulateur sur la base des travaux d'un groupe de réflexion de place⁵ est respectée - ce qui était le cas en l'espèce, les reproches adressés à l'émetteur ne sont pas fondés. Il appartient aux investisseurs de suivre régulièrement, dans la presse financière ou sur le site de l'émetteur, du régulateur ou de l'entreprise de marché, l'actualité boursière des valeurs ou des secteurs d'activité économique qui les intéressent.

- Lorsque les épargnants sont bien avertis par leur prestataire, mais que l'avis leur parvient trop tard pour agir ou simplement trop tard à leur goût après le début de l'opération, la faute ou la négligence qu'ils invoquent ne peut généralement pas être retenue, pour deux raisons.

D'une part, les intermédiaires mis en cause ne se sentent pas responsables des délais d'acheminement postal de l'avis. En outre, il peut leur être techniquement impossible de compenser ce délai, même purement estimatif, par un envoi anticipé de l'avis, notamment dans les cas où des bons ou droits sont attribués sur la base des titres détenus la veille du début de l'opération. Dans ce cas, le souci légitime de traiter leurs clients avec la plus grande équité entraîne pour ceux-ci une capacité de réaction réduite.

D'autre part, les professionnels refusent d'assumer la responsabilité d'une baisse du cours du bon ou du droit pendant la durée de l'opération, qui se traduit par un manque à gagner pour l'investisseur disposé à les céder dès le départ mais empêché de le faire par le retard précité.

La solution ne relève ni du droit boursier, ni des procédures alternatives de règlement des conflits, mais d'une meilleure adéquation des moyens de transmission de l'information aux exigences de réactivité des marchés financiers. Dans l'immédiat il faut tenir aux investisseurs particuliers, qui réagissent d'autant plus vivement qu'ils se sentent impuissants, un langage de vérité. Ils ne peuvent pas revendiquer le bénéfice de la réactivité boursière sans s'équiper eux-mêmes en conséquence. Dans leur propre intérêt, ils doivent apprécier la rentabilité de l'investissement matériel à réaliser en fonction du profil boursier qu'ils veulent adopter. Les passes d'armes avec leur prestataire sur ce sujet sont le plus souvent inutiles et retardent le moment où ils devront arrêter leur propre choix.

4 CONCLUSION

En 2003, malgré l'amélioration de la situation boursière, les investisseurs non professionnels ont été nombreux à manifester leur inquiétude, leur déception, parfois leur colère, mais aussi leur intérêt et leur vigilance, même teintée de méfiance. Il convient d'en prendre acte et d'en tirer les conséquences.

Il est certes normal de souhaiter une reprise boursière ferme et d'espérer qu'elle permettra à ceux qui se considèrent comme des perdants de compenser les moins-values qu'ils ont dû constater, mais l'expérience qu'ils ont continué à vivre en 2003 requiert une attitude volontariste de la part des intermédiaires, des émetteurs, des épargnants eux-mêmes et du régulateur. C'est conjointement que les acteurs du marché doivent faire en sorte que ceux qui, par eux-mêmes, sont *a priori* les moins aptes à tirer parti des techniques boursières se sentent partie prenante de l'activité financière.

⁵ Bulletin mensuel COB n° 368 de Mai 2002, page 101.

Les professionnels doivent les informer sans biaiser, surtout dans les moments cruciaux : en début de relation, dans le cas des intermédiaires ; en cas de difficulté d'exploitation ou de financement, s'agissant des émetteurs. Quant aux particuliers, ils doivent accepter tout d'abord de se former et de s'informer. Ils adopteront ensuite, y compris dans les circonstances difficiles, un comportement de souscripteur, de donneur d'ordres ou d'actionnaire conscient et responsable, à la mesure du profil d'investisseur qu'ils se seront choisis.

Le régulateur a pour vocation d'aider les uns et les autres à atteindre cet objectif : ses missions traditionnelles, bien connues, tendent toutes, directement ou indirectement, à la protection des épargnants. Celle-ci sera encore accrue avec l'amélioration de l'information portant sur les OPCVM, l'encadrement du démarchage, la structuration du conseil en investissement financier, la perception plus claire du travail des organes dirigeants des sociétés et le rassemblement en un corps de règles unique, et par conséquent plus accessible, des obligations qui pèsent sur les acteurs et des normes applicables aux produits.

Ces chantiers ont tous démarré. Les épargnants pourront, s'ils le souhaitent, prendre une part active à leur avancement, car des personnalités qui connaissent leur sensibilité et partagent leurs préoccupations siègent désormais à la Commission consultative⁶ des épargnants et actionnaires minoritaires, dont la création a été voulue par le Collège de l'Autorité.

⁶
Voir Annexe VI
"l'AMF et le public" -
les Commissions
consultatives, p. 296.