

connaissance de cause des risques importants qu'ils doivent donc assumer puisqu'ils se sont entêtés dans la mauvaise voie et ont refusé de suivre les conseils avisés prodigués par la SA Riga.

Il ressort de la correspondance entre parties que les appelants n'ont certainement pas facilité le dialogue avec la SA Riga.

Pour le surplus, il n'est pas démontré que lorsque l'on achète des "call", comme les appelants l'ont fait, il faut nécessaire-

ment acheter en même temps des "put" de manière à éviter une catastrophe financière.

Par ces motifs,

La cour, statuant contradictoirement,

(...)

Reçoit l'appel mais le dit non fondé;

(...)

Observations

1. Cet arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles aborde la question de la couverture des ordres de bourse sur le marché à terme au regard des règles contenues dans l'arrêté ministériel du 16 avril 1996 portant approbation du règlement du marché de la bourse de Bruxelles¹. Il y est particulièrement discuté de l'étendue de la notion de garanties nécessaires².

2. Préalablement à l'exposé analytique du concept de couverture, il convient de rappeler le cadre général dans lequel intervient la couverture. Le recours aux produits dérivés peut viser différents objectifs, notamment celui de spéculer au sens large, en jouant sur des anticipations à la hausse ou à la baisse des valeurs ou produits sous-jacents³. Les risques de perte liés à l'utilisation des produits dérivés sont inhérents à l'effet de levier⁴ engendré par la possibilité de s'engager sur le marché à terme sans paiement du montant entier de la valeur de leur position sous-jacente en évolution constante. En effet, une faible proportion de ce montant, sous forme de sûreté, peut suffire⁵.

L'idée de garantie se situe au cœur de la notion de couverture. Celle-ci ne se conçoit que par rapport à un droit et à un risque qui affecte ce droit. La fonction de la garantie de couverture est précisément de protéger ce droit contre le risque⁶. La couverture emprunte la nature monétaire pour exécuter sa tâche de garantie. Le *quantum* de la provision est déterminé selon une double approche objective et subjective: d'une part, la prise en considération du droit patrimonial garanti par la provision, d'autre part, le risque à l'origine de l'anti-

icipation de provision. Dans le cadre des opérations spéculatives, seule la seconde approche est retenue.

On peut définir la couverture comme étant "le montant en espèces ou les instruments financiers exigés par le membre du marché à son client ou par l'autorité de marché à son membre et remis à ce dernier, en garantie des risques calculés pour les positions ouvertes en instruments financiers qui découlent des transactions régulièrement conclues en son nom"⁷.

Les chambres de compensation prévoient généralement un système de couverture⁸ des opérations visant à remplir le rôle des sûretés décrites ci-dessus et se traduisant en l'espèce par la mise en place de "stop loss". Un stop loss, comme son nom l'indique, permet de limiter la perte en couvrant une position spéculative. Il peut être décrit comme un ordre conditionnel de liquidation de l'option si le cours venait à atteindre le montant du stop loss.

3. Il n'est pas inutile de rappeler l'évolution législative dans ce domaine. Dans le système, aujourd'hui abrogé, de l'arrêté royal n° 10 du 15 octobre 1934, la couverture était obligatoire, pour toute opération à terme sur des titres cotés, conclue par l'intermédiaire d'un banquier ou d'un agent de change⁹ avec un client non professionnel¹⁰. Les conditions relatives à la validité, la consistance et à l'importance de cette couverture étaient rigoureuses¹¹. En l'absence d'une couverture, l'intermédiaire était sans action contre son

¹ A.M. 16 avril 1996, *M.B.* 30 avril 1996, livre 85, 10727. Cet arrêté ministériel portant approbation du règlement du marché de la bourse de Bruxelles est entré en vigueur le 30 avril 1996 et a été abrogé par l'arrêté ministériel du 29 mai 2001 portant approbation des règles des marchés Euronext Brussels, *M.B.* 8 juin 2001, 18945.

² Art. 86, A.M. 16 avril 1996.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 2001, p. 327.

⁴ M. NUSSENBAUM, "Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés", *Les petites affiches* 1996, p. 8.

⁵ G. NEJMAN, "Les contrats de produits dérivés: aspects juridiques", *Les dossiers du Journal des tribunaux*, Bruxelles, Larcier, 1999, pp. 23 et s.

⁶ A. BOUJEKA, *La provision. Essai d'une théorie générale en droit français*, Paris, L.G.D.J., 2001, pp. 4 et s.

⁷ B. FERON et B. TAVERNIER, *Principes généraux du droit des intermédiaires financiers*, Bruxelles, Larcier, 1997, p. 324.

⁸ Auparavant, cette exigence relevait systématiquement des marchés réglementés (cons. P. BIENENSTOCK et G. NEJMAN, "Taking Collateral in Euroclear Securities: Title transfer or Pledge?", *J.I.B.F.L.* 1998, pp. 509 et s.).

⁹ J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes*, t. IV, 2^{ème} éd., n° 297; S. CLEMENT, "Le contrat de couverture légale dans les marchés à terme de valeurs mobilières", *Rev. banque* 1950, p. 229.

¹⁰ Liège 16 janvier 1997, *R.D.C.* 1999, p. 22.

¹¹ J.-P. BUYLE et M. DELIERNIEUX, note sous Gand 13 juin 1997, *R.D.C.* 1999, p. 27.

client, dans la mesure où ce dernier soulevait cette exception¹².

Il convient également de s'interroger sur la sanction du défaut de couverture, lorsque celle-ci est imposée par la loi, sans que la loi en précise la sanction. Sans doute, en n'exigeant pas la couverture légale, l'intermédiaire commet une faute; mais le dommage subi par le client, en raison des pertes occasionnées par l'opération résulte tout autant de sa témérité à s'y lancer, dès lors qu'aucun manquement à son obligation d'information ne peut être reproché à l'intermédiaire. Il y a donc interruption du lien de causalité au niveau de son propre fait¹³.

C'est à tort, comme le souligne justement la décision, que les clients de la société de bourse se prévalaient d'un prétendu usage bancaire (ou même boursier) selon lequel, au moment des faits, une couverture de 100% de l'opération devrait être demandée au client.

À la bourse de Bruxelles, suivant l'article 84 de l'arrêté ministériel du 16 avril 1996¹⁴, il était permis à l'intermédiaire financier d'exiger une couverture préalablement à l'exécution de tout ordre d'un investisseur. Au terme de son article 86, il imposait aux intermédiaires d'obtenir, à tout moment, les garanties nécessaires à la bonne fin des engagements de leurs clients. Ces dispositions rendaient la couverture obligatoire sans déterminer son montant minimum¹⁵. Celui-ci était laissé à la discrétion de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit appelé à intervenir sur le marché¹⁶.

L'arrêté ministériel du 16 avril 1996 a été abrogé par l'arrêté ministériel du 29 mai 2001 portant approbation des règles

des marchés de Euronext Brussels. Cet arrêté de 2001 ne contient aucune disposition relative à la couverture des opérations de bourse. Seul le Clearing Rule Book de Clearnet impose encore à ses clearing members d'exiger une couverture¹⁷.

Actuellement, la couverture des opérations sur options, pour les clients non avisés ou néophytes et *a fortiori* pour les professionnels ou les clients avertis, ne fait plus l'objet d'une obligation légale¹⁸. Toutefois, selon l'opinion traditionnelle, la couverture joue un rôle à la fois dissuasif et préventif¹⁹.

En outre, la loi du 6 avril 1995, abrogée par la loi du 2 août 2002, créait un privilège qui garantissait le paiement des créances de l'intermédiaire envers le client pour ses prestations et pour les frais engendrés par les opérations qu'il avait effectués pour ce client²⁰. L'assiette de ce privilège spécial était constituée des instruments financiers et des fonds du client qui étaient détenus par l'intermédiaire²¹. La loi précise que le privilège n'est constitué que par les instruments financiers, objets de la couverture *imposée* par les dispositions légales et réglementaires.

La loi du 2 août 2002 concernant la surveillance du secteur financier et les services financiers modifie la législation en matière de privilège des intermédiaires boursiers et de procédure de réalisation simplifiée. L'article 31, § 1²² reprend le privilège des intermédiaires financiers en précisant et complétant certaines de ses modalités²³.

L'assiette du privilège de l'intermédiaire qualifié a ainsi été étendue ou précisée de trois manières: le 1° de l'article 31, § 1 de la loi du 2 août 2002 ajoute à l'assiette du privilège les devises du client détenues par l'intermédiaire financier;

¹² Civ. Liège 10 septembre 1990 et 14 novembre 1991, *R.D.C.* 1992, p. 1002 et obs. J.-P. BUYLE et X. THUNIS; Comm. Bruxelles 10 octobre 1995, *R.D.C.* 1995, p. 1101, obs.

¹³ X. DIEUX et Y. STEMPNIERSKY, *o.c.*, pp. 48-49; Cass. fr. 2 décembre 1997, *Bull. Joly, Bourse* mars-avril 1998, p. 142 et note H. DE VAUPLANE; Cass. fr. comm. 6 mai 1996, *Bull. Joly, Bourse* 1996, p. 523, note L. RUET; Cass. comm. 26 novembre 1996, *Bull. Joly, Bourse* mars-avril 1997, p. 205, note H. DE VAUPLANE. Voy. M. STORCK, "La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme", *Dalloz* 1992, p. 71 et le commentaire de Versailles 30 mai 1996 et Paris 12 avril 1996 par H. DE VAUPLANE, *Banque & Droit* novembre-décembre 1996, n° 50, p. 28.

¹⁴ Sur le régime antérieur (art. 106 de l'arrêté royal du 18 janvier 1991 fixant le règlement de la bourse de Bruxelles), cons. A.S. PIJCKE, "La contrepartie, la compensation, l'obligation de délivrance d'un bordereau, le privilège boursier et l'exception de jeu dans la loi du 6 avril 1995", in *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Cahiers AEDBF-Belgium, n° 5, 1997, p. 387, note 73.

¹⁵ J.-P. BUYLE et M. DELIERNEUX, obs. sous Comm. Mons 22 février 2001, *R.D.C.* 2003, p. 69.

¹⁶ X. DIEUX et Y. STEMPNIERSKY, "La responsabilité civile des intermédiaires en matière de produits dérivés", in *Produits dérivés*, Cahiers AEDBF-Belgium, Bruxelles, Bruylant, 1999, p. 46.

¹⁷ A.M. 5 mars 2001, *M.B.* 17 mai 2001; cons. artt. 1.5.1.6. et 1.5.1.7. du Clearing Rule Book de la Chambre de compensation Clearnet, au sujet de la couverture que les clearing members doivent exiger de leurs propres clients.

¹⁸ B. FERON et B. TAVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Bruxelles, Larcier, 1997, pp. 324 et s.

¹⁹ J.F. TOSSENS, *Les obligations d'information et de conseil de l'intermédiaire financier en matière de service d'investissement*, Colloque du 27 avril 2001 de l'AEDBF sur la protection de l'investisseur et de l'E-investisseur, p. 12.

²⁰ Art. 41, § 1 de la loi du 6 avril 1995.

²¹ M. GRÉGOIRE, "Chronique de jurisprudence: les sûretés et les privilèges, II^{ème} partie: 1975-2000, II. Les privilèges mobiliers", *Dr. banc. fin.* 2001, p. 1000.

²² Art. 31, § 1 définit le privilège des intermédiaires financiers comme: "Les instruments financiers, fonds et devises 1° qui leur ont été remis par leur client en vue de constituer la couverture destinée à garantir l'exécution des transactions sur des instruments financiers ou des opérations à terme sur devises; 2° qu'ils détiennent à la suite de l'exécution de transactions sur instruments financiers ou d'opérations à terme sur devises ou à la suite de la liquidation dont ils sont chargés de transactions sur instruments financiers, de souscriptions d'instruments financiers ou d'opérations à terme sur devises qui sont effectuées directement par leurs clients. Ce privilège garantit toute créance de l'intermédiaire qualifié née à l'occasion de ces transactions, opérations ou liquidations visées à l'alinéa 1^{er}, y compris les créances nées de prêts ou d'avances".

²³ A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, "Les dispositions de la loi du 2 août en matière de compensation et de liquidation d'opérations sur instruments financiers", *Dr. banc. fin.* 2003, II-III, pp. 69 et s.

l'assiette s'étend dorénavant aux avoirs qui ont été remis à l'intermédiaire en vue de constituer la couverture exigée du client sur une base purement contractuelle; et enfin, les avoirs ne doivent plus nécessairement être détenus à la suite de l'exécution de transactions sur des marchés réglementés. Il peut s'agir de toute espèce de transactions sur instruments financiers ou de souscription d'instruments financiers ou d'opérations à terme sur devises²⁴.

4. Dès lors que la couverture n'est plus imposée par la loi, il convient d'examiner cette obligation dans le cadre du devoir plus général d'information de l'intermédiaire financier à l'investisseur²⁵.

Lorsque des pertes significatives sont subies sur des contrats de produits dérivés, on remarque au travers de la jurisprudence, que le client n'hésite pas à engager la responsabilité de la société de bourse, sous l'angle du devoir d'information qui lui incombe, notamment lorsque comme en l'espèce, il n'est pas établi que la société de bourse ait négligé de demander des garanties suffisantes.

La loi du 6 avril 1995²⁶, en son article 36²⁷, fait reposer sur certains intermédiaires, telles les sociétés de bourse²⁸, une série de règles de déontologiques et de devoirs applicables lors de leurs opérations sur les instruments financiers²⁹.

Cet article oblige notamment les intermédiaires, à 1° *“agir loyalement et équitablement en vue de promouvoir au mieux l'intégrité et les pratiques honnêtes sur le marché”*; 4° *“à recueillir d'une manière appropriée auprès des clients qu'ils conseillent, toute information utile concernant leur situation financière, leur expérience en matière d'investissement et leurs objectifs de placement...”*³⁰. In specie, le postulat invoqué sur base de cette disposition n'avait pas été établi³¹.

Il est important d'insister sur le fait que l'étendue des obligations assumées par la société de bourse, particulièrement son obligation d'information vis-à-vis du client, est fonction de la qualité et de l'expérience de ce dernier. En l'espèce, les clients étaient des spéculateurs boursiers avertis.

De plus, l'obligation d'information n'a pas pour effet de dispenser le client de tout effort de discernement quant à la gestion de ses titres. Qui plus est lorsque l'intermédiaire financier, en dehors d'un contrat de gestion de fortune, a attiré l'attention des investisseurs sur le danger des opérations auxquelles ils se livraient et leur a conseillé de couvrir leur position.

À cet égard, la décision souligne que les clients *“[...] ont pris librement et en pleine connaissance de cause des risques importants qu'ils doivent donc assumer puisqu'ils se sont entêtés dans la mauvaise voie et ont refusé de suivre les conseils avisés prodigués [...]”* par la société de bourse.

L'arrêt ici commenté connaît d'un cas entrant dans le champ d'application de la loi du 6 avril 1996 et de l'arrêté ministériel du 16 avril 1996 avant son abrogation par l'arrêté ministériel de 2001³². La thèse, soutenue en l'espèce par les spéculateurs avertis, qui consiste à rendre la société de bourse responsable des pertes qu'ils ont encourues, du seul fait que l'intermédiaire n'ait pas obtenu de couverture et alors qu'aucun manquement à son devoir d'information ne saurait lui être reproché doit être abandonnée. C'est à bon droit que la cour d'appel confirme la condamnation des clients au paiement des soldes débiteurs résultant du dénouement par la société de bourse des positions spéculatives³³. En effet, le spéculateur boursier averti qui achète et vend dans le seul but de faire des gains à terme supporte seul les risques de telles opérations spéculatives³⁴. Les pratiques honnêtes du marché

²⁴. A. FONTAINE et M. VAN DER HAEGEN, *l.c.*, *Dr. banc. fin.* 2003, II-III, p. 76.

²⁵. Gand 19 février 1999, *R.D.C.* 2000, p. 742, note J.-P. BUYLE et M. DELIERNEUX.

²⁶. L. 6 avril 1995, *M.B.* 3 juin 1995, p. 15876; *errata, M.B.* 1^{er} août 1995, p. 22367; P. LEFEVRE, “Civielrechtelijke gevolgen van inbreuken op de nieuwe financiële wetgeving: de wet van 6 april 1995”, in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Anvers, Maklu, 1996, pp. 423-425. L'art. 36 de la loi du 6 avril 1995 est modifié par la loi du 2 août 2002 (en son art. 26) relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, non encore en vigueur. L'art. 26 de cette nouvelle loi énumère seize règles de conduites qui peuvent être complétées par des règles supplémentaires adoptées par arrêté royal dans un but de protection des intérêts des investisseurs et d'assurance du bon fonctionnement, de l'intégralité et de la transparence des marchés (B. FERON, “Les règles de conduite applicables aux intermédiaires financiers”, *Dr. banc. fin.* 2003, II-III, p. 89).

²⁷. M. FYON, “Les obligations déontologiques des intermédiaires financiers au regard des règlements de marché”, *Rev. banque* 1997, p. 400; L. CORNELIS et J. PEETERS, “Gedragregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht”, in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Anvers, Maklu, 1996, pp. 643-644.; J.-P. BUYLE et O. CREPLET, “La responsabilité civile des établissements de crédit”, in *Les responsabilités professionnelles*, Liège, Formation permanente CUP, 2001, p. 197.

²⁸. M. FYON, *l.c.*, p. 402.

²⁹. M. EKERMANS, “Agents de change et sociétés de bourse”, in *Questions d'actualité de droit économique*, Bruxelles, Bruylant, 1994, pp. 31 et s.

³⁰. E. WYMEERSCH, “Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers”, *Rev. banque* 1995, pp. 574 et s.; L. CORNELIS et J. PEETERS, “Gedragregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht”, in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Anvers, Maklu, 1996, pp. 621 et s.

³¹. Il ne semble cependant pas que l'obligation spécifique d'information due aux instructions agissant sur le marché des produits dérivés, telle qu'elle était prévue à l'art. 7 du règlement du marché Belfox, applicable au moment des faits (remise au client d'une note d'information standardisée avant la conclusion de toute convention) ait été débattue devant la cour.

³². Voy. *supra*.

³³. X. DIEUX et Y. STEPNIERSKY, “La responsabilité civile des intermédiaires en matière de produits dérivés”, in *Produits dérivés*, Cahiers AEDBF-Belgium, Bruxelles, Bruylant, 1999, p. 48.

³⁴. Comm. Mons 22 février 2001, *R.D.C.* 2003, p. 63.

n'engendrent aucun devoir d'information et de sécurisation spécifique envers un tel client³⁵.

La Cour de cassation française vient de confirmer ces principes en affirmant d'une part, qu'une banque n'est pas tenue de mettre en garde un client parfaitement averti des opéra-

tions qu'il pratique, contre les risques inhérents à ces opérations et, d'autre part, que l'obligation de couverture des opérations (sur le marché à règlement mensuel) est édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre³⁶.

³⁵ Voy. *supra*, l'art. 36, § 1, 1^o, de la loi du 6 avril 1995.

³⁶ Cass. Comm. 8 juillet 2003, Lexinter.net.