

# Rapport d'activité du service de la médiation en 2001

**LE PRÉSENT RAPPORT A POUR OBJET DE RAPPELER LE CADRE DANS LEQUEL S'INSÈRE LE TRAVAIL DU SERVICE, DE DRESSER LE BILAN DE L'ANNÉE ÉCOULÉE ET DE FORMULER DES PROPOSITIONS SUR LA BASE DE L'EXPÉRIENCE ACQUISE.**

## **I - Fondements textuels et conditions d'exercice des missions du service**

Depuis sa création, la Commission assume une mission de protection de l'épargne investie en instruments financiers en veillant notamment à la bonne information des investisseurs (article 1er de l'ordonnance de 1967). Elle a ainsi mis à la disposition des investisseurs non professionnels une documentation boursière constamment tenue à jour et elle répond, oralement ou par écrit, aux questions que de tels investisseurs, chevronnés ou novices, pouvaient se poser.

Elle est également habilitée à recevoir et traiter les réclamations formulées par ces derniers (article 4 de l'ordonnance). Celles-ci concernant le plus souvent les relations entre les clients investisseurs et leurs intermédiaires financiers, assumer cette mission revient à interférer, par voie de conciliation ou de médiation, dans le traitement des litiges avec leurs clients par les responsables locaux, puis les services de relation clientèle et les services juridiques de ces intermédiaires en appréciant si les textes réglementaires de la COB, mais aussi du CMF et d'Euronext sont correctement appliqués et subsidiairement si, compte tenu des circonstances de l'espèce, le traitement du client a été équitable.

Dans le passé, tous les services de la Commission ont participé à l'accomplissement de ces missions d'information et de conciliation, le centre de documentation et le service juridique en assumant de loin la part la plus importante. En 1997, la fonction de médiateur a été créée par la Commission et individualisée, sans autre modification des missions et pratiques existantes. En 1999, il a été constaté que les services opérationnels et le service juridique étaient de plus en plus sollicités par leurs missions principales et que le regroupement de la fonction " accueil téléphonique - consultation - conciliation - médiation " au profit des investisseurs non professionnels au sein d'un service créé autour du médiateur pouvait être avantageux à la fois pour les épargnants et pour le reste de la Commission. Le CMF s'est déclaré d'accord pour que cette fonction de conciliation-médiation soit mise en œuvre, pour son compte, par le médiateur de la Commission.

Le nouveau service bénéficie, en tant que de besoin, de l'expertise des autres, et tient ceux-ci informés de toute information significative non confidentielle susceptible d'orienter leur activité de suivi ou de contrôle, d'agrément ou de visa et d'enquête. Par ailleurs les missions du centre de documentation sont restées inchangées.

Ce service est constitué depuis le 1er février 2001. Il reçoit tous les nouveaux dossiers arrivés à la Commission depuis cette date, les dossiers antérieurs restant affectés au service juridique. Il est

actuellement composé de six personnes : le médiateur, trois juristes et deux secrétaires, dont une à mi-temps. Une permanence téléphonique est tenue le mardi et le jeudi de 14 heures à 17 heures 30.

## **II - Bilan d'activité**

### **1 - Charge de travail**

La charge de travail écrite est importante ; elle était attendue, et cette attente s'est vérifiée. Le rapport 2000 de la Commission recensait plus de 1000 plaintes et 2000 demandes de consultations arrivées au service juridique. Ces dernières n'étaient pas ventilées entre professionnels et non professionnels, mais il est réaliste de tabler sur un flux de 2000 entrées dû aux non professionnels. Les turbulences des valeurs dites de la nouvelle économie et la montée en puissance accélérée des courtiers en ligne sur la place de Paris ont certes accru le flux cette année-là, mais on rappellera qu'en 1999 les chiffres correspondants étaient déjà de 850 plaintes et 1650 consultations, soit un flux estimé de 1600-1700 dossiers dû aux non professionnels. En regard, 1785 dossiers ont été ouverts en 2001, dont 942 consultations (53 % des arrivées) et 843 plaintes (47 %).

Les permanences téléphoniques permettent d'accueillir et parfois de soutenir, au sens psychologique du terme, les correspondants, d'évaluer le caractère litigieux de la situation qu'ils décrivent, de les orienter dans leurs démarches et de répondre à leurs questions. En 2001, le service a reçu 1931 appels.

### **2 - Répartition des dossiers d'après l'origine des correspondants et la catégorie visée ou mise en cause**

La quasi-totalité des dossiers émane d'investisseurs personnes physiques ou d'avocats mandatés par eux. Bien que la médiation ait vocation à aider l'ensemble des non professionnels, les sociétés et associations la saisissent peu, à l'exception des clubs d'investissement. Certains avocats se sont déclarés a priori intéressés par la fonction de conciliation-médiation, mais cette disposition d'esprit n'a pas produit de flux de dossiers significatifs. De même, la curiosité un moment suscitée, chez certains intermédiaires, par la possibilité de saisir le médiateur spontanément ou conjointement avec un client mécontent, est retombée sans produire d'effet notable.

Les intermédiaires financiers représentent 60 % des " cibles " visées par les questions et les réclamations ; 40 % de cet ensemble est constitué par les courtiers en ligne. Les sociétés cotées sont visées dans 30 % des dossiers. Cette ventilation n'appelle pas de commentaire particulier ; c'est son éventuelle variation qui pourra être instructive.

### 3 - Analyse thématique des plaintes

Les dossiers sont répartis entre les rubriques "consultation", "médiation" et "étude". Cette dernière, quantitativement peu importante, rend compte essentiellement des interventions du médiateur à l'extérieur (présentation de la fonction aux responsables du contrôle des services d'investissement sous l'égide du CME, aux courtiers en ligne, aux avocats...). Les dossiers de médiation comprennent toutes les interventions d'intermédiation du service, qu'elles relèvent techniquement de la conciliation ou de la médiation. Les consultations regroupent les réponses aux questions. Par convention, les dossiers arrivés qui ne relèvent pas des missions de la Commission sont classés en consultation, même si la demande initiale était une demande d'intervention et non une simple question.

Quatre thèmes principaux ou encore quatre foyers de litiges virtuels ou réels, émergent de la masse de questions posées et de plaintes transmises :

#### ***3.1 - La mauvaise exécution des ordres***

C'est le thème dominant. Les enjeux principaux sont la nature des ordres, l'information sur le devenir de l'ordre, la participation aux introductions et les ordres à règlement différé.

- Si les divergences en matière de sens et de durée des ordres sont devenues peu nombreuses, la nature des ordres demeure source d'interrogations et de conflits. Les deux situations les plus remarquables sont les suivantes : d'une part, des investisseurs ne comprennent pas que si le cours demandé a été touché, leur ordre ne soit pas automatiquement et entièrement exécuté, alors que cette automaticité ne leur est garantie que s'ils ont passé un ordre à tout prix. D'autre part, les ordres à seuil ou à plage de déclenchement ne sont pas encore convenablement traités par la totalité des intermédiaires financiers habilités.

C'est ainsi qu'un courtier en ligne, contacté à la suite d'une réclamation, a déclaré que son application informatique venait d'être modifiée pour que les ordres à déclenchement passés en séance prennent comme référence le dernier cours coté et non plus le cours de clôture de la veille, référence normale pour les seuls ordres à déclenchement en portefeuille à l'ouverture.

Un autre intermédiaire a indiqué que lorsque le seuil de déclenchement fixé par le donneur d'ordres était compris dans la fourchette de cotation, il était automatiquement classé par son application informatique en anomalie, et que seule la vigilance du client pouvait permettre l'exécution de l'ordre, après détection par lui du passage en anomalie et modification de la nature de l'ordre en ordre à cours limité ou à tout prix. Les équipes informatiques de cet intermédiaire s'attachent à mettre au point une procédure plus adaptée aux besoins de la clientèle.

- Le décalage entre les informations relatives à un instrument financier accessibles à l'investisseur internaute à un moment donné et les informations réellement enregistrées par le marché au même moment a déjà retenu l'attention des autorités de régulation en 2000. La question soulevée ici est du même type, mais circonscrite à la situation de l'ordre. Faute d'une information en temps réel ou, plus raisonnablement, d'une plus grande clarté dans le libellé et d'une mise à jour plus rapide des messages délivrés par l'application après confirmation de l'ordre par le client, des investisseurs ont pu croire que leur ordre était déjà exécuté alors qu'il était seulement en cours de

traitement et aurait pu faire l'objet de l'annulation qu'ils souhaitaient. Cette source d'incompréhensions et de litiges serait tarie ou du moins réduite si les messages se présentaient clairement comme relevant, à un instant donné, de la fonction transmission ou de la fonction négociation. La question est à l'étude chez l'intermédiaire concerné.

- Les participations aux introductions ont donné lieu à des litiges peu nombreux, mais difficiles à résoudre, dans deux types de situations : les souscriptions réservées à des salariés en grand nombre, comme dans le cas d'une privatisation, et les introductions sur des marchés étrangers comme le NASDAQ.

Dans le premier cas de figure un salarié, titulaire de comptes titres et de comptes espèces chez plusieurs intermédiaires, a porté sur le formulaire de souscription des références, relatives au compte receveur de titres et donneur d'espèces, incompatibles avec la formule par lui choisie. L'erreur n'a pas été détectée par l'émetteur. S'agissant d'une opération de masse, afin de limiter le nombre d'anomalies génératrices de retards, les banques impliquées dans le traitement ont inscrit les titres et prélevé les liquidités sur des comptes différents de ceux que l'investisseur avait désignés, sans l'en avertir. L'intéressé a contesté ces initiatives avec d'autant plus d'insistance que les titres avaient baissé depuis l'introduction. Chaque intervenant s'est retranché derrière la responsabilité des autres et l'un d'eux a refusé la médiation, la rendant impossible de fait.

Dans le second, la contestation est née de la méconnaissance par le client de la différence de traitement qui existe entre les souscriptions en France et à l'étranger. Le client anticipait un taux de service modéré à l'occasion d'une introduction sur le Nasdaq. La banque française, qui a dû passer par un correspondant local et n'a pu exécuter les instructions de son client que le premier jour de cotation, a nécessairement enregistré un taux de service de 100%. Une transaction a été signée après une réunion de médiation.

- Les ordres avec service à règlement différé (OSRD) sont, comme auparavant sur le Règlement mensuel, une mine de réclamations, et pour les mêmes raisons. Ce ne sont donc pas les différences, mais les ressemblances entre les deux dispositifs qui alimentent le service de la médiation. Les conflits se nouent avant tout autour de l'information reçue lors de l'entrée en relations ou des premières passations d'OSRD, du mode de calcul de la couverture et des modalités de réduction ou de liquidation des positions par l'intermédiaire en cas d'insuffisance de couverture.

Sur l'information reçue, la question qui revient le plus souvent est celle de la valeur que l'on doit reconnaître à l'attestation de prise de connaissance par le client du mécanisme de couverture : il est paradoxal de prétendre connaître le mécanisme de couverture appliqué au SRD et d'ignorer les conditions dans lesquelles les positions prises peuvent être réduites d'autorité. Lorsqu'une telle ignorance partielle est alléguée, la plus grande attention est accordée aux habitudes d'investissement du plaignant ; cependant, l'impossibilité de recueillir des éléments de preuve empêche souvent le progrès vers une solution consensuelle.

Le mode de calcul de la couverture est contesté soit lorsque le client prétend ne pas savoir que la variation de la valorisation des positions ouvertes affecte le montant de sa couverture, soit lorsqu'il accepte ce principe mais n'est pas d'accord sur le chiffrage, soit lorsqu'il déclare ne pas

avoir été informé de la décision de l'intermédiaire d'élever le taux afférant à un produit ou à une catégorie de produits.

Bien entendu, les réclamations reçues ne sont pas de principe. Si le plaignant met en question les modalités de calcul, c'est qu'elles ont eu pour effet de réduire ses positions contre son gré. D'où la fréquence des différends portant sur le respect du formalisme devant précéder la réduction ou la liquidation. Le règlement amiable de ce type de dossier se heurte à la difficulté de faire la preuve d'une absence de diligences, surtout lorsque celles-ci peuvent, comme en l'espèce, être faites par tout moyen, et que leur confirmation écrite n'intervient qu'*a posteriori*.

Quelques investisseurs reprochent à leurs intermédiaires non pas leur rigueur, mais leur laxisme, pour avoir toléré qu'ils continuent à passer des ordres malgré un défaut de couverture persistant. Même lorsque la bienveillance ou la négligence de l'intermédiaire est due à l'insistance de son client, celui-ci finit par invoquer, en cas de pertes importantes accumulées, la méconnaissance de la réglementation par le banquier ou le courtier, en prétendant que celle-ci doit avoir pour effet non seulement la protection du marché, mais aussi celle de l'investisseur. La tentative de résolution de ce type de litiges passe à la fois par la correcte appréciation de la jurisprudence, selon laquelle la règle a été instituée pour protéger le marché, mais sans que cela dispense l'intermédiaire de son devoir de conseil, et par le réalisme, c'est-à-dire l'appréciation au cas par cas du degré d'information et de la capacité de remboursement du plaignant.

### **3.2 - L'accessibilité**

Le nombre de réclamations dues à la difficulté d'accéder à son receveur-transmetteur d'ordres, que ce soit par la voie normale (informatique pour les courtiers en ligne) ou par des moyens de substitution, a considérablement baissé. D'une part, les causes des situations d'urgence, voire de panique, vécues au printemps 2000 ne se sont pas reproduites. D'autre part, les prestataires, soutenus dans leur effort d'adaptation par l'audit général effectué pour le compte du CMF, paraissent avoir accru leur capacité de traitement simultané. On relèvera ainsi que les événements du 11 septembre 2001 n'ont pas donné lieu à un flux de réclamations significatif en relation avec l'accessibilité.

Les plaintes de cette nature reçues en 2001 résultent de la mise en place de nouvelles applications informatiques, soit par des sociétés qui, cherchant à améliorer le service rendu, récoltent paradoxalement, pendant une période limitée, ce que l'on pourrait appeler le mécontentement " frictionnel " de clients désorientés, soit par des sociétés qui, faisant l'objet de restructurations à l'intérieur du même secteur d'activité, remplacent leurs outils informatiques par ceux du nouvel actionnaire majoritaire. Il est à remarquer que dans les cas soumis à la médiation, la société permettait à ses clients mécontents du changement de faire transférer leur compte chez un autre prestataire sans frais.

### **3.3 - Les transferts**

Il ne s'agit plus là de mauvaise exécution d'ordres affectant directement le marché, mais d'instructions d'administration patrimoniale qui rompent des liens de clientèle et en créent de nouveaux.

La médiation ne dispose pas de statistiques globales sur les transferts de comptes-titres, mais tire des cas qui lui sont soumis la conclusion que les investisseurs ne se résolvent que difficilement à changer d'intermédiaire, soit pour des raisons purement commerciales, soit plus fréquemment par déception ou mécontentement. D'où une vigilance et une exigence accrues de la part du client quand il se décide au transfert, et une tendance spontanée à attribuer le retard à l'établissement de départ.

Les textes réglementaires imposent d'agir "dans les meilleurs délais", mais sans quantifier ces derniers. Parfois, les intermédiaires s'engagent à titre commercial, mais ils ne peuvent naturellement le faire pour l'établissement d'accueil. Le repérage des négligences doit se faire au cas par cas et, comme pour les souscriptions de masse précitées, l'implication de plusieurs acteurs rend difficile l'aboutissement d'une médiation, le plus souvent refusée par l'un des acteurs. La médiation contribue alors, plus modestement, à accélérer le traitement du dossier.

Le retard excessif est patent en cas de transfert de PEA lorsque l'établissement receveur tarde à demander, ou l'établissement de départ à fournir, les données fiscales relatives à chaque ligne, notamment le prix moyen d'acquisition des titres. Le délai peut s'expliquer par des considérations d'organisation interne (le service opérationnel n'est pas motivé pour relancer les fiscalistes de son propre *back-office*), mais celles-ci ne sont pas opposables au client.

Le préjudice subi par celui-ci cesse d'être de pur agrément lorsque, ne pouvant pas encore passer des ordres chez son nouvel intermédiaire et ne voulant pas les passer chez l'ancien pour ne pas retarder encore le transfert, il s'interdit d'intervenir sur ses titres contre son propre intérêt. Lorsqu'il fait valoir le dommage subi, l'intermédiaire se retranche derrière l'absence de preuve des intentions affichées après coup et, subsidiairement, derrière le caractère hypothétique du préjudice allégué.

Conscient de la fréquence anormale de ce type de dysfonctionnements, le CMF vise désormais explicitement le cas des transferts dans ses textes réglementaires et impose à l'établissement de départ de fournir les informations nécessaires au nouveau teneur de compte-conservateur dans les meilleurs délais<sup>1</sup>.

### **3.4 - La contestation des résultats de gestion**

- Lorsque l'investisseur n'a pas signé de mandat de gestion, il demeure responsable des ordres et instructions passés et doit en principe en assumer les conséquences, réserve faite du cas, au demeurant peu souvent invoqué, où un ordre aberrant ou inhabituel n'aurait pas été détecté par l'intermédiaire. Cependant lorsque l'évolution de la valeur du produit acheté ne correspond pas aux attentes, le client tend à considérer, soit que les conseils ou incitations dont il a bénéficié étaient erronés, soit que son banquier aurait dû l'avertir spontanément du risque encouru.

<sup>1</sup> Articles 34 et 68 de la décision n° 2001-01 relative au cahier des charges du teneur de compte-conservateur.

Le premier cas est le plus fréquent. Il présuppose un déséquilibre - réel - entre le degré de connaissance du conseiller et celui de son client, qui crédite son interlocuteur d'une capacité d'anticipation sans faille et met à sa charge, *a posteriori*, une obligation de résultat inexistante.

Comme l'échange d'arguments et de conseils ayant précédé la décision d'investissement est resté verbal et que seule la matérialisation du consentement peut être prouvée, la solution consensuelle de ce type de dossier achoppe très en amont sur une divergence radicale dans la présentation des faits par les deux parties.

Le second cas est rare, mais il pourrait le devenir moins si une jurisprudence récente<sup>2</sup>, par ailleurs bienvenue, était mal interprétée. Les intermédiaires seraient alors supposés redevables d'un devoir d'information général portant sur tout événement susceptible d'affecter le marché, tel qu'un communiqué de presse émanant d'un émetteur. Toute distinction serait ainsi effacée entre la répercussion obligatoire des opérations sur titres par le teneur de compte et la communication d'informations qui, en elles-mêmes, ne requièrent aucune manifestation de la volonté de l'investisseur.

Ni le régulateur, ni le juge n'ont mis une obligation ainsi conçue à la charge des prestataires de services d'investissement. Cependant, il résulte de l'arrêt de la Cour de cassation du 3 juillet 2001, qu'une banque doit informer ses clients, intéressés par un placement, de l'existence de l'avertissement donné par la Commission sur ce même placement. Cette décision confirme et précise la portée du devoir d'information. Elle tranche un cas de réticence dolosive, sans généraliser le devoir d'information aux multiples opérations d'investissement qui prennent la forme d'ordres passés sur le marché secondaire.

Un exemple récent illustrera les mécomptes auxquels s'expose l'investisseur qui se repose sur une "obligation générale d'information particulière" à la charge des intermédiaires financiers, qui n'existe pas dans le droit positif actuel.

Une société ayant accumulé des pertes importantes, l'assemblée générale a décidé de donner un "coup d'accordéon" financier en réduisant le capital social à zéro et en réalisant une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription pour les anciens actionnaires. Les titres anciens ont été radiés à la fin de l'année 2001 et seules les actions nouvelles sont cotées depuis lors.

Le marché a été normalement informé de toutes les phases de l'opération. La note relative à l'augmentation de capital a reçu le visa de la Commission. Cependant, certains actionnaires anciens qui, n'ayant pas suivi la vie de la société pendant le deuxième semestre de 2001, n'ont ni vendu ni souscrit, ont perdu leur investissement et ont imputé cette perte à leur intermédiaire financier.

A l'inverse d'autres investisseurs, attirés par le faible coût de ces actions peu de temps avant l'augmentation de capital, ont acheté des titres promis à la radiation en totale méconnaissance de l'historique du cours et de l'opération décidée et annoncée depuis plusieurs mois.

Or, dans ce dernier cas, ni la nature de l'opération (achat de valeurs mobilières), ni les instruments concernés (actions), ni le montant en cause (qui appelait d'autant moins l'attention que le coût

<sup>2</sup> Arrêt du 3 juillet 2001 de la chambre commerciale de la Cour de cassation.

unitaire était faible) ne faisaient *a priori* tomber l'investissement en cause sous le coup de l'article 3.3.7 du règlement général du CMF, qui subordonne la réalisation de l'opération à la connaissance des objectifs du client et à l'information de celui-ci.

La vigilance des investisseurs qui n'ont pas signé de mandat de gestion reste donc nécessaire, et tout particulièrement dans le suivi des titres représentatifs de sociétés qui connaissent des difficultés importantes, en présence d'événements tels que : procédure collective ; alternance de suspensions et de reprises de cotation des titres ; annonce de radiation.

- On retrouve certaines de ces caractéristiques dans les litiges nés de la mauvaise exécution alléguée d'un mandat de gestion. C'est ainsi que des investisseurs déclarent ne pas comprendre qu'on puisse confier ses économies à un professionnel sans être assuré de disposer, en fin de période, au moins du capital et d'un revenu de bon père de famille. Les termes précis du mandat, l'orientation de gestion et l'information sur les risques ne sont pour eux, au moment où ils signent, que précautions de style.

Plus souvent, le plaignant se place dans un cadre relationnel conforme à la réalité juridique mais conteste l'exécution du contrat, alléguant que l'orientation de gestion ou la répartition des actifs n'a pas été respectée, ou bien que les actes de gestion n'ont pas été faits dans l'intérêt du client mais du mandataire, à seule fin de générer du courtage ou en prenant des risques inconsidérés, voire que le gestionnaire a appliqué à ses clients sous mandat une stratégie contraire à celle qu'il préconisait publiquement au même moment.

Enfin de nombreux clients sous mandat s'immiscent dans la gestion qu'ils ont déléguée et contestent les mauvais résultats constatés en les rapportant à la mauvaise volonté ou au refus du mandataire de prendre leurs avis ou instructions en considération.

Le plus souvent les orientations correctrices du client ont été exprimées oralement au cours d'entretiens avec son correspondant au sein de la société et ne se sont traduits ni par des instructions écrites, qui seraient réputées valables par application du droit des mandats si les parties ne sont pas autrement convenues de ne pas y recourir, ni par des avenants au contrat initial. La médiation se trouve alors dans le type de situation déjà mentionné, où l'incompatibilité entre les deux versions des faits empêche de progresser vers une solution amiable.

Qu'il soit permis de clore cette partie consacrée aux réclamations liées à la gestion sous mandat par un constat d'insatisfaction et une suggestion.

Il ne paraît pas illogique qu'une obligation de moyens, et non de résultat, à charge du prestataire, soit le corrélat le plus fréquent de la délégation de gestion, même si rien n'interdit en principe d'introduire dans le contrat, moyennant une rémunération certainement plus élevée, une obligation de résultat.

Ce qui semble anormal, en revanche, c'est que l'équilibre contractuel actuellement perçu comme naturel ou du moins acceptable (liberté de gestion dans le respect de l'orientation contractuelle côté intermédiaire ; délégation conçue comme un abandon côté client), permette l'enregistrement de moins-values potentielles de l'ordre de 40 % sur un an ou un an et demi sans déclencher de réaction automatique de la part des acteurs. Bien entendu on se place par hypothèse dans une situation exclusive de toute malveillance ou négligence.

Que l'évolution défavorable des indices ou la forte volatilité des cours explique ce type de résultats provisoires, ne résout pas la difficulté, qui tient à l'ampleur et à la rapidité de la moins-value atteinte et à la difficulté de la compenser par la suite.

Pour obtenir un lissage, même relatif, des performances partielles, et réduire la fréquence des contestations auxquelles elles donnent lieu, il est suggéré d'aménager les contrats de mandat, sans modifier la structure de la plupart d'entre eux, en prévoyant plusieurs rendez-vous par an, avec une fréquence au moins trimestrielle, entre le client et un représentant de l'intermédiaire, afin de présenter la gestion de la période précédente et proposer des pistes de gestion pour la période suivante qui, en fonction des résultats constatés, s'inscriraient dans une perspective de continuité ou de changement des vecteurs d'investissement direct ou de couverture, dans le respect de l'orientation initiale, sauf renégociation expresse du contrat.

Des rendez-vous hors échéances fixes seraient également organisés en cas de constat de moins-value potentielle importante depuis le dernier entretien, par exemple de 20 %.

L'application de cette clause de *stop loss* ne mettrait pas fin au contrat et ne changerait pas non plus, sauf manifestation expresse de la volonté des co-contractants, l'orientation de gestion initialement prévue.

Chaque entretien donnerait lieu à un bref «relevé d'orientations».

#### 4 - Analyse thématique des principales interrogations

Comme il a été dit plus haut, la ventilation des dossiers en plaintes et consultations se fonde sur le traitement auquel ils donnent lieu et non sur une différence thématique, d'ailleurs peu significative.

Il est vrai cependant que certaines préoccupations des investisseurs donnent davantage lieu à des "questions appuyées", qui prennent souvent la forme de demandes de vérification ou d'enquête, explicitement motivées par la défiance à l'égard d'un émetteur ou la crainte d'un dysfonctionnement ou d'un manquement, qu'à des demandes de médiation.

Elles portent sur des sujets aussi divers que des évolutions de cours inhabituelles derrière lesquelles le correspondant soupçonne une manipulation ou une opération d'initié, des prix d'offres publiques trop bas, des facturations de frais excessives, des défaillances dans l'animation des *warrants*, des suspensions prétendument abusives, des introductions pas assez rapides ou rétrospectivement douloureuses, des sociétés radiées de la cote sans que l'actionnaire, qui ne suivait pas ses titres de façon régulière, s'en soit aperçu, des émetteurs ou des sociétés de gestion soupçonnés de ne pas informer correctement leurs actionnaires ou porteurs de parts, des distributeurs d'OPCVM accusés de se tromper de valeur liquidative au moment d'exécuter une opération.

A cette même rubrique se rattachent les questions, nées d'une crainte diffuse, sur le mécanisme de garantie qui protège les titres et liquidités déposés chez les intermédiaires financiers. Il a déjà été rendu compte de cette préoccupation dans le Rapport annuel de l'année 2000<sup>3</sup>.

Seuls les thèmes les plus fréquemment invoqués seront développés ici.

<sup>3</sup> Pages 79-80.

#### ***4.1 - La perception de frais***

Qu'ils soient liés ou non à leurs intermédiaires financiers par un mandat de gestion, les investisseurs sont attentifs aux frais de diverses sortes qui leur sont facturés, surtout lorsque ceux-ci sont calculés en pourcentage des volumes traités, indépendamment du résultat produit (enrichissement ou appauvrissement) sur le patrimoine du donneur d'ordres.

Hors gestion, les postes les plus surveillés sont les droits de garde et les frais de courtage.

Dans un cas comme dans l'autre, le taux ou le montant est librement fixé, mais négociable. Toute modification doit faire l'objet d'une information préalable, et ne peut être imposée unilatéralement. En revanche, le silence du client régulièrement informé vaudra acceptation des nouvelles conditions. En cas de contestation relative à la proratisation des droits, les documents contractuels font foi. A défaut, une solution spécifique est recherchée en équité.

Lorsque des titres voient leur cotation suspendue depuis longtemps ou sont dépourvus de valeur, la médiation recommande aux investisseurs de négocier une diminution des droits afférents aux lignes correspondantes.

A régime de base identique, les frais de courtage donnent lieu à davantage de réclamations pour les raisons suivantes :

- la déconnexion avec la performance boursière réalisée est perceptible à chaque opération, et pas seulement une fois par an,
- en cas d'achat ou de vente d'un instrument financier coté à l'étranger, aux frais ordinaires s'ajoute la rémunération du ou des correspondants,
- le recours au SRD donne lieu à perception de frais supplémentaires, calculés sur la base du cours de compensation et non du cours d'exécution,
- lors des offres publiques d'acquisition, l'initiateur peut prendre en charge tout ou partie de ces frais. Parfois les deux procédures coexistent : vente sur le marché avec règlement à bref délai mais imputation de l'intégralité des frais de courtage d'une part, et vente centralisée avec règlement différé jusqu'à la fin de l'opération mais sans frais, ou avec des frais à taux réduit, d'autre part,
- distinction, à des fins publicitaires, entre les frais perçus lors de la participation aux introductions et ceux facturés lors de l'achat d'une valeur, même récemment admise, sur le marché secondaire.

La reconstitution méthodique, si nécessaire avec l'aide de l'intermédiaire, du cadre dans lequel s'est déroulée l'opération litigieuse, permet d'éclairer l'épargnant tout en repérant à l'occasion des formulations ambiguës insérées dans des documents destinés au public, qu'il est alors demandé aux prestataires d'analyser et, le cas échéant, de modifier.

S'agissant de la gestion collective et de la gestion sous mandat, les saisines du médiateur sont peu nombreuses au regard de l'ampleur et de la sensibilité du sujet, qui a donné lieu à la création d'un groupe de travail présidé par un membre de la Commission .

Les questions des investisseurs portent sur le caractère libre ou réglementé de la fixation des commissions de souscription ou de rachat et, corrélativement, sur les modalités de l'information qui doit être mise à la disposition des clients.

Les interrogations sur les frais de gestion sont similaires. L'attention des plaignants est attirée sur la liberté dont bénéficie la société de gestion dans la fixation des frais et leur augmentation éventuelle, mais aussi, dans ce dernier cas, sur la possibilité, prévue par l'instruction de la Commission du 15 décembre 1998, de sortir sans frais.

#### ***4.2 - Les offres publiques***

Les investisseurs non professionnels, correspondants du service de la médiation, ne constituent pas ordinairement la force de contestation principale des projets d'offre publique d'acquisition ; le plus souvent ils font leurs critiques exprimées dans les médias par les groupements de défense des actionnaires minoritaires.

Leur reproche principal est l'insuffisance du prix offert, qu'ils expliquent soit par une sous-estimation de la valeur de la cible, due elle-même à une application inadéquate de l'approche multi-critères, ou à des informations infidèles ou inexactes contenues dans les documents de référence enregistrés ou les notes d'opération soumises au visa de la Commission, soit par comparaison directe avec le prix de revient des titres précédemment acquis par eux.

Dans le premier cas, la réclamation est transmise au service de la Commission chargé de l'instruction du dossier d'ensemble. Dans le second, la médiation cherche à éclairer le plaignant sur l'inadéquation du raisonnement sous-jacent et la nécessité de tenir compte de la valeur et des perspectives de développement de la cible au moment de l'opération, quel qu'ait été son parcours boursier antérieur.

Parfois la critique exposée s'explique par la méconnaissance de la nature de l'opération ou même par le refus d'accepter les dispositions du droit positif qui la définissent. La mise en œuvre du retrait obligatoire après une offre publique de retrait suscite ainsi l'indignation d'investisseurs surpris de se voir expropriés.

#### ***4.3 - La détermination de la valeur liquidative des OPCVM***

La plupart des questions relatives à la valeur liquidative soumises à la médiation trouvent leur source dans le décalage constaté par le client entre la valeur à laquelle il croyait pouvoir traiter et la valeur retenue par l'intermédiaire. Plus précisément, les incompréhensions naissent du défaut de consultation préalable des modalités de calcul de la valeur liquidative indiquées dans la notice d'information de la SICAV ou du fonds (heure de réception de l'ordre, date ou période de référence servant au calcul) ou de la valeur de référence accordée de façon erronée à la dernière valeur trouvée, soit dans une publication financière écrite, soit sur un site boursier.

Selon les termes de la question posée, le service indique au plaignant comment vérifier la pertinence de la valeur retenue par la société, ou procède lui-même aux rapprochements et calculs nécessaires.

#### **4.4 - La gestion des warrants**

Une vingtaine de questions et réclamations émanant d'investisseurs particuliers concernent les *warrants*.

Certaines d'entre elles sont provoquées soit par une maîtrise insuffisante de l'information publique disponible sur ce type de produits (existence et rôle de l'animateur de marché, différence entre période de négociabilité et période d'exercice), soit par une insuffisance d'information quand la valeur du *warrant* est quasi nulle. D'autres évoquent des soupçons de manipulation de cours, qui par ailleurs ont été écartés, ou des dysfonctionnements sans lien direct avec la spécificité des *warrants*.

D'autres plaignants, en revanche, posent des questions dont l'analyse, au cas par cas, du comportement de tel ou tel animateur n'épuise pas la portée. On se contentera ici de les énumérer :

- défaut de publicité des contrats d'animation de marché, alors que le rôle de ces animateurs est primordial,
- spécificité de la gestion des suspensions de cotation des *warrants* par rapport à celle des autres instruments financiers cotés ; plus particulièrement, détermination de l'acteur de marché responsable de la reprise de cotation,
- paramétrage différent, d'un émetteur à l'autre, des outils de détermination de prix pour des produits similaires,
- modification volontariste de ce paramétrage pendant la durée de vie du produit, affectant notamment la variable volatilité.

Il paraît difficile de faire coexister durablement la volonté de promouvoir ce type de produit auprès des investisseurs non professionnels et la difficulté pour ces derniers d'obtenir des réponses claires sur la façon dont ces produits sont gérés.

### **III - Résultats**

A la fin de l'année, 80 % des consultations et 64 % des plaintes arrivées en 2001 ont été traitées, soit 751 et 543 dossiers respectivement, auxquels il convient d'ajouter 50 dossiers antérieurement reçus par le médiateur.

En principe, pour les consultations, l'envoi de la réponse et la clôture définitive du dossier coïncident, sauf si le correspondant complète ou affine sa question.

Les clôtures pour motif d'incompétence concernent principalement des dossiers portant sur les contrats d'assurance, les caractéristiques fiscales des produits boursiers et les mérites comparés de ces derniers ou des prestataires de services d'investissement.

Leur nombre est élevé, bien que la médiation adopte une conception restrictive de sa propre incompétence : si une question porte sur l'information délivrée par une société de gestion de

produit d'épargne collectif, il y sera répondu, que ce produit soit ou non incorporé dans un contrat d'assurance. Si l'interrogation porte sur le devoir d'information de la société qui commercialise le contrat d'assurance ou sur les modalités de calcul des unités de compte, la compétence sera déclinée et le correspondant, mieux orienté.

La ventilation, par motif de clôture, des dossiers de plaintes traités, est la suivante :

- impossibilité d'intervenir à cause d'une enquête en cours ou d'une saisine parallèle (juridiction le plus souvent ; autre médiateur exceptionnellement)	6 %
- transmission à d'autres autorités ou services	4 %
- abandon par le plaignant	11 %
- demandes non fondées	50 %
- médiation réussie	16 %
- médiation refusée	13 %

En somme, trois blocs sont à distinguer :

- 20 % des dossiers où une conciliation-médiation ne peut avoir lieu, indépendamment de la volonté du service,
- 50 % des cas dans lesquels la demande de l'investisseur n'est pas fondée,
- 30 % des saisines qui donnent lieu à conciliation-médiation, laquelle réussit dans plus d'un cas sur deux.

Les refus de médiation sont dus à quatre raisons principales :

- présentation contradictoire des faits litigieux, sans qu'aucun élément de preuve permette de progresser,
- client considéré de mauvaise foi par l'intermédiaire, qui préfère que l'affaire soit portée devant les juridictions,
- un effort commercial, jugé suffisant, a déjà été fait par l'intermédiaire avant que le client saisisse le médiateur,
- l'intermédiaire n'a pas répondu.

La plupart des abandons de plaignants ne résultent pas d'un échange d'arguments mais, plus en amont, du défaut de réponse à la demande effectuée par le service afin d'obtenir les éléments complémentaires indispensables pour traiter le dossier.

Les réclamations sont qualifiées de non fondées après analyse effectuée par la médiation en liaison, le cas échéant, avec d'autres services de la Commission. Le plus souvent, cette analyse est menée après avoir recueilli la position de l'intermédiaire mis en cause par le plaignant.

En cas de pluralité de motifs de clôture possibles, c'est le motif déterminant qui est sélectionné : si,

par exemple, l'intermédiaire refuse de s'engager dans une procédure de conciliation-médiation après avoir répondu sur le fond en des termes tels que le service s'estime éclairé et ne pense pas pouvoir donner raison au plaignant, le dossier sera classé en demande non fondée.

## **IV - Difficultés rencontrées**

Les difficultés constatées, que l'on relève ici dans un souci d'exhaustivité sans en minimiser ni en exagérer la portée, tiennent à la position adoptée à l'égard de la médiation par les différents acteurs boursiers.

### **1 - La formation des plaignants est inégale**

Le service ne choisit ni ses interlocuteurs, ni ses dossiers. Force est de constater que le centre de gravité de son activité se déplace en fonction du degré de compréhension, par ses correspondants, des caractéristiques des produits dans lesquels ils investissent et de leurs propres droits et obligations. Il fonctionne donc au moins autant comme un bureau de gestion de réclamations que comme un centre de médiation.

Les aspects sur lesquels la méconnaissance des plaignants est la plus perceptible sont le rôle de la Commission, la valeur des contrats et l'attrance pour l'informel.

#### ***1.1 - Le rôle de la Commission***

De nombreux investisseurs attendent de la Commission une protection directe de la valeur de leur investissement, à partir du présupposé selon lequel un résultat négatif est probablement fautif.

Ils pensent avoir un droit à l'ouverture d'une enquête dès lors qu'elle est demandée, et considèrent que la Commission, perçue comme une quasi-juridiction, devrait prononcer l'indemnisation des petits porteurs ou investisseurs qui s'estiment lésés, voire obliger les intermédiaires à ne pas solder les positions des clients qui se sont adressés à elle. De tels présupposés, manifestement incompatibles avec le droit positif, ne peuvent pas ne pas engendrer déception et mécontentement.

#### ***1.2 - La valeur des contrats***

Trop souvent les contrats ne sont pas lus. La signature, les mentions manuscrites relatives aux risques attachés à certains produits ou aux particularités de certaines procédures sont considérées comme formelles. Effet paradoxal de cette méconnaissance, la signature d'un mandat de gestion s'accompagne fréquemment d'une intromission systématique du client.

### **1.3 - La valorisation de l'informel**

Non sans logique, le sentiment que l'écrit et l'officiel n'appréhendent pas le réel se traduit par une valorisation excessive de l'informel : la rumeur colportée sur Internet, les propos rassurants d'un chargé de clientèle contacté lors d'un dysfonctionnement, les diverses applications de la théorie du complot contre les " petits ", fomenté par des représentants des "gros" tels que les "initiés", les analystes, l'entreprise de marché ou encore le régulateur, nourrissent nombre de réclamations.

## **2 - La portée de la médiation est encore mal comprise**

### **2.1 - Par les plaignants**

Les investisseurs considèrent souvent le médiateur comme un *ombudsman* ou un "défenseur du peuple", pour reprendre la terminologie espagnole, et ont du mal à accepter qu'un refus de médiation de la part de l'intermédiaire mette fin à la procédure.

### **2.2 - Par certains avocats**

Il est arrivé à des avocats de se comporter devant le médiateur comme devant un juge, semblant considérer qu'il était de leur devoir de ne rien concéder au nom de leur client, voire de corriger celui-ci en réunion pour le ramener à une " version officielle " des faits, bloquant la procédure. Cette attitude extrême est cependant minoritaire chez les conseils qui ont correspondu avec le service ou participé à des réunions de médiation.

### **2.3 - Par les intermédiaires**

Aucun intermédiaire n'a déclaré refuser la médiation dans son principe, bien que certains aient fait connaître indirectement leur réticence. De toute façon, celle-ci devient perceptible en fonction de la fréquence des indices suivants :

- réponses peu vraisemblables, évasives ou tellement succinctes qu'elles ne donnent pas prise à l'analyse,
- tardiveté systématique des réponses sans lettre d'attente,
- assimilation abusive de la lettre de présentation de la réclamation à une prise de position du médiateur,
- reproche adressé localement au client d'avoir saisi la COB.

Ces manifestations de méfiance paraissent décroître au fil du temps. Cependant, de façon officieuse, quelques intermédiaires se déclarent indisposés par la proportion des demandes qu'ils estiment abusives et laissent percer leur inquiétude sur le respect de la confidentialité par le médiateur. Ce dernier point mérite un examen particulier.

### **3 - La position du médiateur est perçue comme originale**

L'adossement du médiateur à la COB et, de façon moins visible, au CMF, n'est sans doute étranger ni à la coopération des intermédiaires, ni à leurs éventuelles craintes quant à la confidentialité de la procédure.

Le caractère confidentiel des procédures de règlement alternatif des conflits est considéré par la doctrine comme un principe directeur en la matière : les parties en désaccord qui recourent aux services d'un conciliateur, d'un médiateur ou d'un arbitre doivent être certaines que celui-ci ne divulguera ni l'évolution des positions respectives, ni les termes de l'accord conclu, ni les raisons de l'échec éventuel. Dans ce dernier cas, si le conflit est porté devant les juridictions, l'obligation de confidentialité demeure. Entre les parties, elle est régie par la coutume dite de " la foi du palais ".

Quant au médiateur, il se retire et clôt son dossier. Exceptionnellement, s'il a rendu un avis qui n'a pas permis de régler le différend, il peut autoriser les parties à le produire en justice.

Telle n'est pas, cependant, la pratique la plus répandue et la Commission, en approuvant les versions successives de la charte de la médiation en 1997 et 1999, a suivi sur ce point la tendance dominante : les informations recueillies pendant l'instruction du dossier et la proposition de solution éventuellement formulée, sont confidentielles.

Lorsque le service juridique était en charge de la fonction de conciliation, il suivait la même pratique, qui a été logiquement reprise par le nouveau service.

Parallèlement, lors de la création de ce dernier, le collège lui a demandé de contribuer à éclairer les autres services sur l'état de la fraction de "l'opinion publique boursière" qui s'exprime par l'intermédiaire des plaignants.

Les deux exigences de sensibilisation et de respect de la confidentialité sont remplies sans difficulté. D'une part, toutes les interrogations qui ne requièrent pas la mise en œuvre d'une conciliation-médiation n'ont pas vocation à demeurer confidentielles. Au contraire, les services opérationnels pourront d'autant mieux résoudre les difficultés soulevées par les investisseurs non professionnels qu'ils seront mieux informés de leurs préoccupations. D'autre part, l'homogénéité thématique, déjà mentionnée, entre les dossiers de plaintes et ceux de consultation, rend souvent superflu le recours aux dossiers de médiation pour transmettre les inquiétudes des non professionnels. Enfin, s'il apparaît opportun de signaler à un autre service une situation problématique qui pourra, par la suite, donner lieu à conciliation-médiation, l'information communiquée porte sur le problème posé et non sur le contenu de la médiation.

## V - Propositions

Sans revenir sur les suggestions particulières faites en matière de *warrants* et de gestion pour compte de tiers, on s'attachera ici à tirer les leçons de l'expérience acquise dans l'accomplissement des missions du service.

### 1 - Caractéristiques à maintenir

#### ***1.1 - La gratuité***

Il est arrivé à certains intermédiaires de s'interroger, officieusement, sur ce mode de fonctionnement, susceptible d'encourager des demandes abusives.

La gratuité est cependant une composante sinon nécessaire, du moins illustrative du caractère public du service rendu, et la manifestation évidente d'un refus de sélection des demandes.

#### ***1.2 - La gradation des interventions***

La nécessité de simplifier le classement des dossiers en " consultations " ou " médiations ", par convention, ne doit pas masquer que l'action du service n'est pas binaire, mais graduée. En fonction de ses propres recherches et des premières réponses obtenues des autres services de la Commission ou des intermédiaires, le médiateur entame ou non une intervention puis, en fonction des positions prises par les deux parties, propose ou non les termes d'une solution.

Cette souplesse de comportement est conforme aux points 3 (instruction préliminaire) et 8 (possibilité de formuler une proposition) de la charte de la médiation de la Commission.

Les dossiers appelés consultations donnent lieu à des réponses à des questions objectives plus qu'à des consultations juridiques au sens habituel de cette expression. En effet le médiateur, qui ne doit pas, malgré les sollicitations, agir en qualité d'avocat d'une partie, n'émet pas d'opinion sur le bien-fondé d'une réclamation circonstanciée sans recueillir la version des faits de l'autre partie. Il donne par contre un avis sur l'encadrement juridique du type de situation dans lequel se trouve le correspondant (règles applicables aux produits, droits et obligations des acteurs prévus par les textes, état de la jurisprudence).

#### ***1.3 - Les permanences téléphoniques***

Elles sont parfois décevantes en termes d'efficacité immédiate, car elles permettent d'orienter plus que de trancher, et deviennent ingrates lorsque la courtoisie n'est pas partagée. Cependant pour beaucoup d'épargnants individuels, l'échange personnel reste irremplaçable, malgré l'effort de communication et d'information sur internet déployé par ailleurs par la Commission.

## **2 - Aménagement à poursuivre**

### ***2.1 - Le non épuisement des recours internes***

Contrairement aux médiateurs adossés à une profession ou à une société, le médiateur de la Commission n'a jamais subordonné son intervention à l'épuisement par le plaignant du circuit de traitement des réclamations propre à son intermédiaire. En revanche, il est demandé au client mécontent de faire au moins une démarche personnelle préalable, car l'habitude tendait à se répandre chez certains épargnants de déléguer au médiateur la gestion directe de leurs difficultés boursières.

### ***2.2 - Introduction d'un nouveau cas de retrait du médiateur***

Il convient d'ajouter aux cas de retrait du médiateur prévus au point 3 de la charte précitée (enquête et saisine des juridictions) la saisine d'un autre organe de résolution alternative des conflits, afin d'éviter des contrariétés d'appréciation difficiles à résoudre et génératrices de retard dans la résolution du litige.

### ***2.3 - La souplesse dans l'appréciation de la durée***

Le point 9 de la charte (durée de 3 mois, renouvelable) a toujours été appliqué avec souplesse car il aurait pour effet d'obliger le médiateur à clore prématurément un nombre important de dossiers s'il était conçu comme une clause-couperet. La perspective d'un règlement l'emporte donc sur le respect formel d'une durée globale. En revanche, un système de relance automatique gère strictement les délais.

## **3 - Actions à intensifier**

### ***3.1 - Faire connaître le service***

Il demeure indispensable de saisir et rechercher les occasions de faire connaître le service, sa spécificité (adossement aux autorités de régulation) et ses limites (ce n'est pas un SOS avocats gratuit ; il n'a pas de pouvoir de contrainte ; il n'interfère pas dans la gestion quotidienne des prestataires de services d'investissement).

Ces mêmes occasions, ou des rencontres spécifiques, pourront également être mises à profit pour développer la culture de la médiation chez les avocats autres que les conseils habituels des sociétés cotées, qui la possèdent déjà.

### ***3.2 - Participer au fonctionnement de FIN.NET***

Le réseau FIN.NET de médiateurs et arbitres financiers européens a été présenté de façon détaillée dans le Rapport annuel 2000<sup>4</sup>. Cette année-là avait été celle de la préparation du réseau. 2001 a vu sa présentation officielle, la mise en place de son site informatique :

- [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/fin/finances/consumer/intro.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/fin/finances/consumer/intro.htm),

<sup>4</sup> Pages 85-86.

élaboré par les services techniques de la Commission européenne, et le lancement d'actions de communication. Les dossiers transfrontaliers ont commencé à arriver à la médiation, mais en nombre encore limité : outre quelques demandes de renseignements, deux plaintes ont été reçues en tant que système le plus proche, c'est-à-dire du pays de résidence de l'investisseur, et trois, en tant que système compétent, c'est-à-dire du pays du siège du prestataire.

## VI - Conclusion

Depuis sa création, le service de la médiation se veut utile aux investisseurs non professionnels et aux services opérationnels de la Commission dans un contexte parfois délicat, parce qu'il devient, en période boursière difficile, le réceptacle de beaucoup de déceptions et que les exigences vis-à-vis d'un service public gratuit tendent à devenir exorbitantes et à s'exprimer en des termes parfois excessifs.

En s'adressant à la médiation, les investisseurs bénéficient d'une grande accessibilité, de l'assurance que tous les dossiers sont examinés, que les interventions éventuelles seront confidentielles et que le médiateur, qui peut compter sur l'appui technique des autres services, agit en toute indépendance.

1800 saisines écrites, 2000 appels en permanence téléphonique : ce bilan quantitatif 2001 représente un défi pour une structure de taille modeste qui ne veut sacrifier ni l'aspect qualitatif de ses prestations, ni sa vocation de service public, ni la spécificité qu'il tient de la conciliation et de la médiation elles-mêmes, dont l'efficacité dépend pour beaucoup d'une bonne information des acteurs du litige et de leur volonté réelle d'aboutir.