

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Associé,  
Kramer  
Levin Naftalis  
& Frankel

### ■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de  
droit – Paris I  
(Panthéon-  
Sorbonne)

#### Protection des avoirs des clients – Ségrégation des comptes – Comptes espèces.

London Suprem Court, 29 février 2012, Lehman Brothers International (Europe).

#### Un intermédiaire financier est tenu de ségréguer les dépôts espèces de ses clients de ses propres avoirs.

L'affaire *Leham* n'en finit pas d'alimenter la jurisprudence. Cette fois-ci, c'est la question de la ségrégation des actifs qui était au cœur de la discussion. L'arrêt d'espèce s'intéresse aux dispositions relatives à la protection des espèces des clients au Royaume-Uni (« *Client Money Rules* » ou CASS 7). En vertu de ces règles, les intermédiaires financiers (en l'occurrence un *broker*) peuvent opter pour une « approche normale » ou une « approche alternative », qui dispenserait l'intermédiaire de toute ségrégation des espèces déposées par les clients auprès d'elle. En effet, dans le cadre de l'« approche alternative », les espèces sont déposées dans le « *house account* » de l'intermédiaire et mélangées avec le collatéral d'autres clients. Ces mêmes dispositions prévoient aussi que lorsqu'un intermédiaire financier fait défaut (« *primary pooling event* »), les espèces des clients détenus dans chacun des comptes de l'intermédiaire sont mises en commun (« *client money pool* »). En l'espèce, Lehman Brothers avait opté pour l'approche alternative.

Trois questions de fond se sont alors posées à travers cette décision, toutes relatives à l'interprétation des « *Client Money Rules* » :

(i) Quand le régime de « *statutory trust* » s'applique-t-il ? La cour estima que ce régime devait s'appliquer dès la réception des fonds. Elle jugea qu'une ségrégation sans mécanisme de fiducie serait contraire aux objectifs de la directive Marchés d'instruments financiers. En effet, les dispositions des « *Client Money Rules* » avaient été adoptées, à l'origine, pour se conformer aux exigences européennes et doivent donc être interprétées au regard des

objectifs de la Directive, qui prévoient un niveau élevé de protection des clients et leur confèrent, en cas de liquidation de l'intermédiaire, un droit de créance sur les fonds qu'ils ont déposé chez l'intermédiaire. Ainsi, en jugeant que le *statutory trust* s'applique dès la réception des fonds et non à partir de la ségrégation, la Cour Suprême est restée fidèle à l'esprit des textes européens.

(ii) Les dispositions relatives au « *primary pooling* » s'appliquent-ils aux espèces des clients déposés dans le « *house account* » de l'intermédiaire financier ? La Cour a ici répondu par la positive, en faisant valoir que l'essence même des « *Client Money Rules* » était de protéger toutes les espèces déposées, sans distinction et que ces dispositions devaient toujours être interprétées en faveur des déposants.

(iii) La participation au « *client money pool* » dépend-elle du niveau de ségrégation concrètement mis en place par les intermédiaires financiers ? La Cour Suprême a, ici, répondu par la négative. Deux interprétations étaient pourtant possibles : peuvent participer au processus de distribution des fonds mis en commun dans le « *client money pool* » soit les clients dont les espèces ont été ségrégués soit tous les clients, sans distinction. Une fois encore, la juridiction britannique s'est orientée vers la solution qui se rapprochait le plus de l'esprit du texte des « *Client Money Rules* » ; c'est-à-dire un haut niveau de protection des actifs.

En définitive, il importe peu que les espèces clients aient été ou non ségréguées, les clients demeurent titulaires d'un droit de restitution sur les espèces qu'ils ont déposées chez un intermédiaire financier.

Quelle importance accorder à cette décision ? D'abord, elle constitue un revirement de jurisprudence. En effet, la High Court<sup>1</sup> avait, en 2009 et pour des faits assez similaires, jugé que les clients, dont les espèces n'avaient pas été ségréguées, n'avaient aucun droit de créance sur les actifs de l'intermédiaire, ni de droit de créance sur le « *client money pool* ». Ensuite, quelle portée accorder à cet arrêt ? Certes, cette décision n'intéresse que les règles relatives aux espèces (« *Client Money Rules* ») et celles relatives aux titres, les-



**BERTRAND DE SAINT-MARS**  
Délégué  
général adjoint  
AMAFI



**JEAN-PIERRE BORNET**  
BPCE  
Professeur  
associé –  
Paris 11 (Sceaux)

1. Re Global Trader Europe Ltd (in liquidation) [2009] EWHC 602 before Sir Andrew Park

quelles répondent à d'autres exigences (« Custody Rules »). Les « Custody Rules » (CASS 6) prévoient que l'intermédiaire financier doit prendre toutes les mesures adéquates pour préserver le droit de propriété des clients sur leurs titres et doivent mettre en place des mesures adéquates pour réduire les risques de pertes de valeur des titres déposés. Ces dispositions ne constituent que des principes de base et laissent donc une certaine marge de manœuvre aux intermédiaires financiers quant à la manière dont ils ségréguent les titres des clients. Contrairement aux dispositions sur les espèces, les règles sur les titres ne prévoient aucun mécanisme de mise en commun en cas défaut de l'intermédiaire et le terme de ségrégation n'apparaît pas clairement. En d'autres termes, les détenteurs de titres sont, en principe, plus mal lotis que les détenteurs d'espèces. Néanmoins, il est permis de penser que les juges, saisi d'une affaire les amenant à interpréter ces règles, feraient une nouvelle fois référence à l'esprit du texte, qui prévoit un haut niveau de protection pour les déposants.

Enfin, cette décision a deux conséquences à plus court terme : premièrement, les brokers vont devoir changer leur manière de conserver et de surveiller leurs comptes (« house account ») au Royaume-Uni ; deuxièmement, les clients de MF Global UK, toujours dans l'attente d'un remboursement de leurs actifs, seront ravis d'apprendre que cette décision leur permet d'espérer un remboursement quasi-intégral. À l'origine, KPMG, administrateur de MF Global UK, avait pourtant annoncé à ces mêmes clients qu'ils devaient s'attendre à subir une réduction substantielle de leur part dans le « client money pool » et donc revoir à la baisse leur chance de remboursement.

Plus généralement, l'arrêt souligne l'importance désormais cruciale des règles de protection des actifs des clients, en particulier quand ceux-ci ne bénéficient pas du régime de protection légale des directives Garantie des dépôts cash et Garantie des dépôts titres. On le voit bien avec les projets EMIR et la loi Dodd Frank qui, chacune à leur manière, organise un régime de protection des « collatéraux » dans les opérations de produits dérivés. Il s'agit du même sujet que celui relatif aux dépositaires centraux et aux conservateurs de titres, mais dont les projets d'harmonisation en Europe ont un grand retard. Mais que ce soit pour le « collateral » déposé chez la contrepartie ou l'adhérent à une chambre de compensation dans les opérations de dérivés ou les titres déposés chez un conservateur, la prime réglementaire semble désormais moins en faveur du « moins-disant réglementaire » qu'aux juridictions qui protègent le plus efficacement les actifs des clients. Et la France n'est pas en reste, elle qui a depuis longtemps mis en avant cette protection comme une priorité. Ceci risque de constituer un réel bouleversement, notamment dans le business model de certains acteurs dans ces activités. Alors que tout était mis en œuvre depuis une vingtaine d'années pour faciliter la circulation du « collatéral » et donc la liquidité (« re-use », « rehypothecation », prêts de titres, repo...), la crise financière semble (enfin !) avoir changé la donne et fait revenir le curseur vers plus de protection pour les clients. Mais celle-ci n'est pas sans contrepartie : plus les actifs seront ségrégués précisément et tout au long de la chaîne, plus cela aura un coût pour le client. Celui-ci devra donc arbitrer entre la sécurité et les coûts.

### Réception-transmission d'ordres – Transmission d'un ordre aberrant – Contrat de commission – Responsabilité du prestataire – Inopposabilité de l'ordre au client commettant.

Cass. com. 13 décembre 2011 (n° 10-10103).

**Un ordre aberrant transmis par un client à un prestataire qui n'en vérifie pas la teneur et le transmet dans le marché où il est exécuté est déclaré inopposable à ce client. En conséquence, le prestataire, responsable des fautes qu'il a commises en ne filtrant pas cet ordre, doit en supporter l'intégralité des conséquences.**

La décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation rendue le 13 décembre 2011 met fin à un contentieux dont nous avons déjà traité lors de la publication de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 22 octobre 2009<sup>2</sup>. Cette affaire aux composantes multiples et riches concerne le sort d'une instruction d'achat de titres passée par un client par Internet, instruction qui à la suite d'une erreur de saisie du client s'est révélée aberrante. En effet, le client, au lieu d'acheter 231 titres GDF à un cours maximum de 34,03 euros, passe un ordre d'achat de 2 313 403 actions GDF sans limite puisqu'il a inséré le montant de la limite envisagée dans le nombre des titres à acquérir. La traçabilité de cette fausse manœuvre ne fait l'objet d'aucune incertitude puisque le dossier révèle que ce client avait quelques instants auparavant cette transmission litigieuse, passé puis annulé un ordre portant sur 231 titres GDF à un autre cours. Cet ordre reçu par le prestataire d'investissement au titre de son activité de récepteur-transmetteur d'ordres n'a pas été analysé et bloqué ni par le prestataire, ni par l'entreprise de marché, et ce malgré son caractère atypique et même aberrant. Il a donc été transmis au marché. Un investisseur professionnel hollandais, agissant pour compte propre, se porte vendeur des titres qu'il a dû emprunter concomitamment pour satisfaire à son obligation de livraison<sup>3</sup>. Soucieux de ne pas bloquer le marché et être à l'origine d'une suspension de la cotation, cet investisseur professionnel des marchés a fractionné ses interventions. Elles ont ainsi respecté les règles de variation de cours entre deux séances. La transaction conclue, le client ne fut naturellement pas en mesure de la régler. En conséquence, le prestataire prit l'initiative de la déboucler en vendant les titres trop hâtivement acquis. Compte tenu de l'évolution des cours et de la liquidité du titre GDF affectée par cette vente massive de plus de deux millions de titres, ce débouclage fut à l'origine d'une perte de 6,5 millions d'euros.

Le prestataire demanda la nullité de la transaction. Il fut débouté par le Tribunal de Grande Instance de Paris le 10 juillet 2007. La cour d'appel de Paris, le 22 octobre 2009 confirma le jugement et déclara la transaction inop-

2. Cf. cette chronique dans *Banque & Droit* n° 129, janvier-février 2010, pp. 29 et s.

3. Cet investisseur professionnel agissant pour compte propre répond à la définition financière de contrepartiste ou encore d'arbitragiste. En conséquence, l'on ne doit pas comprendre ce terme au titre de sa définition juridique de contrepartie comme l'on a pu le lire dans certains commentaires. L'arrêt de la Cour de cassation n'est d'ailleurs pas rendu sur le visa de l'article 1596 alinéa 3 du Code civil qui interdit à un mandataire de se porter contrepartie de son mandant.

posable au client. Elle rejeta parallèlement la demande du prestataire de voir condamner l'investisseur hollandais. La Cour de cassation confirme la position de la cour d'appel de Paris<sup>4</sup>. Parmi les motifs invoqués, figurent ceux relatifs à une éventuelle manipulation de marché reproché à l'investisseur hollandais. En effet, le prestataire prétend que l'investisseur hollandais a vendu des titres qu'il ne possédait pas, pour des montants importants excédant de manière notable ses fonds propres et ce sans réelle raison économique. À ce premier constat, s'ajoute celui relatif aux modalités d'exécution de cette opération. En fractionnant les ordres de vente pour contenir dans la limite de 10 % la hausse du cours des actions GDF provoquée par cet ordre massif d'achat, cet investisseur a été en mesure de prévenir toute réserve de cotation de la valeur. Ne pouvait-on pas alors considérer qu'il avait réalisé une manipulation de cours en paralysant les règles de suspension de cours ? Cette argumentation n'est pas reçue par la Cour de cassation. Celle-ci relève, à juste titre, l'absence d'intention frauduleuse de l'investisseur hollandais. Lorsque ce dernier se porte contrepartie de cet ordre d'achat massif, c'est à travers l'utilisation des règles de marché. Et il apparaît difficile de le lui reprocher. Certes, cet ordre d'achat pouvait paraître aberrant. Mais il avait été transmis, acheminé et présenté au marché par l'intermédiaire du prestataire et de l'entreprise de marché. Dès lors, il n'appartenait pas à l'investisseur hollandais d'apprécier la réalité de cet ordre que les professionnels de marché avaient traité, transmis et proposé au Marché. C'est bien à ces derniers qu'appartenait la responsabilité de la vérification du caractère sain de l'ordre. Pour autant, et comme le suggère l'un des commentateurs de cette décision, ne pouvait-on pas pour autant lui reprocher d'avoir violé l'ordre public boursier<sup>5</sup> ? Cette question est intéressante. L'article L. 533-1 du Code monétaire et financier issu de la transposition de la directive Marché d'instruments financiers (MIF) précise que « les prestataires de service d'investissement agissent de manière honnête, loyale et professionnelle qui favorise l'intégrité du marché ». C'est à ce titre qu'ils doivent notamment participer à la prévention des abus de marché au titre de l'obligation de déclaration des soupçons lors de la transmission des ordres de leurs clients<sup>6</sup>. En l'état, l'investisseur hollandais a-t-il porté atteinte à l'intégrité du marché en se portant vendeur de titres en réponse à un achat acheminé par les systèmes de marché et ce en fractionnant ses interventions pour éviter toute suspension ? Il semble que la réponse à cette question, qui n'a pas été clairement posée à la Cour de cassation, doive être négative. Cet investisseur en se portant contrepartie de cet ordre a contribué à assurer la liquidité du marché. Et cette liquidité, il l'a assurée en respectant strictement les règles de marché, dans un contexte dont il n'était pas l'auteur puisque totalement absent à la procédure de transmission de l'ordre d'achat. L'on notera toutefois que cet investisseur hollandais a semble-t-il été le seul à réagir lors de la

transmission de cet ordre sur le marché. Pour autant, cette absence d'autres contreparties, qui ont peut-être considéré que cet ordre, en raison de son caractère atypique, ne pouvait pas être traité, n'est pas en mesure de caractériser une atteinte à l'intégrité du Marché émanant de cet investisseur. L'investisseur hollandais est totalement étranger à cette abstention des autres acteurs de marché. Si une analyse du caractère atypique de cet ordre a été réalisée par les autres investisseurs, elle ne le concerne pas. Par ailleurs aucun texte précis n'envisage cette situation. L'investisseur hollandais a simplement été en mesure de saisir une opportunité de marché créée par cette transmission trop hâtive de l'ordre d'achat du client. Il n'avait pas l'intention de manipuler le marché, le cours de la valeur, et encore moins de porter atteinte à l'intégrité du Marché. Ce n'est pas parce que l'investisseur hollandais a su habilement profiter des dysfonctionnements qui ont conduit à la présentation d'un ordre aberrant au marché qu'il a effectué une opération portant atteinte à l'intégrité de ce marché. Accepter cet argument, qui, à la réflexion, ne pouvait pas être assis sur la manipulation de cours<sup>7</sup> mais simplement sur un manquement à l'intégrité du marché, conduisait à nier les prérogatives et responsabilités du prestataire transmetteur de l'ordre de ses clients et de l'entreprise de marché qui le présente au profit d'une obligation générale en définitive à la charge des contreparties aux ordres transmis et présentés. La décision de la Cour de cassation aurait cependant pu être différente en présence d'un ordre « manifestement aberrant ». La Cour de cassation prend en effet le soin de préciser qu'il n'est pas établi que l'investisseur hollandais ait eu connaissance de l'erreur commise, ni que l'ordre transmis sur le marché « ait eu en lui-même, un caractère manifestement aberrant ». À la lecture de cet attendu, l'on peut considérer que l'investisseur hollandais contrepartiste aurait porté atteinte à l'intégrité du marché en agissant de mauvaise foi suite à sa connaissance préalable de l'erreur commise. Il en aurait été de même en présence d'un ordre manifestement aberrant, quand bien même il n'aurait pas été préalablement filtré par les opérateurs et entreprise de marché. Il résulte des caractéristiques de cette espèce que cet ordre, bien qu'atypique, pouvait cependant se comprendre au vu des importantes opérations antérieurement constatées sur cette valeur à l'époque des faits « travaillée » par les opérateurs et les investisseurs. Il ne pouvait donc pas, en conséquence, être considéré comme manifestement aberrant.

En validant l'analyse de la cour d'appel de Paris, la Cour de cassation précise l'analyse que les professionnels doivent avoir de la portée du contrat de commission support des transactions sur les marchés financiers. Nous ne reviendrons pas sur l'ensemble de la question que nous avons déjà traité dans notre précédente chronique dédiée au commentaire de la décision de la cour d'appel de Paris. Rappelons toutefois les principales données de la discussion.

Il a toujours été considéré que le prestataire négociateur qui reçoit et transmet l'ordre de son client agit dans

4. Isabelle Riassetto, *Bull. Joly Bourse*, avril 21012, p. 164.

5. Anne-Claire Rouaud, *RTDF* 2012-1, article à paraître lors de l'écriture de cette chronique.

6. Art. L. 621-17-2 du Code monétaire et financier.

7. Dans cette décision, la Cour de cassation ne répond pas aux arguments fondés sur une prétendue manipulation de marché, considérant que ces griefs ne sont pas fondés.

le cadre d'un contrat de commission. Mettant fin aux discussions à l'époque menées, l'arrêt de la Cour de cassation du 14 juin 1892 précisa que les agents de change intervenaient en qualité de commissionnaire<sup>8</sup>. Cette décision de la Cour de cassation a expressément précisé que les agents de change agissent en qualité de commissionnaire et non de mandataire de leurs clients. Les prestataires intermédiaires agissent en effet en leur nom propre sur le marché. Ils ne représentent pas leurs clients en les dénonçant. C'est pourquoi, lorsqu'ils sont commissionnaires du croire, ils ne garantissent pas la solvabilité, mais le défaut de paiement de leurs clients<sup>9</sup>. Commissionnaires, les prestataires s'engagent personnellement. Mais ils le font au titre de la relation qu'ils ont noué avec leurs clients, relation qui répond à la qualification du contrat de mandat. La relation qu'ils nouent personnellement dans le marché ne se comprend et se justifie qu'à travers le mandat qu'ils ont reçu de leurs clients. C'est le contrat de mandat, support juridique de l'ordre transmis par le client, qui est à la source de la négociation sur le Marché réalisée à travers le contrat de commission. La conclusion du mandat de réception-transmission de l'ordre fonde l'exécution de l'ordre au titre d'un contrat de commission. D'ailleurs, l'opération conclue se dénoue, sauf difficultés, dans les comptes des clients.

Elle ne fait que transiter dans les comptes du prestataire. L'engagement personnel du prestataire envers sa contrepartie dans le marché ne doit pas occulter la véritable nature du contrat de commission. La qualification juridique du contrat de commission intègre ce dernier dans la famille des contrats de mandat avec représentation imparfaite. Le prestataire exécute l'instruction du client en son nom personnel, sans dénoncer son client<sup>10</sup>. Le commissionnaire agit pour le compte du commettant, mais sous son propre nom<sup>11</sup>. La problématique de cette décision et sa portée ressortent clairement de cette situation. L'ordre du client, s'il avait été considéré comme erroné, pouvait-il encore produire des effets dans le marché? Les parties, lors de l'examen en appel de leur contentieux, avaient placé la discussion sur le terrain de l'erreur, plus spécialement sur celui de l'erreur obstacle, erreur absolue à l'origine d'une absence totale du consentement. Il ne s'agit pas d'un vice de consentement, difficile au cas d'espèce à retenir, mais d'un défaut structurel qui affecte l'acte conclu. Si cette erreur obstacle avait été reconnue par la cour d'appel de Paris, le prestataire aurait été en mesure de prétendre que l'ordre qu'il avait passé et exécuté dans le marché au titre du contrat de commission ne pouvait pas en lui-même produire d'effet. Nous sommes là au cœur de la problématique du contrat de commission à l'origine de deux relations. La première lie le mandant au commissionnaire, la deuxième lie le commissionnaire qui agit en son nom personnel, avec le contractant définitif. Le commissionnaire est un intermédiaire actif car contractant. S'il est

reconnu qu'au moment de la formation du contrat, l'intermédiaire commissionnaire fait écran entre son client mandant et le tiers contractant, doit-on pour autant considérer que nous sommes en présence d'une double relation contractuelle ou d'une relation contractuelle unique qui se décline en deux temps? En d'autres termes, existe-t-il un lien direct entre le mandant et le tiers contractant? Cette question demeure discutée en doctrine<sup>12</sup>. Certains auteurs considèrent que le contrat de commission est à l'origine d'une relation unique qui crée des relations directes entre le commettant et le tiers contractant; ils ne considèrent pas que l'intervention du commissionnaire constitue un écran opaque<sup>13</sup>. Cette thèse se fonde sur la théorie de la représentation imparfaite, situation juridique où celui qui agit sur l'ordre et pour le compte d'autrui le représente tout en restant personnellement lié au contrat. L'engagement vis-à-vis du tiers contractant est double, car il concerne le commettant et le commissionnaire, mais dans le cadre d'une relation contractuelle unique qui se décline en deux temps. D'autres auteurs, et c'est la conception de la doctrine la plus récente, considèrent que les deux relations existent sans pouvoir être créatrices d'une relation directe entre le commettant et le tiers contractant. Cette doctrine est en règle générale favorable à la constatation de l'existence d'une dualité de relations qui fait obstacle à toute création d'un lien direct entre le client mandant et le tiers contractant<sup>14</sup>. L'on en déduit que l'erreur du commettant, le client mandant, n'a aucune incidence sur la relation contractuelle conclue entre le commissionnaire et le tiers contractant. L'accord passé par le commettant avec le tiers contractant n'est pas concerné par les vices affectant le contrat passé entre le commettant et le commissionnaire. Cette question est rarement traitée en jurisprudence. Toutefois, la Cour de cassation, dans un arrêt du 15 juillet 1963 qui concernait la vente de chevaux de course, a considéré que l'erreur du commettant n'affectait pas la relation existant entre le commissionnaire et le tiers contractant<sup>15</sup>. Aux termes de sa décision du 13 décembre 2011, la Cour de cassation semble considérer être en présence de deux relations contractuelles. Se situant dans le fil de sa décision du 14 juin 1892, elle énonce que le prestataire a agi en qualité de commissionnaire et non de mandataire. Elle poursuit en constatant que le commissionnaire a donné son consentement à l'acquisition des titres, laissant ainsi entendre que ce consentement lui est propre et donc indépendant de l'instruction reçue. La Cour précise en effet que ce consentement résulte de sa demande effectuée en tant que commissionnaire, laissant ainsi entendre que l'opération se déroule en deux temps: celui du mandat, la transmission de l'instruction du client du domaine de la représentation imparfaite, et celui de sa concrétisation, qui lie directement le commissionnaire en son nom propre.

8. Cass. 14 juin 1892, DP 1893.I, 500.

9. Cass. com. 6 janvier 1981, JCP G, 1982, II, 19829 et Cass. com. 22 oct 1996, JCP G, 1997, IV, 2438.

10. T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, éd. 2002, n° 794.

11. Art. L. 132-1 du Code de commerce.

12. M.-P. Dumont, *L'Opération de commission*, Bibliothèque du droit de l'entreprise, 2000.

13. B. Starck, « Les rapports du commettant et du commissionnaire avec les tiers », in *Le Contrat de commission*, 1949.

14. F. Collard Dutilleul et P. Delebecque, *Contrats civils et commerciaux*, 87<sup>e</sup> éd., Dalloz 2007, n° 666.

15. Cass. com. 15 juillet 1963, Bull. civ. IV, n° 378.

S'agissant de la relation née entre le client mandataire-commettant et le prestataire, la Cour ne retient pas l'erreur commise par le client pour annuler l'ordre. Elle considère que les fautes commises par le prestataire doivent être à l'origine d'une inopposabilité de l'ordre au client à l'origine de l'erreur validant ainsi la décision de la cour d'appel.

Il est vrai que les dysfonctionnements commis par le prestataire ne contribuent pas à une lecture claire de la décision. Elles ont été prises en considération et justifient sans aucun doute la teneur de la décision des magistrats de la cour d'appel. Cette appréciation a ensuite été reprise par les magistrats de la Cour de cassation. Dans ce dossier, le prestataire a accumulé les difficultés voire les infractions à la réglementation boursière. Il n'a pas filtré l'ordre automatisé et en conséquence n'a pas contrôlé l'existence de la couverture du client qui, on le sait, constitue dorénavant une mesure de protection dont peut se prévaloir le client<sup>16</sup>. En ne filtrant pas l'ordre de son client, il n'a également pas effectué le contrôle de cohérence de l'ordre passé au regard des habitudes et possibilités du client. Il est incontestable que le prestataire est à l'origine de plusieurs dysfonctionnements qui ont affecté le traitement de l'ordre du client. Ces dysfonctionnements se sont conjugués avec une absence de réaction incompréhensible qui ne lui a pas permis d'annuler cet ordre dans les 15 minutes de sa transmission comme les règles de l'entreprise de marché l'y autorisaient. C'est à l'aune de l'ampleur de ses fautes que l'on doit apprécier cette décision. La constatation de ces fautes a conduit les magistrats à faire supporter au prestataire l'intégralité du préjudice né de cette transmission hâtive. C'est pourquoi, ils ont déclaré l'opération simplement inopposable au client sans l'annuler pour autant. Dès lors, les effets négatifs de cette opération ont dû être supportés par le prestataire. Qu'il nous soit permis de regretter la position de la Cour de cassation. En inscrivant sa position dans la logique de celle énoncée par la cour d'appel, à savoir l'inopposabilité de la transmission de l'ordre et non l'annulation de l'opération, elle a laissé l'opération subsister. Dès lors, l'opération réalisée par l'investisseur hollandais ne peut être que valide. La sécurité du Marché relativement aux opérations transmises justifie cette position. Pour autant, en reprenant dans sa décision l'énoncé des erreurs du prestataire pour la justifier, elle n'en tire pas les réelles conséquences. Ce n'est pas l'inopposabilité de l'opération qui était en cause, c'est son existence. Nous sommes en présence d'une alternative. Première branche de l'alternative, l'opération est appréciée comme valide mais le prestataire a fauté dans le cadre de l'exécution de sa mission. Il engage alors sa responsabilité. Deuxième branche de l'alternative, l'opération est invalidée, car ne reflétant pas la volonté du client donneur d'ordre. Reste dans ce cas à analyser les effets de cette invalidation sur l'opération de marché. Peut-elle être annulée si l'on retient le caractère unitaire du contrat de mandat-commission ? Est-elle confirmée et ses conséquences sont-elles à la charge du prestataire-commissionnaire, si l'on considère alors être en présence d'une double relation ? Or la Cour de cassa-

tion, en reprenant la position de la cour d'appel, n'invalidé pas l'opération, mais la rend simplement inopposable au client. Nous considérons que la deuxième branche de l'alternative aurait dû être retenue. La Cour aurait dû clairement indiquer, en se fondant sur le concept d'erreur obstacle, que cette opération n'existe pas pour le client : elle est invalidée, annulée. Mais en se situant dans le fil de sa décision de 1963 énoncée plus haut lors de l'analyse des effets du contrat de commission, la Cour aurait validé la négociation issue de cet ordre de Bourse, reçu par le prestataire et transmis dans le marché. Cette négociation dans le marché possède une existence propre qui la rend étrangère à l'invalidation de l'ordre transmis et autorise sa réception au niveau de l'investisseur hollandais. Ceci bien sûr, sauf à être en présence d'un ordre manifestement aberrant que l'investisseur hollandais aurait dû détecter et dont il n'aurait pas été en mesure de se prévaloir. À suivre le raisonnement que nous proposons, l'opération même nulle et non simplement inopposable pour le client comme la qualifie la Cour de cassation, aurait été en mesure de produire tous ses effets vis-à-vis du Marché. Mais la Cour n'a pas suivi ce raisonnement. La Cour a peut-être considéré, mais elle ne l'a pas écrit, que la reconnaissance de l'erreur obstacle l'aurait conduit nécessairement, dans un deuxième temps, à considérer que l'ordre du client était un ordre manifestement aberrant et donc inopposable à l'investisseur hollandais, car portant atteinte à l'intégrité du marché. Par contre, en asseyant sa motivation sur les dysfonctionnements commis par le prestataire, la Cour de cassation n'aurait pas dû constater l'inopposabilité de l'ordre transmis par le client, mais au contraire aurait dû constater la réalité de l'existence de la convention conclue par le client tout en lui allouant des dommages et intérêts, en conséquence des fautes commises par le prestataire qui n'a pas filtré son ordre. Cette décision aurait sans doute conduit les magistrats de la cour de renvoi à apprécier les conséquences de l'erreur commise par le client sur la détermination du montant du préjudice subi.

La motivation de cette décision a permis aux magistrats d'esquiver la discussion relative aux effets du contrat de commission. Bien sûr, cette discussion centrée sur la qualification et les effets du contrat de commission est délicate et complexe. Pour autant, l'on regrettera la rédaction de cette décision de la Cour de cassation qui n'éclaire pas les professionnels et la doctrine sur la nature de la qualification du contrat de commission développé dans un contexte boursier. Contexte que la Cour de cassation, en décidant d'annuler ou de reconnaître l'ordre transmis, dans ses diverses composantes, aurait été en mesure de traiter. Contexte où l'on continue de s'interroger sur la nature de la rencontre des volontés des clients, rencontre doublement intermédiée par l'intervention des prestataires commissionnaires et par celui des systèmes d'information qui confrontent automatiquement les ordres.

Une discussion doctrinale existe quant à la nature de la rencontre des volontés sur les marchés boursiers<sup>17</sup>. Le

16. Cass. com. 26 février 2008 ; Cass. com. 4 novembre 2008.

17. A.-C. Muller, « Droit des marchés et droit des contrats », Thèse Economica 2007. A.-C. Rouaud, « Contribution à l'étude de l'opération de marché », IRJS Editions, 2010, T. 26, pp. 257 et s.

particularisme des marchés boursiers serait à l'origine de règles spécifiques qui ne permettraient plus d'assimiler l'opération conclue par chaque investisseur à une vente telle que définie par le Code civil. L'existence d'une plate-forme de marché, où les volontés se rencontrent et se confrontent, altérerait le processus de formation des contrats boursiers. La rencontre des volontés au sens des articles du Code civil n'existerait plus ; ce sont l'ensemble des volontés collectées et enregistrées qui, dans le cadre d'un mécanisme de confrontation, seraient à l'origine de l'opération qui échapperait ainsi aux règles édictées pour la vente. Cette massification des volontés individuelles les occulterait. Cette interposition du « Marché » ferait perdre le lien contractuel bilatéral existant entre l'acheteur et le vendeur. Les promoteurs de cette thèse dénie en conséquence à l'opération boursière sa qualification de contrat. À la rencontre contractuelle se substituerait celle de deux volontés individuelles unilatérales qui se juxtaposeraient par l'effet de l'application de règles assise sur des processus techniques massifiant ces volontés. Nous considérons que cette théorie, bien que séduisante, ne doit pas être retenue. Elle confond en effet la rencontre des volontés, qui existe toujours, avec les procédés utilisés, notamment informatiques et immatériels, pour procéder à cette rencontre la volonté. Ces procédés s'ils effacent l'intervention de l'homme sont toutefois le fruit de son action. Ces outils ne supplantent pas l'homme dont ils sont issus. Par contre, mais cela n'a jamais été contesté, l'on doit constater que les contrats de vente conclus par l'intermédiaire des plates formes boursières sont réalisés sans prise en considération de l'intuitu personae de chacune des parties. C'est cette absence de connaissance de la contrepartie qui doit être simplement relevée. Il s'agit d'une conséquence du contrat de commission qui voit l'interposition de ce dernier entre les parties ; interposition qui, au cas précis des opérations réalisées sur un marché réglementé assure la solvabilité de la transaction. Cette absence de connaissance ne doit pas être confondue avec une absence de rencontre des volontés qui au final rejette la qualification d'opérations contractuelles aux transactions boursières sans réellement convaincre s'agissant du mécanisme de substitution envisagé.

En conclusion, l'on aurait apprécié que la Cour de cassation, en refusant de suivre la cour d'appel de Paris sur le terrain de l'inopposabilité du contrat conclu par le client commettant, nous éclaire sur sa position concernant les contours d'application du contrat de commission dans les marchés boursiers. Ce point de droit est d'importance. La décision du 13 décembre 2011 aurait dû être une décision de principe qui aurait alors traversé le temps comme celle de 1892 ; il n'en sera rien. Hélas !

J.-P. B.

### AMF – Décision de sanction – Sursis à exécution.

Cass. com. 14 février 2012 (n° 11-15062).

**Le sursis à exécution d'une décision de la Commission des sanctions de l'AMF peut être prononcé dès lors que la décision est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives.**

Cet arrêt n'est pas destiné à être publié au Bulletin, ce que l'on peut comprendre tant la solution s'imposait au regard des faits. Une personne avait été sanctionnée pour utilisation et communication d'une information privilégiée<sup>18</sup> ; la peine prononcée, 300 000 euros, était d'autant plus lourde qu'elle avait été la cause d'un licenciement pour faute. Aussi la personne sanctionnée avait-elle déposé un recours devant la cour d'appel de Paris et demandé au Premier Président de prononcer le sursis à exécution de la décision. Il semble qu'elle avait assorti sa demande de sursis d'une demande d'anonymisation de la décision de sanction.

Selon ce que rapportent la Cour de cassation et le moyen du pourvoi annexé à l'arrêt, le délégué du Premier Président avait rejeté la demande en des termes peu amènes et, disons-le tout net, incompatibles avec l'impartialité qu'on est en droit d'attendre ; qu'on en juge : « Attendu que pour débouter M. H... de sa demande, l'ordonnance retient que ce dernier doit admettre sa chance de n'avoir pas subi les foudres du droit pénal et l'exceptionnelle clémence, au regard du maximum légal encouru et de la pratique connue de la commission, d'une sanction de 300 000 euros pour la plus-value décrite par la décision ; qu'elle ajoute que les faits remontant à presque trois ans, M. H... a eu largement le temps de prendre conscience de ses manquements, dont lui-même énonce qu'il n'était pas les premiers, de se réorienter professionnellement et d'écarter ainsi la tentation de faire de nouvelles victimes dans l'avenir ; qu'elle relève encore que M. H... doit prendre conscience, ce dont ses écritures ne témoignent pas un seul instant, de ce que le manquement d'initié grève les droits de victimes qui, pour rester le plus souvent anonymes, n'en sont pas moins nombreuses ». Quelle mouche l'avait piqué ? La cassation était nécessaire sur le fondement du principe d'impartialité prévu par l'art. 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme ; elle est prononcée avec netteté : « Attendu qu'en statuant ainsi, en des termes incompatibles avec l'exigence d'impartialité, le délégué du Premier Président a violé le texte susvisé ».

Il y a un deuxième aspect dans cette décision. Pour refuser le sursis à exécution, outre les motifs précédents, le magistrat d'appel avait estimé « que le Premier Président pouvait surseoir à cette publication seulement lorsque la personne condamnée manifeste, dans son recours principal ou autrement, un doute sérieux, sous toutes réserves d'usage, sur sa culpabilité ou sur l'adéquation de la sanction à la faute commise ou à la situation personnelle de l'intéressé ou encore lorsque l'extrême rapidité du processus répressif et du recouvrement de la sanction ne permet pas au condamné de préparer d'une part sa défense, d'autre part sa réinsertion ou enfin lorsque le manquement sanctionné n'a pas fait de victimes ». C'était réécrire la loi. Là encore, la cour régulatrice devait annuler la décision, ce qu'elle a fait en relevant que l'art. L. 621-30 du Code monétaire et financier conditionne uniquement le sursis à exécution de la décision contestée au fait que « celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives » et à rien d'autre.

Enfin, s'agissant précisément d'apprécier si la décision de l'AMF pouvait avoir des conséquences manifestement excessives, le délégué du Premier Président avait estimé que tel n'était pas le cas, en particulier pour la raison que les conséquences de la publication de la décision

18. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 18 novembre 2010.

« que sont en l'occurrence un licenciement pour faute et la difficulté voire l'impossibilité de se réinsérer dans les professions de la finance, ne sont pas davantage des conséquences excessives, mais au contraire des effets normaux, sinon souhaités par le législateur, d'une sanction prononcée par l'organe compétent de l'AMF », et c'est à ce propos qu'il avait jugé que l'anonymisation de la décision et le sursis à exécution ne pouvaient reposer que sur un doute sérieux sur la culpabilité de l'intéressé ou sur l'adéquation de la sanction à la faute ou à la situation personnelle de l'intéressé ou sur l'extrême rapidité du processus répressif et du recouvrement ou que sur le fait que le manquement n'avait pas fait de victime. Là encore, la cour critique la décision à juste titre, jugeant qu'elle manque de base légale. Il est vrai que les faits retenus par le délégué du Premier Président ne correspondaient pas au vœu de la loi, qui fait uniquement reposer le sursis à exécution sur le fait que la décision est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives pour l'intéressé. À cette occasion, la Cour de cassation apporte une précision : les conséquences dont il s'agit sont des conséquences matérielles. Elle précise en effet que l'ordonnance n'avait pas recherché si la décision était susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives « en l'état de la situation patrimoniale invoquée par le requérant ». Ne pourraient-elles être également personnelles ? Nous le pensons.

### **Manquement d'initié – Preuve – Faisceau d'indices concordants – Défaut.**

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 15 septembre 2011, M. A. et M<sup>elle</sup> B.

**À défaut de preuve tangible, l'AMF n'a pas l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ; la détention d'une information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants, mais il faut qu'il en résulte que seule cette détention présumée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé.**

**L'existence de relations professionnelles ou personnelles avec le détenteur d'une information privilégiée ne saurait établir, à elle seule, la détention de celle-ci, la circonstance qu'il puisse en résulter un circuit de transmission de cette information ne pouvant pas néanmoins être ignorée pour la caractérisation des griefs.**

**Lorsqu'il résulte de l'enquête que la coïncidence entre les interventions de la personne poursuivie et les dates de cristallisation de l'information privilégiée est dénuée de caractère probant et que l'intéressé démontre que ces opérations correspondaient à sa pratique antérieure, il n'est pas établi que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer ses transactions.**

La théorie du faisceau d'indices concordants est maintenant appliquée systématiquement par l'AMF pour démontrer la perpétration d'un manquement d'initié. Il est vrai qu'elle ne peut faire autrement, sauf à ne – presque – jamais réussir à prouver sa commission s'agissant d'une délinquance astucieuse, qui au surplus peut facile-

ment s'abriter derrière des prête-noms et des frontières. Mais cette décision est intéressante parce qu'elle illustre les limites de cette technique probatoire dans la caractérisation du manquement d'initié ; elle montre aussi le souci de la Commission des sanctions de l'AMF de ne pas risquer de l'utiliser de manière arbitraire. En l'espèce, un frère et une sœur étaient poursuivis, le premier pour utilisation d'une information privilégiée et communication de celle-ci à sa sœur, la seconde pour utilisation de la même information privilégiée. Le frère est condamné parce qu'il est démontré que, appartenant au cercle des initiés internes, il avait utilisé celle-ci (et parce qu'il avait omis de déclarer ses comptes-titres à son employeur, ce qu'il aurait dû faire en qualité de fondé de pouvoir de la banque-conseil de l'opération). La sœur, qui n'appartenait pas au cercle des présumés initiés, avait été également poursuivie en raison de sa proximité avec son frère, de la correspondance entre les dates auxquelles elle avait réalisé ses opérations et les dates clés de la préparation du projet, des modalités selon lesquelles elle avait passé ses ordres et de l'insistance avec laquelle elle était intervenue sur le titre en cause, ce qu'auraient démontré les conversations téléphoniques avec son intermédiaire. La Commission des sanctions écarte les poursuites contre la sœur, car « il n'est pas établi que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer les transactions de M<sup>elle</sup> B. ». L'important est de noter que le rejet est justifié par le caractère équivoque des indices retenus et par le fait que certains se sont même avérés erronés.

Ce qu'apporte cette décision, c'est l'illustration que la théorie du faisceau d'indices ne peut être utilisée que si les indices sont indiscutables et font sens. C'est indispensable, car cette facilité probatoire au service de l'accusation est particulièrement dangereuse. Elle revient en effet à induire la preuve d'un fait non prouvé à partir de celle d'un fait périphérique. Elle permet un déplacement de l'objet de la preuve et repose sur une opération intellectuelle d'induction. C'est une technique qui recèle des dangers car, si elle permet d'approcher la preuve du fait central par celle de faits connexes, elle reste imparfaite. Ce décalage de l'objet de la preuve doit d'autant plus être manié avec précaution que, s'agissant de tirer une conséquence d'un fait connu à un fait inconnu, selon la définition très juste qu'en donne le Code civil (art. 1349), elle repose sur deux éléments : un indice, le fait connu périphérique ; une opération intellectuelle, la conséquence qu'on en tire sur l'existence probable du fait central. Autrement dit, le lien qui est fait entre le fait connexe et le fait central est un lien purement intellectuel, donc inévitablement subjectif. Aussi suppose-t-elle un ensemble de faits et non un seul, et un ensemble de faits concordants. Mais cela ne suffit pas, il faut encore que seul ce faisceau d'indices permette d'expliquer les opérations critiquées.

Tout cela est illustré par l'espèce jugée par la Commission des sanctions. La personne poursuivie a en effet démontré que la proximité entre les dates de ses opérations et les dates clés de la préparation du projet qui constituait l'information privilégiée ne pouvait pas faire indice dans la mesure où la personne poursuivie pouvait justifier rationnellement des raisons qui l'avaient conduite à s'intéresser au titre en cause et à l'acquérir. Elle a également pu mon-

trer que sa manière d'opérer n'était pas nouvelle et que les sommes engagées correspondaient à ce qu'elle avait l'habitude d'investir. Elle a enfin pu démontrer qu'elle avait eu une raison extérieure de s'intéresser au titre en cause. Aussi, la Commission des sanctions en a-t-elle conclu « qu'il résulte de l'ensemble de ces éléments que la coïncidence entre les interventions de M<sup>lle</sup> B. et certaines dates décrites comme clés par les banques-conseils pour la préparation de l'offre est dénuée de caractère probant ». La Commission des sanctions s'est ainsi montrée beaucoup plus prudente dans l'application de la théorie du faisceau d'indices que dans sa décision du 10 avril 2008<sup>19</sup>, réformée par la cour d'appel de Paris le 8 avril 2009<sup>20</sup>, décision d'appel qui a elle-même été annulée par la Cour de cassation<sup>21</sup>.

### Information inexacte (oui) – Gestion de trésorerie – Cantonnement des espèces – SRD – Garantie des dépôts.

AMF, Com. des sanctions 8 septembre 2011, Dubus SA.

**Constitue une information ne présentant pas un contenu exact, clair et non trompeur, et ne permettant pas aux investisseurs d'apprécier les risques afférents à un service de gestion de trésorerie le fait de ne pas avoir informé ses clients des risques inhérents au mode de gestion des liquidités afin de leur laisser un choix alternatif leur permettant de bénéficier d'une meilleure protection.**

La décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 8 septembre 2011, mérite d'être relevée, car fondée sur un raisonnement qui soulève diverses interrogations.

Les faits concernent en l'occurrence une entreprise d'investissement agréée pour les services de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, d'exécution d'ordres pour le compte de tiers, de négociation pour son propre compte, de compensation et de tenue de compte conservation. Cette entreprise avait imaginé un service de gestion de la trésorerie de sa clientèle, proposé dans le cadre d'une « Convention de gestion déléguée de trésorerie » au travers de laquelle, moyennant la perception d'une commission mensuelle de 0,02 %, calculée *prorata temporis* sur le montant de la trésorerie confiée, les clients lui prêtaient leur trésorerie disponible dont la contre-valeur était garantie par un transfert de propriété de titres appartenant à l'entreprise d'investissement. Les clients conservaient ainsi la propriété de ces titres jusqu'à ce qu'à leur demande, l'entreprise d'investissement leur restituât les fonds prêtés en contrepartie des titres, cette dernière opération intervenant à une valeur de rachat calculée indépendamment d'une valeur de marché, en fonction du montant des sommes initiales, majoré du

taux de report mensuel, calculé également *prorata temporis*. Bien que la décision ne soit pas totalement explicite sur ce point, il semble que ce service de gestion de trésorerie était uniquement associé aux titres que l'entreprise d'investissement acquérait à titre temporaire pour les besoins du service de règlement différé (SRD) qu'elle fournissait par ailleurs à ses clients. On rappelle que le SRD permet à un investisseur acheteur ou vendeur de différer jusqu'à une date fixée par les règles du marché, le versement des fonds ou la livraison des instruments financiers qui résulte de l'exécution de son ordre sur le marché, la position étant portée dans l'intervalle par le membre du marché qui assure l'exécution de l'ordre SRD : c'est donc ce dernier qui reçoit, en pleine propriété, les titres où les espèces découlant de l'achat ou de la vente réalisé au comptant avant qu'ils ne soient transférés au client à l'échéance du SRD, en contrepartie des sommes ou des titres que celui-ci doit alors au membre de marché (RG AMF, art. 561-1). Dans ce contexte, la Convention précitée permettait ainsi, d'une part, à l'entreprise d'investissement de disposer d'une trésorerie lui permettant de satisfaire ses besoins pour procéder aux achats SRD et, d'autre part, aux clients y souscrivant de voir leur trésorerie disponible rémunérée. Comme le relève la décision, ce service leur était d'ailleurs présenté comme « une alternative aux placements de trésorerie en SICAV ».

Ce qui est en cause devant la Commission des sanctions c'est la qualité de l'information donnée aux clients sur les caractéristiques de cette gestion déléguée de trésorerie, « présentée, selon les termes même des conventions, comme un placement sans risque pour lequel le portefeuille de titres garantit la contre-valeur des capitaux confiés au prestataire jusqu'au terme de l'opération ». Lors de l'examen de la situation de six clients ayant investi des montants importants au 31 décembre 2007, les services de contrôle de l'AMF ont en effet relevé qu'avant régularisation opérée le 8 janvier 2008, sur un encours total de 23,187 millions d'euros mis à disposition de l'entreprise d'investissement sous couvert de la Convention, les titres déposés en représentation de ces sommes représentaient seulement 16,602 millions d'euros, « de sorte que les termes de la convention précitée n'auraient pas été respectés et que de surcroît, dans l'information diffusée à ses clients, [l'entreprise d'investissement] ne satisfait pas à ses obligations en la matière ».

Relevant qu'il était prévu par convention que les sommes ainsi confiées « doivent être intégralement garanties par l'inscription de titres d'une valeur équivalente sur les comptes de ces derniers et que la propriété de ces titres constitue ainsi la garantie des liquidités versées par les clients », la Commission des sanctions considère ainsi constitué le manquement selon lequel en application des articles L. 533-12 du Code monétaire et financier et 314-10 et 314-11 du RG AMF, l'entreprise d'investissement a « méconnu les dispositions législatives et réglementaires relatives à l'information adressée à ses clients, dès lors que les informations fournies ne présentent pas un contenu exact, clair et non trompeur, et ne permettent pas aux investisseurs d'apprécier les risques afférents au service de gestion déléguée de trésorerie ». Ce qui est en fait reproché ici, c'est que les capitaux non représentés par des titres en portefeuille l'aient été sous forme d'emplois en dépôts bancaires rémunérés (EBR) cantonnés auprès d'un établis-

19. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 10 avril 2008, RTDF 3-2008, p. 114, obs. E. Dezeuze ; RTD Com. 2008-4, p. 822, note N. Rontchevsky.

20. CA Paris 1<sup>re</sup> H., 8 avril 2009 : Banque & Droit n° 128, novembre-décembre 2009, p. 46 ; RTD Com. 2009-4, p. 780, note N. Rontchevsky ; BJB, juillet-août 2009, p. 272, note F. Martin-Laprade ; RTDF 3-2009, p. 134, obs. N. Rontchevsky.

21. Cass. com. 1<sup>er</sup> juin 2010, n° 09-14684 : Banque & Droit n° 132, juillet-août 2010, p. 30 ; RTD Com. 2010-3, p. 578, note N. Rontchevsky ; RTDF 2-2010, p. 137, obs. B. Garrigues.

sement de crédit alors « que les clients ne pouvaient pas avoir connaissance de cette modalité de placement à la signature de la convention » et que « seule la mention “dont EDBR” figurant sur leurs comptes pouvait [les] en informer [...] lors de la consultation de l'extrait de leur portefeuille sur internet ». C'est parce que les clients n'ont pas été informés « du fait que, contrairement aux termes des conventions conclues avec eux, les liquidités qui lui étaient confiées pouvaient ne pas être en permanence et en totalité garanties par la propriété de titres » que la Commission des sanctions considère donc que le manquement tiré de l'information inexacte est caractérisé.

Cette solution appelle un premier commentaire concernant le fondement même du manquement. En mettant en évidence un défaut ponctuel, matérialisé au 31 décembre 2007, la Commission des sanctions peut-elle suffisamment fonder l'existence d'une information inexacte fournie au client ? L'information visée par l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier, pour l'application duquel ont été pris les articles 314-10 et 314-11 du RG AMF, est en effet une information de nature précontractuelle qui par son contenu exact, clair et non trompeur, doit plus particulièrement permettre aux clients ou aux clients potentiels d'apprécier « raisonnablement » la nature du « service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause ». Outre que l'on peut sans doute discuter, au regard des éléments ressortant de la décision de sanction, que le service de gestion de trésorerie ici concerné soit suffisamment directement rattaché à un service d'investissement, seul visé par le texte, il semble surtout que l'on soit en présence d'un défaut dans l'exécution du service tel que prévu par la Convention. Peut-on vraiment caractériser un manquement au titre d'une information inexacte alors que le caractère répétitif de la défaillance ou son caractère consubstantiel n'a pas été mis en évidence ? On peut sérieusement en douter, sauf à poser en principe que chaque fois qu'il y a défaut dans l'exécution de la prestation, celui-ci implique nécessairement un défaut dans la qualité de l'information fournie au titre de l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier...

Certes, on pourrait soutenir que la faute est ici d'une nature particulière puisqu'elle concerne l'information fournie au client qui ne lui permettait pas d'apprécier la nature plus élevée du risque pris sur la trésorerie représentée en EBR par rapport à celle représentée par des titres acquis en pleine propriété. La Commission relève en effet qu'en cantonnant « les espèces confiées par ses clients auprès d'un établissement de crédit, ces derniers sont exposés au risque de faillite de [l'entreprise d'investissement] d'une part, et de l'établissement de crédit d'autre part », et qu'ainsi « il existe donc, en tout état de cause, un cumul des risques » puisqu'en cas de faillite de l'établissement de crédit, ce ne serait pas chaque client de l'entreprise d'investissement qui bénéficie de la garantie des dépôts (Comofi, art. L. 312-4 et s.), mais seulement celle-ci... Outre des erreurs factuelles sur le mode fonctionnement de cette garantie<sup>22</sup>, le raisonne-

ment ainsi suivi laisse quelque peu perplexe. Il semble d'abord assez paradoxal que le respect de la réglementation puisse être vu comme un facteur de risque supplémentaire dont les clients auraient dû être informés au motif « que, si le cantonnement des espèces prêtées sécurise leur représentation, la sécurité juridique qui en résulte n'est pas pour autant comparable aux garanties offertes par la propriété de titres ». Il faut en effet rappeler que, comme le souligne d'ailleurs la décision, ce cantonnement est imposé aux entreprises d'investissement par l'arrêté du 2 juillet 2007 relatif au cantonnement des fonds de la clientèle des entreprises d'investissement. L'entreprise d'investissement n'avait ainsi pas le choix de faire autrement que de représenter sous forme d'EBR la partie de trésorerie qu'elle n'avait pu transformer en titres transférés en pleine propriété aux clients. Mais surtout, et beaucoup plus fondamentalement, il faut s'interroger sur la réalité de l'accroissement du risque ainsi supporté par le client. Le fait en effet pour l'entreprise d'investissement de cantonner ces fonds auprès d'un établissement de crédit ne fait pas perdre à ses clients le bénéfice de la garantie dont ils disposent, non pas en vertu de la garantie des dépôts mais de la garantie des investisseurs dont l'objet est « d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers ainsi que de leurs dépôts en espèces lorsqu'ils sont liés à un service d'investissement, à la compensation ou à la conservation d'instruments financiers et qu'ils n'entrent pas dans le champ d'application du fonds de garantie des dépôts institué par l'article L. 312-4 » (Comofi, art. L. 322-1). Soutenir alors comme le fait la Commission, que l'entreprise d'investissement « se devait donc d'informer ses clients des risques inhérents aux choix de gestion des liquidités non couvertes par des titres afin de leur laisser le choix de déposer directement ces fonds auprès d'un établissement de crédit et bénéficier ainsi d'une protection optimale » est pour le moins étrange. D'autant plus étrange que cette analyse semble méconnaître la nature juridique fondamentalement différente du dépôt espèces selon qu'il est effectué auprès d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement. Dans le premier cas, on sait en effet qu'il s'agit d'un dépôt irrégulier qui transfère le déposant en créancier et transfère la propriété des sommes déposées à l'établissement de crédit, propriété sans laquelle il ne lui serait pas possible d'assurer son rôle premier de dispensateur de crédits. Or, tel n'est pas le cas s'agissant d'une entreprise d'investissement, comme le matérialise d'ailleurs indirectement l'arrêté sur le cantonnement qui n'aurait pas de légitimité sinon. La « protection optimale » offerte par le dépôt auprès d'un établissement de crédit est ainsi bien discutable car le déposant propriétaire de ses espèces supporte un risque moindre que le déposant devenu créancier par l'effet du dépôt irrégulier : l'un et l'autre sont exposés à un risque de fraude de la part du dépositaire mais le second encourt également un risque de mauvaise gestion. Autant d'éléments qui, pris en compte, auraient peut-être sinon infléchi la solution, du moins éclairé un raisonnement qui apparaît bien discutable. ■

22. Le montant de la garantie accordée était de 70 000 euros à la date des faits et les

entreprises d'investissement sont en tout état de cause exclues de son bénéfice.