

## 7. HOF VAN BEROEP TE BRUSSEL 19 FEBRUARI 2008

### FINANCIELE INSTELLINGEN EN TUSSENPERSONEN

#### Vermogensbeheer en beleggingsadviseurs – Contractuele informatieverplichting – Resultaatsverbintenis – Uitvoering lastgeving – Inspanningsverbintenis – Instructies van de cliënt

*Wanneer de vermogensbeheerder, op grond van de overeenkomst van vermogensbeheer, gehouden is zijn cliënt te informeren wanneer zich een waardevermindering van de portefeuille voordoet tot onder een bepaalde drempel, dan is dit een resultaatsverbintenis. De cliënt is echter gehouden het bewijs te leveren van de schade, die in oorzakelijk verband staat met de beweerde tekortkoming.*

*De vermogensbeheerder is gehouden tot een inspanningsverbintenis wanneer hij het vermogen van de cliënt beheert. Voor de beoordeling van zijn verbintenissen, moet men zich plaatsen in dezelfde historische, economische en financiële context en mag men enkel rekening houden met de economische en financiële gegevens die gekend waren en met de omstandigheden die een normaal zorgvuldige professionele vermogensbeheerder toen redelijkerwijze kon of moest voorzien.*

*De vermogensbeheerder is gehouden zijn beheersbeleid aan te passen aan de instructies van zijn cliënt, zolang de overeenkomst van vermogensbeheer niet is opgezegd.*

**NV Van Moer Santerre/J. Akkermans, F. Stevens, H. Janssens, L. Janssens en Ch. Janssens**  
**Zet.: B. Lybeer (raadsheer dd. voorzitter), C. Van Santvliet en E. Herregodts (raadsheren)**  
**Pl.: Mrs. M. Geerts loco J.-P. Buyle en Ch. Bossers**

(...)

Gelet op het vonnis dat, na tegenspraak, op 24 juni 2005 werd uitgesproken door de rechtbank van eerste aanleg te Brussel, beslissing waarvan geen akte van betekening wordt overgelegd.

Gelet op het verzoekschrift tot hoger beroep dat, tijdig en regelmatig naar de vorm, op 30 september 2005 werd neergelegd op de griffie van het hof.

Gehoord de raadslieden van de partijen in hun mondelinge uiteenzetting op de openbare terechtzitting van 18 december 2007.

#### Procedurevoorgaanden en voorwerp van het hoger beroep

1. Op 27 november 2003 lieten geïntimeerden appellante dagvaarden voor de eerste rechter.

Zij vorderden de veroordeling van appellante tot het betalen:

### INSITUATIONS ET INTERMEDIARIES FINANCIERS

#### Gestion de fortune et conseiller en placement – Obligation contractuelle d’information – Obligations de résultat – Exécution du mandat – Obligation de moyen – Instructions du client

*Lorsqu’en vertu de la convention de gestion de fortune, le gestionnaire est tenu d’informer spécifiquement le client en cas de perte de valeur du portefeuille en dessous d’un certain seuil, cette obligation est de résultat. Le client est toutefois tenu d’établir le dommage en relation causale avec le manquement allégué.*

*Le gestionnaire de fortune est tenu à une obligation de moyen lorsqu’il gère les avoirs du client. Dans l’appréciation de ses obligations, il faut se replacer dans le contexte historique, économique et financier, en tenant compte des données économiques et financières qui étaient connues à l’époque et en considération des circonstances qu’un gestionnaire de fortune normalement prudent pouvait ou devait raisonnablement prévoir.*

*Le gestionnaire de fortune est tenu d’adapter la politique de gestion aux instructions du client aussi longtemps que la convention de gestion de fortune n’a pas été résiliée.*

– aan geïntimeerde *sub* 1: van de provisionele som van 188.492,96 EUR, meer de som van 51.518,95 EUR ten titel van vergoedende interest, meer de gerechtelijke interest;

– aan geïntimeerden *sub* 2: van de provisionele som van 25.900,70 EUR, meer de som van 7.083,31 EUR ten titel van vergoedende interest, meer de gerechtelijke interest;

– aan geïntimeerden *sub* 3: van de provisionele som van 115.769,30 EUR, meer de som van 31.660,52 EUR ten titel van vergoedende interest, meer de gerechtelijke interest.

Zij vroegen ook dat hen voorbehoud zou worden verleend inzake het verdere verlies dat zou blijken uit de waardering van hun respectieve portefeuilles vanaf 3 oktober 2003.

Ten slotte vorderden zij de veroordeling van appellante in de kosten.

In zeer ondergeschikte orde vroegen zij dat een deskundige-bedrijfsrevisor zou worden aangesteld met als opdracht hun uiteindelijke schade te begroten.

2. Appellante vroeg in hoofdorde dat de dagvaarding nietig zou worden verklaard.

In ondergeschikte orde vroeg zij dat de vordering van geïntimeerde *sub 1* nietig zou worden verklaard en de vordering van geïntimeerden *sub 2* en *3* onontvankelijk.

Zij vroeg minstens dat de vorderingen van geïntimeerden ongegrond zouden worden verklaard.

Ten slotte vorderde zij de veroordeling van geïntimeerden in de kosten.

3. In het bestreden vonnis wordt de eis onontvankelijk en in de volgende mate gegrond verklaard.

Appellante wordt veroordeeld tot het betalen

– aan geïntimeerde *sub 1* van de provisionele som van 99.157 EUR;

– aan geïntimeerden *sub 2* van de provisionele som van 6.197,33 EUR; en

– aan geïntimeerden *sub 3* van de provisionele som van 57.884 EUR.

Alvorens verder recht te doen, stelt de eerste rechter bedrijfsrevisor Luc Ravert aan als gerechtsdeskundige, met als opdracht de door elk van geïntimeerden geleden schade te begroten, en dit vanaf het ogenblik dat zij hun portefeuille en liquiditeiten hebben toevertrouwd aan appellante, en dit tot op het ogenblik van het beëindigen door geïntimeerden van hun samenwerking met appellante. Hierbij moet de deskundige rekening houden met het feit dat appellante een vergoedingsplicht heeft ten aanzien van elk van de geïntimeerden voor al het verlies dat 25% van het aanvankelijk toevertrouwde kapitaal of portefeuille overtreft.

De beslissing over de interest en over de kosten wordt aangehouden.

4. Appellante vraagt dat dit vonnis teniet zou worden gedaan, neemt hetzelfde standpunt in als voor de eerste rechter en vordert de veroordeling van geïntimeerden hoofdelijk, minstens *in solidum* in de kosten van beide aanleggen.

Zij vraagt ook dat geïntimeerden hoofdelijk, minstens *in solidum* zouden worden veroordeeld tot het terugbetalen aan haar van de som van 163.238,33 EUR die zij heeft betaald in uitvoering van de bestreden beslissing, meer de gerechtelijke interest vanaf de datum van betaling, namelijk 10 augustus 2005.

5. Geïntimeerden vragen de bevestiging van het bestreden vonnis, vorderen ook vergoedende en gerechtelijke interest op de door de eerste rechter toegekende sommen, handhaven hun voor de eerste rechter geformuleerde voorbehoud en vorderen de veroordeling van appellante in de kosten.

In ondergeschikte orde vragen zij dat, alvorens recht zou worden gedaan, de persoonlijke verschijning van de heer André Van Moer zou worden bevolen.

## Overzicht van de relevante feiten

6. Op 10 januari 2000 opende geïntimeerde *sub 1* een rekening bij appellante, die een beursvennootschap is (rekeningnummer 265.074).

Op dezelfde dag ondertekenden deze partijen een overeenkomst van beheersmandaat, waarbij geïntimeerde *sub 1* appellante machtigde om in haar naam en voor haar rekening de tegoeden in geld, in roerende of andere waarden te beheeren die op voormelde rekening stonden.

Er werd uitdrukkelijk aangegeven dat dit beheer van het dynamische type zou zijn.

Met het oog op de uitvoering van deze overeenkomst van vermogensbeheer bracht geïntimeerde *sub 1* de portefeuille in die zij aanhield bij de Bank Delen en waarvan de waarde op dat ogenblik 273.357,72 EUR bedroeg.

In de loop van de uitvoering van dit contract evolueerde de waarde van de portefeuille van geïntimeerde *sub 1* als volgt:

- 30 juni 2000:	231.037,20 EUR
- 31 december 2000:	175.373,34 EUR
- 31 december 2001:	138.588,79 EUR
- 31 december 2002:	76.712,22 EUR
- 31 december 2003:	90.532,68 EUR
- 8 november 2004:	89.902,68 EUR.

Op 7 februari 2005 zegde geïntimeerde *sub 1* deze overeenkomst op.

7. Op 29 december 1999 openden geïntimeerden *sub 2* een rekening bij appellante (rekeningnummer 265.068).

Op dezelfde dag ondertekenden deze partijen een overeenkomst van beheersmandaat, waarbij geïntimeerden *sub 2* appellante machtigden om in hun naam en voor hun rekening de tegoeden in geld, in roerende of andere waarden te beheeren die op voormelde rekening stonden.

Er werd uitdrukkelijk aangegeven dat dit beheer van het dynamische type zou zijn.

Met het oog op de uitvoering van deze overeenkomst van vermogensbeheer brachten geïntimeerden *sub 2* liquiditeiten in.

In de loop van de uitvoering van dit contract evolueerde de waarde van de portefeuille van geïntimeerden *sub 2* als volgt:

- 30 juni 2000:	36.120,51 EUR
- 31 december 2000:	14.140,48 EUR
- 31 december 2001:	8.078,25 EUR
- 31 december 2002:	4.046,47 EUR
- 31 december 2003:	5.621,74 EUR
- 8 november 2004:	5.426,84 EUR.

Op 7 februari 2005 zegden geïntimeerden *sub 2* deze overeenkomst op.

8. Op 29 december 1999 openden geïntimeerden *sub 3* een rekening bij appellante (rekeningnummer 265.069). Op 12 januari 2000 openden zij een tweede rekening bij appellante (rekeningnummer 265.076).

Zowel op 29 december 1999 als op 12 januari 2000 ondertekenden deze partijen een overeenkomst van beheersmandaat, waarbij geïntimeerden *sub 3* appellante machtigden om in hun naam en voor hun rekening de tegoeden in geld, in roerende of andere waarden te beheren die op voormelde rekeningen stonden.

Er werd uitdrukkelijk aangegeven dat dit beheer van het dynamische type zou zijn.

Met het oog op de uitvoering van de overeenkomst van vermogensbeheer d.d. 29 december 1999 brachten geïntimeerden *sub 3* liquiditeiten in.

Met het oog op de uitvoering van de overeenkomst van vermogensbeheer d.d. 12 januari 2000 brachten zij de portefeuille in die zij aanhielden bij de Bank Delen en waarvan de waarde op dat ogenblik 168.611,35 EUR bedroeg.

Op 24 februari 2000 ondertekenden geïntimeerden *sub 3* een overeenkomst met appellante met betrekking tot de uitvoering van orders op de optie en/of future markten.

In de loop van de uitvoering van deze contracten evolueerde de waarde van de portefeuilles van geïntimeerden *sub 3* als volgt:

- 30 juni 2000:	respectievelijk 24.883,06 en 142.796,15 EUR
- 31 december 2000:	respectievelijk 13.326,21 en 88.481,52 EUR
- 31 december 2001:	respectievelijk 11.456,29 en 62.895,11 EUR
- 31 december 2002:	respectievelijk 9.804,82 en 41.779,50 EUR
- 31 december 2003:	respectievelijk 11.087,30 en 56.152,96 EUR
- 8 november 2004:	respectievelijk 11.787,81 en 55.066 EUR.

Op 7 februari 2005 zegden geïntimeerden *sub 3* deze overeenkomsten op.

9. Op 15 augustus 2000 stuurde de heer Luc Janssens (één van de geïntimeerden *sub 3*) in eigen naam en voor eigen rekening, maar blijkbaar ook in naam en voor rekening van de overige geïntimeerden (zie *infra*), een brief aan appellante, waarin een grote bezorgdheid werd geuit over de evolutie van de portefeuilles die appellante als een goede huisvader diende te beheren.

Hij liet verder weten:

– dat er gevraagd was om geen hoge risico's aan te gaan en niet te veel in Amerikaanse en zeker niet in "Nasdaq" aandelen te beleggen;

– dat er was vastgesteld dat alle veilige groeiaandelen waren verkocht en waren vervangen door aandelen, waarvan hij het bestaan niet afwist en waarvan hij niet wist waar hij deze kon vinden in de krant;

– dat in verschillende gevallen aandelen werden aangekocht en enkele weken later verkocht met een verwaarloosbare winst, maar met veel kosten (gemiddeld 5.000 BEF kosten per transactie);

– dat voor grote bedragen risicovolle opties waren aangegaan, daar waar vooropgesteld was dat deze dienden om aandelen tegen een daling in te dekken; en

– dat er nooit overzichten en resultaten waren bezorgd van de portefeuilles.

Hij liet tevens weten dat er niet kon worden aanvaard dat er nog enige transactie zou worden uitgevoerd zonder hun toestemming en zeker niet dat er nog aandelen zouden worden gekocht op beurzen als "Nasdaq" en "Easdaq".

Dit schrijven werd niet beantwoord door appellante, die in conclusies toegeeft dat zij haar investeringsbeleid niet heeft aangepast.

10. Door middel van een schrijven d.d. 31 december 2000 deelden geïntimeerden onder meer het volgende mee aan appellante:

– dat zij na één jaar konden vaststellen dat zij buiten hun wil miljoenen hadden verloren aan aandelen die konden worden omschreven als "zeepbellen en luchtballons";

– dat zij reeds in januari de aandacht van de heer Van Marcke hadden gevestigd op het feit dat zij niet veel heil zagen in Amerikaanse aandelen, aangezien deze beurs reeds jaren een sterke prestatie had neergezet en duidelijk oververhit was en er renteverhogingen gingen volgen;

– dat zij nu vaststelden dat ongeveer 80% van de aankopen waren gebeurd op Amerikaanse aandelen en in het bijzonder op "Nasdaq", dat hiervoor steeds kosten waren aangerekend die ver boven het marktgemiddelde lagen en dat, om deze aankopen te doen, sterke aandelen uit hun portefeuilles waren verkocht;

– dat verscheidene aandelen in hun portefeuille waardeloos waren en dat er ook aandelen waren aangekocht zonder hun toestemming en niettegenstaande het door hen opgelegde verbod;

– dat zij zich vragen stelden omtrent de bekwaamheid van de heer Van Marcke en niet wensten dat deze persoon nog toegang zou hebben tot hun portefeuilles; en

– dat zij begrip konden opbrengen voor het feit dat het een moeilijk beursjaar was geweest, maar het toch onverantwoord vonden dat er was belegd op die beurs waar de grootste klappen vielen en dan nog juist in die sectoren die totaal de mist ingingen.

Zij drongen dan ook aan op een gesprek met de heer André Van Moer.

11. Deze brief werd evenmin beantwoord door appellante, maar in het begin van het jaar 2001 vond een vergadering plaats.

Tijdens deze vergadering zou appellante hebben gewezen op de beursituatie die volgens haar de in 2000 geleden verliezen heeft veroorzaakt.

12. Op 6 januari 2002 schreven geïntimeerden appellante opnieuw aan.

Zij wezen op de beloftes die door de heer Van Moer zouden zijn gedaan en op de in 2001 toegenomen verliezen.

Zij klaagden over aankopen van aandelen die aan te hoge koers waren gekocht en/of waardeloos waren geworden en over de aangerekende makelaarslonen en commissielonen.

Zij eisten dan ook dat de portefeuilles tegen eind 2002 terug op hun beginwaarde zouden staan.

Tot slot lieten zij weten dat, indien zij vóór 1 maart 2002 geen positieve bewegingen zouden waarnemen in hun portefeuilles, zij contact zouden opnemen met de media, met de Bankcommissie en met andere bevoegde instanties.

Op 25 januari 2002 stuurden geïntimeerden een herinneringsschrijven.

Beide brieven bleven onbeantwoord en appellante geeft aan dat zij een dynamisch beheer bleef voeren in het toen heersende negatieve beursklimaat, en dit in afwachting van betere tijden.

Zij zou, om commerciële redenen, vanaf begin januari 2002 ook geen beheerskosten meer hebben aangerekend, hetgeen volgens haar verklaart waarom de evaluaties van de portefeuilles van geïntimeerden vanaf 2002 de vermelding dragen dat het beheersmandaat is opgeheven.

13. Op 27 februari en 14 oktober 2002 richtte Luc Janssens een schrijven tot de ombudsman voor de financiële sector, waarin hij een overzicht gaf van de grieven van geïntimeerden ten aanzien van appellante.

Op 5 maart 2003 deelde de ombudsman het advies mee van het ombudscollege d.d. 4 maart 2003.

De algemene conclusie luidde als volgt:

*“(appellante) is tekort gekomen aan haar aanvankelijke verplichting om zich op passende wijze te vergewissen nopens het beleggingsprofiel van haar cliënten.*

*Vervolgens heeft ze geen gevolg gegeven aan een nadrukkelijke vraag van (geïntimeerden) om het toegepaste beleggingstype te verlaten.*

*Ten slotte heeft ze evenmin artikel 7 van de overeenkomst nageleefd, dat haar noopte tot een specifieke waarschuwing wanneer een waardevermindering van 25% van de aanvangswaarde werd geleden.*

*Het geheel van deze tekortkomingen heeft (geïntimeerden) schade veroorzaakt.*

*De omvang van die schade kan naar billijkheid als volgt worden bepaald.*

*In de beschouwde periode (2000-2001) heeft vrijwel iedere belegging in financiële instrumenten met een zeker risicogehalte verlies opgeleverd.*

*Aangezien (geïntimeerden) hebben geopteerd voor discretionair vermogensbeheer lijdt het geen twijfel dat ze bereid waren risico's te lopen.*

*Conventioneel gold evenwel een waarschuwingsdrempel bij 25% verlies en gelet op de houding die (geïntimeerden) in briefwisseling hebben aangenomen moet worden aangenomen dat zij het verlies tot dat niveau zouden beperkt hebben.*

*Het college is dan ook van oordeel dat (appellante) vergoedingsplicht treft voor al het verlies dat de 25% overtreft van de aanvankelijke waarde van het toevertrouwd vermogen (...).”*

14. Bij aangetekend schrijven d.d. 4 april 2003 vroeg Luc Janssens in naam van alle geïntimeerden aan appellante dat zij de vergoedingen zou betalen conform het advies van het ombudscollege en op 16 april 2003 stuurde hij een rappel.

Appellante antwoordde op 22 april 2003 dat zij hierop niet zou ingaan, aangezien zij niet aansprakelijk kon worden geacht voor de verliezen die het gevolg waren van het negatieve beursklimaat.

Op 27 november 2003 gingen geïntimeerden over tot dagvaarding en op 7 februari 2005 zegden zij hun respectieve overeenkomsten van vermogensbeheer op en verzochten zij dat appellante zou overgaan tot de liquidatie van hun respectieve portefeuilles.

### Bespreking

15. Appellante werpt de nietigheid op van de dagvaarding of van de vordering van geïntimeerde *sub 1* en minstens de onontvankelijkheid van de vorderingen van geïntimeerden *sub 2* en *3*.

Volgens haar was er immers geen sprake van enige samenhang tussen de oorspronkelijke vorderingen van geïntimeerde *sub 1*, geïntimeerden *sub 2* en geïntimeerden *sub 3*, zodat deze vorderingen onterecht in één inleidende akte werden samengevoegd.

De vordering van geïntimeerde *sub 1* zou bovendien artikel 702, 3° van het Gerechtelijk Wetboek schenden, aangezien zij zich in de dagvaarding ten onrechte zou hebben beroepen op een overeenkomst van vermogensbeheer van 29 december 1999 tussen haar en appellante, terwijl dit contract niet bestaat.

16. Dit verweer kan niet worden beaamd om de volgende redenen en moet bijgevolg worden verworpen.

Artikel 701 Ger.W. bepaalt dat verscheidene vorderingen tussen twee of meer partijen, indien zij samenhangend zijn, bij eenzelfde akte kunnen worden ingesteld.

Krachtens artikel 30 Ger.W. kunnen rechtsvorderingen als samenhangende zaken worden behandeld, wanneer zij onderling zo nauw betrokken zijn dat het wenselijk is ze samen te behandelen en te berechten, teneinde oplossingen te vermijden die onverenigbaar kunnen zijn wanneer de zaken afzonderlijk worden berecht.

De samenhang wordt vrij beoordeeld door de rechter, ongeacht het voorwerp of de oorzaak waarop de rechtsvorderingen betrekking hebben, of de identiteit van de gedingvoerende partijen.

Vooreerst zijn alle geïntimeerden leden van een zelfde familie. Geïntimeerden *sub 2* zijn de schoonzoon en de dochter van geïntimeerde *sub 1* en geïntimeerden *sub 3* zijn haar zoon en schoondochter.

Zelfs indien niet alle overeenkomsten van vermogensbeheer op dezelfde datum werden ondertekend, zijn zij gesloten naar aanleiding van een vergadering bij geïntimeerde *sub 1* thuis, waarop alle geïntimeerden en de heer Van Marcke, aangestelde van appellante, aanwezig waren. Er wordt niet betwist dat alle geïntimeerden via deze heer Van Marcke in contact zijn gekomen met appellante, met het oog op dit vermogensbeheer.

Verder hebben alle contracten en bijlagen een identieke inhoud, zijn de belangen en de meeste grieven van elk van de geïntimeerden identiek en hebben zij hun instructies en deze grieven geformuleerd in dezelfde brieven.

Ten slotte steunen alle geïntimeerden hun vordering op een wanprestatie van appellante in het gevoerde vermogensbeheer en vorderen zij schadevergoeding.

Het hof oordeelt dan ook dat de door artikel 701 Ger.W. vereiste samenhang voorhanden was op het ogenblik van de dagvaarding.

De omstandigheid dat de aanvangspositie van de geïntimeerden verschillend was, dat sommigen onder hen reeds een portefeuille hadden, dat aparte overeenkomsten werden gesloten, dat een apart beheer zou zijn gevoerd en dat geïntimeerden verschillende bedragen vorderen, staat aan de vorige overwegingen niet in de weg.

Wat geïntimeerde *sub 1* betreft, werd het voorschrift van artikel 702, 3° Ger.W. niet miskend.

Voor haar werden het onderwerp van de vordering vermeld en werden voldoende feitelijke gegevens aangebracht ter grondslag van haar eis – de contractuele wanprestatie van appellante in het beheer van de haar toevertrouwde portefeuille en het niet naleven van de gegeven instructies en van artikel 36 van de wet van 6 april 1995, waardoor geïntimeerde *sub 1* schade heeft geleden – om appellante toe te laten deze te begrijpen en haar verweer te voeren en om de rechter toe te laten, onder de eerbiediging van de rechten van verdediging, de rechtsregels toe te passen op grond waarvan hij op de vordering zou ingaan of deze zou afwijzen, zonder het voorwerp noch de oorzaak ervan te wijzigen.

Dat voor de door haar met appellante gesloten beheersovereenkomst een verkeerde datum werd opgegeven doet hieraan geen afbreuk.

17. Appellante werpt terecht op dat zij krachtens alle met geïntimeerden gesloten overeenkomsten van beheer een dynamisch beheer diende te voeren en dat geïntimeerden hebben aanvaard om risico's te lopen.

In artikel 3 van deze contracten was het volgende bedongen:

*“Voor het portefeuillebeheer machtigt de lastgever de mandataris om uit eigen beweging alle verrichtingen uit te voeren die deze geschikt acht, op alle markten of buiten de markt, en m.b.t. alle beleggingsinstrumenten. De aard van de beleggingsinstrumenten en de eraan verbonden risico's worden vermeld in bijlage 3 (beheerstype).”*

Artikel 7 bepaalt vervolgens:

*“De lastgever kent en aanvaardt de wisselvallige aard van de verrichtingen en meer bepaald van de termijn en voorwaardelijke verrichtingen, evenals de grootte van de risico's die eruit voortvloeien. De mandataris verbindt er zich toe alle geschikte middelen te gebruiken voor het goede beheer van de portefeuille onder zijn mandaat, conform de doelstelling van artikel 2. De resultaten maken geen verplichting uit. De lastgever zal verwittigd worden van elke waardevermindering van zijn portefeuille indien die 25% van de aanvangswaarde zou bereiken.”*

In bijlage 3 bij deze contracten werd bevestigd dat het om een dynamisch beheer ging en werd uitdrukkelijk het volgende bepaald:

*“Dit soort beheer bevat risico's. Hij is gericht op de prestatie en maakt meer gebruik van de technische mogelijkheden van de financiële markten.”*

18. Krachtens de door haar aangegane overeenkomst van vermogensbeheer was appellante gehouden tot de resultaatsverbintenis om geïntimeerde te waarschuwen indien er zich een waardevermindering van hun portefeuille zou voordoen die 25% van de aanvangswaarde zou bereiken.

Voor het overige was zij in beginsel slechts gehouden tot een inspanningsverbintenis.

Zij verbond er zich toe haar best te doen en alle geschikte middelen te gebruiken voor het goede beheer van de portefeuille. Appellante diende zich met andere woorden met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding, loyaal en billijk in te zetten om de belangen van geïntimeerden optimaal te behartigen, zoals voorgeschreven door artikel 36 § 1 van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en de beleggingsadviseurs.

Zij garandeerde echter niet dat er gunstige resultaten zouden worden bereikt. Deze zouden immers beïnvloed worden door omstandigheden onafhankelijk van haar wil, zoals het beursklimaat.

Geïntimeerden roepen ter zake dan onterecht in dat appellante als bewaarnemer gehouden was tot een resultaatsverbintenis.

Aangezien geïntimeerden als eisers de bewijslast dragen, moeten zij bijgevolg aantonen dat appellante niet heeft gehandeld zoals een normaal voorzichtige, zorgvuldige, bedachtzame, nauwgezette en redelijke professionele vermogensbeheerder het zou hebben gedaan in dezelfde concrete omstandigheden.

Bij deze beoordeling moet men zich plaatsen in dezelfde historische, economische en financiële context en kan men enkel rekening houden met de economische en financiële gegevens die toen gekend waren en met de omstandigheden die een normaal zorgvuldige professionele vermogensbeheerder toen redelijkerwijze kon en moest voorzien.

De omstandigheid dat geïntimeerden verliezen hebben geleden bewijst op zich dan ook niet dat appellante foutief zou hebben gehandeld in het kader van het beheer van hun vermogen.

Er moet immers worden nagegaan of er professioneel onzorgvuldig werd gehandeld.

Het vermogensbeheer kan ten slotte ook inhouden dat de beheerder de portefeuille opvolgt, de evolutie van de beurs nauwlettend in het oog houdt en beslist om niet meteen aandelen te kopen en/of te verkopen.

Een zorgvuldig beheer kan derhalve ook bestaan in de opvolging en het bewust tijdelijk niets ondernemen.

19. Geïntimeerden werpen op dat appellante artikel 36 § 1, 4° van voormelde wet van 6 april 1995 niet heeft nageleefd.

Deze wetsbepaling legt de verplichting op om op passende wijze alle dienstige informatie in te winnen betreffende de financiële positie van de cliënten, hun ervaring met beleggingen en hun beleggingsobjectieven die redelijkerwijze relevant zijn om hun verplichtingen ten aanzien van hun

cliënten in verband met de gevraagde diensten optimaal te behartigen.

Het bewijs van deze tekortkoming moet worden geleverd door geïntimeerden.

Het hof stelt vast dat in elk van de contracten van vermogensbeheer uitdrukkelijk wordt vermeld dat zij werden opgesteld, nadat appellante met haar cliënt *“een samenspraak heeft gehouden over de volgende punten: de samenstelling van de portefeuille waarvan het beheer haar wordt toevertrouwd, de algemene beleggingspolitiek die de firma zal volgen m.b.t. de portefeuille, de eventuele wensen van de cliënt aangaande het beheer, de beleggingsdoeleinden en de opbrengsten, evenals de ervaring van de cliënt op het stuk van investeringen.”*

In artikel 7 werd bovendien aangegeven dat de klant de wisselvallige aard van de verrichtingen en meer bepaald van de termijn en voorwaardelijke verrichtingen, evenals de grootte van de risico's die eruit voortvloeien, kent en aanvaardt.

Mede gelet op deze uitdrukkelijke bedingen wordt enige schending van de in artikel 36 § 1, 4° van voormelde wet opgelegde verplichting concreet niet bewezen door geïntimeerden, zelfs indien geen documenten voorliggen inzake de ingewonnen informatie.

De eerste rechter heeft dan ook ten onrechte beslist dat appellante heeft nagelaten zich te informeren omtrent het beleggingsprofiel van geïntimeerden.

Zelfs indien appellante er contractueel toe gehouden was een beheersmethode uit te werken en te volgen, houdt dit ten slotte niet in dat zij deze methode diende voor te stellen en toe te lichten. Gelet op het discretionaire karakter van het beheer diende zij evenmin elke transactie te verantwoorden.

20. Geïntimeerden verwijten aan appellante een gebrek aan transparantie.

Hierover overweegt het hof het volgende.

Krachtens artikel 4 van de overeenkomst van vermogensbeheer werd de volgende informatieplichting opgelegd aan appellante:

*“Naast de berichten over de uitgevoerde verrichtingen en de standen van de geldrekening die onmiddellijk aan de lastgever worden overgemaakt en de nuttige informatie die door (appellante) bij elke gelegenheid wordt overgemaakt, zal deze laatste ten minste op het einde van elk halfjaar aan de lastgever een verslag overleggen aangaande:*

- a) De laatst vastgestelde waarde van de beleggingsinstrumenten met aanduiding van de evaluatiemethode (beurskoers voor de genoteerde roerende waarden).*
- b) De schatting van de prorata-interessen.*
- c) Het bedrag van liquiditeiten (geldtegoeden).*
- d) Een overzicht van risicospreiding.*
- e) De berekening van de beheerscommissie.*

*In de tussentijd kan de lastgever, op zijn vraag, alle informatie verkrijgen over de stand van zijn rekening.”*

Geïntimeerden ontkennen niet dat zij deze halfjaarlijkse rapporten en een borderel met alle uitgevoerde verrichtingen hebben ontvangen. Uit de stukken van hun dossier blijkt ook dat zij daarnaast nog bijkomende rapporten hebben ontvangen.

De inhoud van de brieven die door hen of in hun naam werden gericht tot appellante bewijst bovendien dat zij wel degelijk kennis hadden van de door appellante uitgevoerde transacties en derhalve van de wijze waarop het beheer werd gevoerd.

In die omstandigheden tonen geïntimeerden niet aan welke schade zij zouden hebben geleden ingevolge het feit dat de hen meegedeelde borderellen niet genummerd waren en niet vermeldden op welke beurs de effecten werden gekocht en ingevolge het niet beantwoorden van bepaalde vragen om informatie.

21. Krachtens artikel 7 van de overeenkomsten van vermogensbeheer diende appellante geïntimeerden te verwittigen op het ogenblik dat de waarde van hun portefeuille met 25% was gedaald ten opzichte van de beginwaarde.

Dit was een uitdrukkelijke resultaatsverbintenis en appellante erkent dat zij deze niet heeft nageleefd.

Zij werpt in dat verband ten onrechte op dat geïntimeerden aan de hand van de hen toegestuurde halfjaarlijkse en bijkomende rapporten hadden kunnen nagaan dat de waarde van de portefeuille met 25% was gedaald. Dit staat er immers niet aan in de weg dat appellante uitdrukkelijk de aandacht van geïntimeerden had moeten vestigen op dit verlies van 25%, en dit op het ogenblik dat het zich manifesteerde.

Deze contractuele tekortkoming heeft echter niet tot gevolg dat appellante ertoe gehouden is om zonder meer alle verlies dat deze 25% te boven gaat, te vergoeden.

Geïntimeerden moeten immers het bewijs leveren van de door hen geleden schade die in oorzakelijk verband staat met voormelde tekortkoming.

Aan de hand van de stukken stelt het hof vast dat dit verlies van 25% zich heeft voltrokken tussen 30 juni en 31 december 2000.

De inhoud van de brieven van de heer Luc Janssens d.d. 15 augustus en 31 december 2000 toont aan dat geïntimeerden zich wel degelijk rekenschap gaven van deze daling van hun portefeuille, klachten hebben geformuleerd en instructies hebben gegeven met betrekking tot het toekomstige beheer (zie *infra*). Zij hebben vervolgens een onderhoud gehad met appellante en hebben geen einde gesteld aan de overeenkomsten van vermogensbeheer.

Er worden geen elementen aangereikt die toelaten te besluiten dat zij op een andere manier zouden hebben gereageerd,

indien appellante op uitdrukkelijke wijze hun aandacht had gevestigd op de daling van hun portefeuille met 25%.

Geïntimeerden leveren met andere woorden niet het bewijs van een specifieke schade die in oorzakelijk verband zou staan met deze contractuele tekortkoming in hoofde van appellante.

22. In het licht van het dynamische en discretionaire karakter van het aan appellante toevertrouwde vermogensbeheer tonen geïntimeerden niet aan dat er bij het begin van de uitvoering van dit beheer was gevraagd om geen grote risico's te nemen, enkel in aandelen en obligaties te beleggen en niet teveel in Amerikaanse en zeker niet in "Nasdaq" aandelen.

Krachtens artikel 3 van de contracten mocht appellante immers alle verrichtingen uitvoeren die zij geschikt achtte, op alle markten of buiten de markt, en met betrekking tot alle beleggingsinstrumenten.

Geïntimeerden bewijzen evenmin dat appellante niet mocht beleggen in opties. Geïntimeerden *sub* 3 hadden trouwens op 24 februari 2000 een overeenkomst gesloten met appellante betreffende de uitvoering van orders op de optie en/of future markten.

Aangezien geïntimeerden *sub* 1 en 3 de portefeuille bij de Bank Delen hadden verlaten voor een dynamischer beheer, werpen deze geïntimeerden dan ook ten onrechte op dat, indien die oorspronkelijke portefeuille in ongewijzigde samenstelling was gehandhaafd, het verlies slechts 50% zou hebben bedragen.

Wat de periode tot 15 augustus 2000 betreft, tonen geïntimeerden verder niet aan dat appellante transacties heeft uitgevoerd, waarvan zij wist of diende te weten dat zij tot verliezen aanleiding zouden geven. De omstandigheid dat zij inderdaad tot verliezen of tot verwaarloosbare winsten hebben geleid, toont op zich niet aan dat appellante foutief heeft gehandeld. Een tekortkoming in hoofde van appellante kan evenmin worden afgeleid door enkel te verwijzen naar algemene – en derhalve niet representatieve – resultaten die door andere banken (Delen en De Maertelaere) zouden zijn behaald.

Verder ontkennen geïntimeerden niet dat zij borderellen hebben ontvangen in verband met de door appellante uitgevoerde transacties. Zij tonen niet aan dat zij vóór 15 augustus 2000 enige klacht hebben geformuleerd in verband met de aard, de hoeveelheid en de kosten van deze transacties. Zij tonen evenmin aan dat deze kosten ongerechtvaardigd en/of overdreven waren.

23. Door middel van een schrijven van 15 augustus 2000 heeft de heer Luc Janssens echter uitdrukkelijk meegedeeld dat geïntimeerden niet konden aanvaarden dat er nog transacties zouden worden uitgevoerd zonder hun toestemming en zeker niet dat er nog aandelen zouden worden gekocht op beurzen als "Nasdaq" en "Easdaq".

Het staat vast dat deze brief werd geschreven in naam en voor rekening van alle geïntimeerden.

Dit blijkt vooreerst uit de omstandigheden waarin de contracten werden gesloten en die beschreven zijn in randnummer 16.

Het wordt vervolgens aangetoond door de gebruikte bewoordingen, zoals *“bij ons een grote bezorgdheid”*, *“de evolutie van onze portefeuilles”* en *“daar de grootste portefeuille deze van mijn moeder is”*.

Zelfs indien appellante in de gegeven omstandigheden redenen zou hebben gehad om te twijfelen aan het feit dat deze instructies golden voor alle geïntimeerden, had zij zich in ieder geval hieromtrent moeten informeren.

De omstandigheid dat appellante gelast was met een dynamisch en discretionair beheer van het vermogen van geïntimeerden en uit eigen beweging alle transacties mocht uitvoeren die zij geschikt achtte, staat er niet aan in de weg dat zij ertoe gehouden was de door geïntimeerden gegeven instructies na te leven en het tot dat ogenblik toegepaste beleggingstype te verlaten.

Zij werpt dan ook ten onrechte op dat zij haar beheersbeleid niet diende aan te passen, zolang de overeenkomst van vermogensbeheer niet werd opgezegd.

Verder toont appellante niet aan dat geïntimeerden nadien hebben laten weten dat er opnieuw op een meer dynamische wijze moest worden beheerd.

24. Geïntimeerden stellen dat, ondanks de in het schrijven van 15 augustus 2000 gegeven instructies, appellante nadien, zonder hun toestemming, nog aandelen heeft gekocht en met dit doel andere aandelen heeft verkocht met verlies.

In hun stukken en conclusie verwijzen zij onder meer naar de volgende transacties:

– aandelen Sycamore Networks: gekocht in oktober 2000 voor 7.407,39 USD en nadien verkocht voor 635,05 USD;

– aandelen VMS Keytrade (gelieerd met appellante): gekocht in juni 2001 met de opbrengst van met verlies verkochte aandelen; volgens appellante is de waarde van deze aandelen nadien gezakt, maar daarna opnieuw gestegen tot hetzelfde niveau als op het ogenblik van de aankoop;

– andere “Nasdaq” aandelen die op dezelfde dag werden gekocht en verkocht (“daytrading”); volgens appellante werden deze uitgevoerd op verzoek van geïntimeerden, heeft zij hiervoor geen commissielonen aangerekend en waren deze operaties winstgevend; dit laatste illustreert zij aan de hand van een aantal voorbeelden;

– de aankoop van VMS Luxinter New Easdaq Fund (eigen fonds van appellante) op 3 mei 2001 voor de prijs van 8.764,78 EUR, verkocht op 15 december 2004 voor de prijs van 2.894,95 EUR;

– de aankoop van Liberty New Tiger Fund op 3 mei 2001 voor de prijs van 8.574,57 EUR, verkocht op 3 oktober 2003 voor de prijs van 4.793,22 USD.

Appellante werpt ten onrechte op dat geïntimeerden deze operaties hebben aanvaard door niet tijdig te protesteren na ontvangst van de documenten waaruit deze verrichtingen bleken.

Er waren immers precieze instructies vanwege geïntimeerden en deze maken voldoende aannemelijk dat de borderellen hen geen informatie verstrekten over de beurs waarop de aandelen werden aangekocht.

Bovendien konden zij op dat ogenblik niet inschatten welke de gevolgen van deze transacties zouden zijn.

In die omstandigheden kan uit het gebrek aan betwisting van de borderellen niet met voldoende zekerheid worden afgeleid dat zij deze transacties hebben aanvaard met kennis van zaken.

Overigens blijkt uit de gevoerde briefwisseling dat geïntimeerden wel degelijk hebben geprotesteerd.

De uitvoering van deze transacties maken dan ook een contractuele tekortkoming uit in hoofde van appellante.

25. Het hof beschikt niet over de vereiste informatie om de hierdoor veroorzaakte schade te begroten.

Deze schade kan niet zomaar worden bepaald op het verlies van de portefeuille dat 25% overschrijdt.

Het hof oordeelt dan ook dat de opdracht van de door de eerste rechter aangestelde gerechtsdeskundige moet worden aangepast, in die zin dat hij moet nagaan welke schade geïntimeerden hebben geleden ingevolge de uitvoering door appellante van transacties na 15 augustus 2000, waarvoor zij geen toestemming hebben gegeven.

Bij deze begroting moet de gerechtsdeskundige rekening houden met de financiële situatie waarin geïntimeerden zich zouden hebben bevonden, indien deze operaties niet hadden plaatsgevonden, en derhalve met de toen bestaande beursituatie.

26. Geïntimeerden verwijten eveneens aan appellante dat deze gedurende een bepaalde periode niets meer heeft gedaan.

Zoals hierboven werd overwogen, maakt het niet aankopen en/of verkopen van aandelen op zich echter geen fout uit. Een zorgvuldig beheer kan immers ook bestaan in het bewust tijdelijk niets ondernemen.

Krachtens de met geïntimeerden gesloten overeenkomst was appellante overigens gemachtigd om uit eigen beweging alle verrichtingen uit te voeren die zij geschikt achtte, hetgeen haar toeliet om de opportuniteit hiervan te beoordelen.



27. In de gegeven omstandigheden en bij gebrek aan concrete elementen ter zake, kan er nog geen provisionele veroordeling worden uitgesproken ten laste van appellante.

Bijgevolg dient het bestreden vonnis teniet te worden gedaan, in zoverre de eerste rechter appellante heeft veroordeeld tot het betalen van provisionele bedragen aan geïntimeerden.

Huidig arrest maakt dan ook de titel uit die appellante toelaat de terugbetaling te vorderen van de bedragen die zij krachtens deze veroordeling heeft betaald aan geïntimeerden.

Op deze bedragen is vergoedende interest verschuldigd aan de wettelijke rentevoet vanaf de datum waarop zij door appellante werden betaald, tot de datum van de terugbetaling.

28. Het hof acht het niet dienstig de persoonlijke verschijning van de heer André Van Moer, voorzitter van de raad van bestuur van appellante, te bevelen.

Aangezien appellante ontkent dat deze persoon enige belofte heeft geformuleerd om de door geïntimeerden verliezen te vergoeden en/of het bestaan van fouten heeft erkend en er geen bijkomende elementen worden aangereikt die zouden toelaten de waarheidsgetrouwheid van deze bewering van appellante in twijfel te trekken, is er geen enkele reden om te verwachten dat André Van Moer een andersluidende verklaring zou afleggen voor het hof.

29. Gelet op bevestiging van de door de eerste rechter bevoelen onderzoeksmaatregel, dient de zaak opnieuw te worden verwezen naar de eerste rechter.

30. Gelet op hetgeen door het hof wordt beslist, past het elk van beide partijen te veroordelen in de helft van de kosten van rolrecht voor het hof, vastgesteld op 186 EUR in hoofde van appellante, en de rechtsplegingsvergoedingen van de procedure in hoger beroep te compenseren.

Om deze redenen:

Het hof, rechtdoende na tegenspraak,

Gelet op artikel 24 van de wet van 15 juni 1935 op het taalgebruik in gerechtszaken;

Verklaart het hoger beroep ontvankelijk en in de volgende mate gegrond.

Bevestigt het bestreden vonnis, in zoverre het de eis van geïntimeerden ontvankelijk heeft verklaard, gerechtsdeskundige Ravert heeft aangesteld en de beslissing over de kosten heeft aangehouden.

Wijzigt de opdracht van gerechtsdeskundige als volgt:

– nagaan welke schade geïntimeerden hebben geleden ingevolge de uitvoering door appellante van transacties na 15 augustus 2000, waarvoor zij geen toestemming hebben gegeven, hierbij rekening houdend met de financiële situatie waarin geïntimeerden zich zouden hebben bevonden, indien deze operaties niet hadden plaatsgevonden, en derhalve met de toen bestaande beursituatie.

Doet het bestreden vonnis teniet, in zoverre de eerste rechter appellante heeft veroordeeld tot het betalen van provisionele bedragen aan geïntimeerden.

Zegt voor recht dat huidig arrest de titel uitmaakt die appellante toelaat de terugbetaling te vorderen van de bedragen die zij krachtens deze veroordeling heeft betaald aan geïntimeerden.

Zegt voor recht dat op deze bedragen vergoedende interest verschuldigd is aan de wettelijke rentevoet vanaf de datum waarop zij door appellante werden betaald, tot de datum van de terugbetaling.

Verwijst de zaak opnieuw naar de eerste rechter.

Veroordeelt elk van beide partijen in de helft van de kosten van rolrecht voor het hof, vastgesteld op 186 EUR in hoofde van appellante, en compenseert de rechtsplegingsvergoedingen in hoger beroep.

(...)

## Observations

### *Le gestionnaire de portefeuille est-il tenu de suivre les instructions du client?*

1. Le litige qui a amené la cour d'appel à se prononcer dans l'arrêt reproduit ci-dessus met en cause des épargnants qui avaient confié la gestion de leurs avoirs boursiers à une société de bourse pratiquant la gestion de fortune. Ils avaient opté pour une gestion dynamique, qui impliquait d'investir en actions.

Constatant la dégradation importante de la valeur de leur portefeuille, les clients avaient fait part de leur mécontentement quant à la gestion pratiquée et avaient demandé de ne plus prendre de risques importants, en s'abstenant notam-

ment d'investir dans des actions de sociétés américaines et, en particulier, des actions cotées sur les marchés Nasdaq ou Easdaq sans avoir obtenu au préalable leur autorisation.

Le gestionnaire de fortune n'avait toutefois pas tenu compte de ces directives et n'avait pas adapté la gestion des avoirs des clients. Il avait, au contraire, poursuivi l'achat d'actions de sociétés cotées sur le marché américain et, en particulier, d'actions cotées sur le Nasdaq. Les clients ont réitéré leurs griefs par écrit, en comparant les actions acquises à des 'zeepbellen en luchtballons'.

Les clients reprochaient également au gestionnaire d'avoir violé une clause contractuelle de la convention de gestion qui l'obligeait à attirer leur attention, de manière spécifique, en cas de perte de plus de 25% de la valeur des portefeuilles. Sur ce point, la cour considère que les plaignants n'établissent pas le dommage subi en relation causale avec l'absence d'information spécifique à ce sujet.

L'intérêt de cet arrêt réside dans la portée à donner aux instructions qu'un client peut être amené à donner au gestionnaire de fortune<sup>129</sup> au cours de l'exécution du contrat.

2. La gestion de fortune implique que le gérant puisse accomplir, de sa propre initiative, dans les limites du mandat confié, des actes de disposition et d'administration sans solliciter d'autorisation préalable de la part du client.

Dans sa version initiale, la loi du 6 avril 1995 relative notamment aux intermédiaires et conseillers en placement, applicable au litige soumis à la cour d'appel, avait en effet défini la gestion de fortune comme étant *"la gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs instruments financiers"* (art. 46, 1<sup>o</sup>, al. 3). La formulation a été quelque peu modifiée lors de la transposition de la directive MiFID mais la définition du contrat est, du reste, identique<sup>130</sup>.

Le contrat de gestion de portefeuille peut cependant prévoir que certaines opérations ne peuvent être passées sans avoir obtenu au préalable l'autorisation du client, ce qui se rencontre d'ailleurs assez fréquemment en pratique pour certaines opérations (exemple: achat d'options, placements à terme,...)<sup>131</sup>.

La CBFA, dans sa circulaire du 14 août 1992, avait d'ailleurs précisé à ce sujet que *"La gestion de fortune peut être entièrement ou partiellement discrétionnaire (...). Si toutefois chaque opération requiert l'autorisation expresse et préalable du client et qu'aucun acte de disposition ne peut être posé sur initiative propre, il ne s'agit pas de gestion de fortune au sens de la loi, mais de conseil en placements."*<sup>132</sup>.

3. Le gestionnaire est-il tenu de suivre les éventuelles instructions que le client serait amené à lui transmettre dans le cadre de l'exécution du contrat?

La Cour de cassation française a été amenée à se prononcer sur cette question, dans un arrêt du 12 juillet 1971, à la suite d'un pourvoi introduit à l'encontre d'un arrêt qui avait considéré que le gestionnaire de portefeuille à qui un mandat discrétionnaire est confié n'était pas tenu de suivre les éventuelles instructions du client. En l'espèce, le client avait émis le souhait que le gestionnaire de son portefeuille acquiert des valeurs américaines et allemandes, ce qu'il n'avait pas fait. Or, si cette demande avait été exécutée, le client aurait pu, par la suite, dégager d'importantes plus-values. Il entendait mettre en cause la responsabilité de la banque. Les juges du fond l'avait débouté de sa demande d'indemnisation. Le pourvoi introduit a été rejeté par la chambre commerciale de la Cour de cassation en retenant la motivation suivante: *"... les juges du fond ont relevé que, selon les conventions des parties, X... avait conféré à la banque toute liberté pour gérer son portefeuille ainsi qu'elle aviserait et que celle-ci n'était pas tenue de suivre ses indications sur l'acquisition de valeurs américaines et allemandes; que les choix de la banque s'appuyaient sur un raisonnement logique et que si ses prévisions ont été partiellement infirmées, elle n'avait pas garanti que les plus-values recherchées seraient nécessairement obtenues"*<sup>133</sup>.

La doctrine luxembourgeoise considère également que, dans l'hypothèse où le banquier gère de manière discrétionnaire le portefeuille de son client, il a toute liberté de décider seul des investissements et de la stratégie à suivre. Il est autorisé à exécuter les indications et suggestions du client, sans cependant y être obligé<sup>134</sup>.

Le tribunal d'arrondissement de Luxembourg, dans une décision du 14 juillet 2004, citant l'arrêt précité de la Cour de cassation française du 12 juillet 1972, a également estimé que la faculté réservée au client, lors de la conclusion du contrat de gestion, de donner des instructions au mandataire, laisse à ce dernier un pouvoir d'appréciation quant aux suites à donner aux interventions du client<sup>135</sup>.

Dans le droit fil de cette opinion, la cour d'appel de Luxembourg a décidé que: *"Le gérant n'engage en principe pas sa responsabilité s'il refuse de suivre les instructions du client concernant l'achat de valeurs déterminées. Son mandat repose sur la liberté du gérant, ce qui implique que le client n'a pas à s'immiscer, tout au moins si le mandat ne comporte pas de disposition contraire."*<sup>136</sup>.

<sup>129</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, date d'entrée en vigueur des dispositions de la directive MiFID, on parle de 'gestion de portefeuille'.

<sup>130</sup> L'art. 46, al. 1, 8<sup>o</sup> définit la 'gestion de portefeuille' comme étant *"la gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par un client"*.

<sup>131</sup> B. FERON et N. DE CROMBRUGGHE, "La responsabilité du gestionnaire de fortune – Etat de la question au regard du droit belge, du droit français et du droit luxembourgeois", *Actualités en droit des affaires*, juin 2003, Vanham & Vanham, pp. 261 à 310.

<sup>132</sup> Circ. BA/1/92 du 14 août 1992 relative à la gestion de fortune et au conseil en placements, art. 1.1.2., abrogée à la date du 1<sup>er</sup> novembre 2007 par la circulaire PPB-2007-8-CPB du 20 juin 2007.

<sup>133</sup> Cass. fr. 12 juillet 1971, *Dalloz* 1972, *Jur.*, p. 153 et note C. GALVADA.

<sup>134</sup> A. SCHMIDT et E. OMES, "Les responsabilités du banquier en droit bancaire privé luxembourgeois", *Dossiers JT*, Larquier, 2006, p. 179, n<sup>o</sup> 409 et les décisions citées; *contra*, en ce qui concerne le droit suisse, A. VON PLANTA, "Les règles professionnelles liant le gérant de fortune notamment les directives de l'association suisse des banquiers concernant le mandat de gestion" in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, 1999, pp. 147 à 149.

<sup>135</sup> Trib. arr. Luxembourg 14 juillet 2004, *Dr. banc. fin.* 2003, p. 170.

<sup>136</sup> Luxembourg 18 juin 2003, *Dr. banc. fin.* 2003, p. 170.

Même lorsque la faculté de donner des instructions est réservée au client, le gérant conserve un pouvoir d'appréciation quant aux suites à donner aux interventions du client<sup>137</sup>.

Le tribunal de commerce de Gand, dans un jugement du 28 novembre 2000, a de même considéré que: "*er kan niet verwacht worden van een beheerder van een portefeuille dat hij de instructie van zijn klant zou opvolgen, nu daarbij het risico bij de beheerder blijft*"<sup>138</sup>.

Cette position est justifiée en doctrine par le fait que le mandataire met en œuvre une stratégie d'investissement dont l'équilibre serait menacé si le client pouvait à tout moment intervenir<sup>139</sup>.

Il est par ailleurs constant que, si le client s'immisce dans la gestion, le gérant ne pourrait être responsable du résultat négatif de l'exécution des directives données<sup>140</sup>, le gestionnaire, quant à lui, n'étant pas tenu par un devoir de conseil quant à l'opportunité de la décision prise<sup>141</sup>. Le client doit assumer les conséquences des investissements malheureux qu'il a voulu imposer à son gestionnaire et il lui appartient dès lors d'assumer la partie des pertes qui sont en relation causale avec cette immixtion<sup>142</sup>.

Il a été jugé, en application de ces principes, dans une affaire où un client avait donné ordre, en des termes clairs et précis, lors du déclenchement de la guerre du Golfe, de vendre l'ensemble de son portefeuille, que la banque gestionnaire du portefeuille qui exécute les instructions du client n'est pas tenue à cette occasion par un devoir de conseil. Le client avait fait ensuite grief au banquier d'avoir agi avec célérité et de ne pas l'avoir conseillé sur l'opportunité de vendre ces titres. La Cour de cassation française a considéré que le juge du fond avait pu estimer que le gestionnaire n'avait commis aucune faute de nature à engager sa responsabilité en raison des pertes subies<sup>143</sup>.

Une ingérence systématique du client dans le déroulement des opérations menées par le mandataire pourrait en revanche conduire le juge à requalifier les relations entre cocontractants de conseil en placement plutôt que de gestion de fortune<sup>144</sup>.

4. La cour d'appel, dans l'arrêt reproduit ci-dessus, adopte un point de vue différent en considérant que la banque aurait dû adapter la politique de gestion pratiquée compte tenu des instructions données par le client. Elle ne précise toutefois pas le fondement de l'obligation qui imposerait au gestionnaire de donner suite à des directives du client au cours de l'exécution du contrat.

Nous n'apercevons toutefois pas ce qui obligerait le gestionnaire, dans un contrat de gestion discrétionnaire, à exécuter des instructions d'un client lorsque cette faculté ne lui a pas été réservée (achat ou vente de certains titres,...). Il peut selon nous y donner suite, sans toutefois en être tenu (*cf. supra*).

Seule la conclusion d'un avenant au contrat, modifiant les objectifs de placement du client et/ou les instruments de placement sur lesquels porte la gestion, pourrait contraindre le gestionnaire à modifier le type de gestion qu'il a mis en place et/ou les instruments financiers qui ont été choisis en exécution de la convention conclue.

La CBFA, dans sa circulaire précitée du 14 août 1992, avait d'ailleurs indiqué à ce sujet que: "*toute modification ultérieure des objectifs du client doit (...) être établie par écrit par les deux parties*" (art. 2.1.2.).

A défaut de consentement des parties sur les termes d'une modification du contrat, le gestionnaire peut selon nous s'en tenir à l'exécution du contrat et poursuivre la politique d'investissement qu'il a adoptée.

5. Toutefois, lorsque les directives données par le client en cours d'exécution du contrat démontrent de manière claire que ce dernier entend modifier un des éléments essentiels de la gestion de ses avoirs, le gestionnaire ne doit-il pas, en raison de son obligation d'information et de conseil, exposer la situation contractuelle au client et, le cas échéant, proposer un avenant au contrat, pour autant que le gestionnaire soit disposé à accepter les nouveaux desiderata du client? S'il n'est pas disposé à les accepter, ne doit-il pas, à

<sup>137</sup>. M. STORCK, *Sociétés de gestion de portefeuille*, Éd. Juris-Classeur, 2002, Fasc. 2210, p. 15, n° 39.

<sup>138</sup>. Comm. Gand 28 novembre 2000, *Dr.banc.fin.* 2001, p. 188 et note S. DEJONGHE; voy. égal. B. FERON et N. DE CROMBRUGGHE, "La responsabilité du gestionnaire de fortune – Etat de la question au regard du droit belge, du droit français et du droit luxembourgeois", *Actualités en droit des affaires*, juin 2003, Vanham & Vanham, p. 306, n° 75.

<sup>139</sup>. M. STORCK, *Sociétés de gestion de portefeuille*, Éd. Juris-Classeur, 2002, Fasc. 2210, p. 15, n° 39 et les réf. citées; Ph. LE TOURNEAU et L. CADIET, "Droit de la responsabilité et des contrats", *Dalloz* 2002, p. 969, n° 47783; C. GALVADA, note sous Cass. fr. 12 juillet 1971, *Dalloz* 1972, *Jur.*, p. 154; *contra*, X. DIEUX, "Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif" in *Les intermédiaires commerciaux*, Bruxelles, Éd. du Jeune Barreau, 1990, p. 301: "*Cette opinion, dépourvue de toute justification en droit de la part des auteurs qui la promeuvent, ne paraît guère admissible. Tout au plus l'ordre du client doit-il être comme exécuté aux risques et périls du celui-ci du point de vue de ses implications sur les résultats de la gestion du portefeuille.*"

<sup>140</sup>. D. ROGER et M. SALMON, "Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placements", *JT* 1998, p. 400, n° 41; Ph. LE TOURNEAU et L. CADIET, "Droit de la responsabilité et des contrats", *Dalloz* 2002, p. 963, n° 4783 et les décisions citées: Dijon 17 février 1994, *JCP* 1994; Cass. comm. 26 avril 1994, *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 391; Cass. 19 mars 1996, *Bull.civ.*, I, n° 140; Paris 3 décembre 1999, *Gaz.Pal.* 2000, I, p. 711.

<sup>141</sup>. H. DE VAUPLANE et J. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, p. 895.

<sup>142</sup>. E. BOURIN, *La gestion de portefeuille*, Éd. Anthemis, 2008, p. 229.

<sup>143</sup>. Cass. (1<sup>ère</sup> civ.) 19 mars 1996, *Bull.civ.*, I, n° 140, p. 98.

<sup>144</sup>. M. STORCK, *Sociétés de gestion de portefeuille*, Éd. Juris-Classeur, 2002, Fasc. 2210, p. 15, n° 39.

tout le moins, l'en informer afin que le client puisse, en connaissance de cause, en tirer les conséquences?

Les éléments essentiels que nous visons ici sont ceux qui ont amené le client à contracter et qui sont entrés dans le champ contractuel. Ils correspondront, la plupart du temps, aux limites du mandat devant figurer dans la convention de gestion de fortune, soit en vertu de l'article 8 § 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 5 août 1991 relatif à la gestion de fortune et au conseil en placement<sup>145</sup> (aujourd'hui abrogé), pour les conventions qu'il régissait, soit en vertu de l'article 20 § 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers<sup>146</sup>.

Ces éléments ont en effet été considérés comme essentiels, puisque le gestionnaire ne peut commencer à prêter ses services sans avoir conclu au préalable une convention écrite qui les mentionne (art. 8 § 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal du 5 août 1991 et art. 20 de l'arrêté royal du 3 juin 2007).

Par ailleurs, en vertu de l'article 36 § 1<sup>er</sup>, 5<sup>o</sup> et de la loi du 6 avril 1995 (aujourd'hui abrogé<sup>147</sup>), le gestionnaire de fortune était tenu de faire les "*démarches raisonnables pour fournir, dans un délai raisonnable, au client qu'il conseille, dans une langue compréhensible, toute information qui lui permet de prendre une décision bien réfléchie et en connaissance de cause (...)*".

Cette obligation d'information s'appliquait non seulement au stade précontractuel, mais également une fois la relation nouée entre le gestionnaire de fortune et le client<sup>148</sup>.

Le gestionnaire de fortune ne pouvait dès lors, selon nous, sous le régime de la loi du 6 avril 1995, s'abstenir de réagir à une interpellation du client établissant clairement qu'il

souhaitait modifier un des éléments essentiels de la gestion de ses avoirs. Il devait au contraire lui fournir l'information lui permettant de prendre une décision 'en connaissance de cause' (opter pour un autre type de gestion, mettre un terme au contrat,...).

Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007 et l'introduction des règles contenue dans la directive MiFID, l'article 27 § 4, alinéa 1<sup>er</sup> de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers impose notamment au gestionnaire de portefeuille de se procurer "*les informations nécessaires concernant ses connaissances et son expérience en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de produit ou de service, sa situation financière et ses objectifs d'investissement, de manière à pouvoir (...) lui fournir les services de gestion de portefeuille adéquats*"<sup>149</sup>.

Une réévaluation du caractère adéquat du service de gestion de portefeuille peut cependant s'avérer nécessaire en fonction du changement de circonstances intervenues notamment dans la situation personnelle du client ou sur les marchés<sup>150</sup>.

Le gestionnaire devra dès lors, dans l'hypothèse envisagée, réévaluer le caractère adéquat du service de gestion de portefeuille fourni et, le cas échéant, proposer d'adapter la convention lorsqu'il résulte des souhaits exprimés par le client que la gestion pratiquée n'est pas en adéquation avec sa situation financière et/ou ses objectifs d'investissement, voire, si le gestionnaire n'est pas disposé à y souscrire, mettre un terme à la convention.

Roland Hardy  
Avocat  
Assistant à l'ULB

<sup>145</sup>. A savoir, les objectifs de gestion, le type d'opérations autorisées, les marchés et instruments de placement sur lesquels porteront les opérations, le risque financier admis par le client.

<sup>146</sup>. A savoir, les objectifs de gestion, le degré de risque, la stratégie d'investissement, le type d'instruments et le type d'opérations autorisées.

<sup>147</sup>. Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007.

<sup>148</sup>. J.-F. ROMAIN, "L'obligation d'information et de conseil pesant, dans certains cas, sur les intermédiaires financiers" in *Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil*, CUP, 2006, p. 225.

<sup>149</sup>. Voy. égal. les art. 15 à 19 de la section 4 consacrée à l'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié du service fourni de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers.

<sup>150</sup>. Voy. "Your questions on MiFID", Commission européenne, pp. 66 et 67, [www.europa.eu](http://www.europa.eu): "... advice provided a very long time after the information gathering for the purposes of suitability may not be suitable any more (e.g. if some changes have occurred in the client's personal circumstances or in relevant financial markets). It is for the firm to ensure that it has provided a suitable recommendation to its clients. The same principle applies in respect to the appropriateness test (where other services are provided). It is the responsibility of the investment firm to provide a service which is appropriate for the client at the moment when the service is provided"; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Kluwer, 2008, p. 185, n° 268.