

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.