

Observations

Responsabilité du gestionnaire de fortune et conflit d'intérêts

1. L'arrêt annoté de la cour d'appel de Bruxelles fait suite au jugement rendu par le tribunal de commerce de Bruxelles (10^{ème} ch. B) le 30 septembre 2004¹⁸¹ et confirme sur de nombreux points ce dernier.

Cet arrêt est intéressant à plus d'un titre. La cour examine en effet diverses facettes de la responsabilité du gestionnaire de fortune¹⁸² sur base de la réglementation antérieure à la transposition, en droit belge de la directive européenne "MiFID"¹⁸³: respect des pondérations prévues par le contrat, absence de contestation des rapports trimestriels, devoirs de prudence et de diligence et, surtout, le conflit d'intérêt potentiel dans le chef du gestionnaire.

En l'espèce, 2 clients avaient conclu, en janvier 2000, un contrat de gestion discrétionnaire avec la banque Artesia, celle-ci en déléguant la gestion à sa filiale de gestion de fortune Cordius. L'horizon de placement convenu était de 5 ans.

Une grave crise des marchés financiers éclata dès mars 2000. A la même époque la valeur du portefeuille en gestion connut une baisse sensible. Les clients mirent en cause la responsabilité de la banque et du gestionnaire de fortune, invoquant divers manquements au contrat de gestion, et les assignèrent en mars 2002.

Pondération d'instruments financiers au sein du portefeuille en gestion

2. Le premier grief était de ne pas avoir respecté la pondération d'actions prévue par le contrat de gestion. Celui-ci prévoyait en effet que le portefeuille en gestion serait investi à 70% en actions, alors que d'avril 2000 à juillet 2001, les rapports de gestion faisaient apparaître une pondération d'actions allant de 73,95 à 76,72%.

Confirmant sur ce point le jugement entrepris, la cour relève que le même contrat de gestion précisait explicitement "*la part des actions en portefeuille pourra être augmentée ou réduite en fonction des conditions du marché*", et en conclut que le gestionnaire était dès lors en droit de s'en écarter, comme en l'espèce, dans une mesure raisonnable.

On peut aussi observer qu'il est, en pratique, impossible pour un gestionnaire de fortune de respecter strictement une pondération précise d'instruments financiers dans un portefeuille, car la valeur de ceux-ci variant quotidiennement, la pondération de ces instruments au sein du portefeuille varie aussi quotidiennement¹⁸⁴. Le gestionnaire ne peut raisonnablement être tenu de respecter une pondération d'instruments financiers d'un type déterminé que lorsque cette pondération est fixée (sans que soit explicitement prévue la faculté pour le gestionnaire de s'en écarter) en tant que minimum ou maximum. Tel n'était pas le cas en l'espèce.

Théorie de l'approuvé implicite

3. Pour leur défense, la banque et le gestionnaire faisaient notamment valoir que les clients n'avaient pas protesté à la réception des rapports trimestriels, où apparaissait clairement le dépassement de la pondération de 70% d'actions, et que le règlement général des opérations de la banque leur imposait de réagir dans un délai déterminé, *quod non* en l'espèce.

La cour a estimé, comme le juge de première instance, que cette absence de réaction ne "*prive pas nécessairement*" les clients de critiquer ultérieurement la gestion, mais vaut "*à tout le moins*" "*présomption complémentaire de ce que la structure de leur portefeuille était jusque là conforme à leur attente*".

La jurisprudence et la doctrine ont varié quant à la portée à donner au silence du client, ne réagissant pas (à brève échéance) à la réception des rapports trimestriels de gestion¹⁸⁵.

D'aucuns considèrent que la théorie de l'approuvé implicite est transposable à la gestion de fortune: le client recevant des rapports trimestriels est tenu d'y réagir dans un délai raisonnable s'il n'en approuve pas le contenu¹⁸⁶. D'autres estiment toutefois le contraire: ayant mandaté et rémunérant un gestionnaire (professionnel) de fortune, le client n'est pas tenu d'ensuite le surveiller¹⁸⁷.

¹⁸¹. *Dr.banc.fin.* 2005/I, p. 61.

¹⁸². Pour une étude complète de la responsabilité du gestionnaire de fortune, cf. notamment M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008; F. LONGFILS, *La responsabilité des intermédiaires financiers*, Kluwer, 2006, pp. 54 et s.

¹⁸³. Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

¹⁸⁴. M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008, n° 198, recommande dans ce cas de '*refaire le point*' avec le client, ce qui ne semble pas toujours possible en pratique – du moins en temps utile –, et supposerait, le cas échéant, une modification du contrat à chaque fois que le seuil prédéfini est dépassé par la simple évolution des marchés financiers.

¹⁸⁵. O. POELMANS et A. DEOME, "Quelques principes juridiques applicables au gestionnaire de portefeuille", *DAOR* 2004/70, p. 80; F. LONGFILS, *o.c.*, p. 66, n°s 201 et 202; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008, p. 154, n°s 217 à 222.

¹⁸⁶. A. VAN OEVELEN, "De contractuele en buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten", *Dr.banc.fin.* 2003, II-III, n° 26; G. GATHEM, "La responsabilité du fait des conseils en placement: quand l'aléa chasse la faute", *RGDC* 2005, p. 541.

¹⁸⁷. Sent. arb. 29 mars 1996, *RDC* 1996, p. 1078; Cass. fr. 1^{er} février 1994, *D.* 1994, *Jur.*, 424; B. FERON, "La gestion de fortune en droit belge" in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, 1999, p. 108.

La décision annotée semble être parvenue à intégrer ces 2 conceptions, a priori antagonistes, en interprétant le silence des clients comme une présomption de leur assentiment à la composition de leur portefeuille tel qu'elle apparaît dans le rapport trimestriel qu'ils ont reçu.

A l'image de cette décision, la jurisprudence actuelle interprète la portée à donner au silence des clients au cas par cas, en fonction des circonstances propres à la cause, telles que par exemple le niveau d'études ou de connaissances financières du client (est-il un "spéculateur averti"?) ou l'objet de la contestation (le grief était-il raisonnablement visible dans le rapport de gestion?).

La cour requiert ensuite que la déchéance du droit d'agir soit explicitement prévue dans la loi, le règlement ou le contrat qui instaure le délai¹⁸⁸.

Devoirs généraux du gestionnaire de fortune

4. Les clients reprochent par ailleurs au gestionnaire d'avoir manqué à ses devoirs de prudence et de diligence.

La cour rappelle à ce sujet quelques principes de base de l'appréciation de la responsabilité éventuelle du gestionnaire de fortune:

- "l'appréciation d'une faute dans le chef de la banque ne peut être opérée a posteriori"; l'appréciation par le juge doit être marginale¹⁸⁹, c'est-à-dire en respectant la marge d'appréciation du professionnel normalement diligent et prudent;
- le seul constat des mauvais résultats de la gestion n'emporte pas la preuve d'une faute dans le chef du gestionnaire¹⁹⁰. A ce sujet, la cour relève plus loin que les clients avaient convenu d'un horizon de placement de 5 ans, et que "rien ne permet d'affirmer que le résultat escompté n'aurait pas été atteint en 5 ans";
- la responsabilité du gestionnaire doit être appréciée en fonction du résultat global et non opération par opération^{191,192}.

tion^{191,192}. La cour fait toutefois exception à ce principe en présence d'un conflit d'intérêt potentiel: *cf. infra*;

- le portefeuille géré doit faire l'objet d'une diversification suffisante^{193,194}. En l'espèce, la cour estime que le portefeuille était diversifié à suffisance et ce tant en ce qui concerne les secteurs de l'économie que les régions géographiques dans lesquels le portefeuille était investi. Elle relève aussi qu'aucune action n'est excessivement présente dans le portefeuille (aucune action ne dépasse 2,5%).

Elle aborde la question de l'importance des investissements en valeurs dites "TMT" ("telecoms, medias, technologies"). Comme le relève la cour, les actions investies dans ces secteurs avaient engendré d'excellents résultats jusqu'en 2000, étaient recommandées par de nombreux analystes financiers, même après que leur cours ait commencé à baisser, et "la quasi-totalité des opérateurs financiers les intégraient dans leurs investissements". Eu égard à ces circonstances, la cour estime que le gestionnaire de fortune n'a pas commis de faute en investissant une partie importante du portefeuille, dans le respect des pondérations convenues (*cf. supra*).

Il est à noter que la cour semble considérer que si les analystes financiers avaient déconseillé les investissements en actions "TMT", le gestionnaire aurait *ipso facto* commis une faute en y investissant pour compte de ses clients. On observera que le gestionnaire pourrait disposer d'une raison valable pour procéder à un investissement, même contre l'avis de l'un ou l'autre analyste financier. Il nous semble donc que le fait pour un gestionnaire, d'aller à l'encontre des avis négatifs et convergents d'analystes financiers ne devrait emporter qu'un indice de faute dans le chef du gestionnaire de fortune.

La cour aborde ensuite la question de savoir si, en cas de baisse marquée des cours de certaines actions, le gestionnaire de fortune doit ou non les vendre, en vue de limiter les pertes de ses clients. En l'espèce, les clients le soutenaient.

¹⁸⁸. Citant J. LINSMEAU, *Points délicats des règlements généraux des opérations de banque*, CUP, mai 1998, p. 133.

¹⁸⁹. B. FERON et B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Larcier, 1997, p. 347; F. LONGFILS, *La responsabilité des intermédiaires financiers*, Kluwer, 2006, n° 199.

¹⁹⁰. B. FERON et B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Larcier, 1997, p. 347; B. FERON, "La gestion de fortune en droit belge" in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, 1999, p.104; Comm. Bruxelles (9^{ème} ch.) 25 juin 1999, *RDC* 1999, 735 et note J.-P. BUYLE et M. DELIERNEUX; Comm. Bruxelles 9 septembre 2003, *RDC* 2003, p. 187; Comm. Bruxelles 30 septembre 2004, *Dr.banc.fin.* 2005, liv. 1, 61; Comm. Bruxelles 2 septembre 2004, *RDC* 2006, liv. 1, 119 et note J.-P. BUYLE et M. DELIERNEUX; il en va de même en matière de conseil en placements: Gand (7^{ème} ch.)13 décembre 2004, *DAOR* 2005, liv. 76, 359 et note G. GATHEM, ou en l'absence de toute convention: Bruxelles (9^{ème} ch.) 12 octobre 2001, *DCCR* 2003, liv. 60, 49 et note F. LONGFILS.

¹⁹¹. B. FERON et B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Larcier, 1997, p. 347; B. FERON, "La gestion de fortune en droit belge" in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, 1999, p. 104; B. FERON, "La responsabilité civile de l'intermédiaire financier en matière des gestion de fortune et de conseil en placement" in *La responsabilité civile liée à l'information et au conseil*, FUSL, 2000, p. 88; F. LONGFILS, *La responsabilité des intermédiaires financiers*, Kluwer, 2006, n° 198; Sent.arb. 29 mars 1996, *RDC* 1996, p. 1078.

¹⁹². Ce principe ne fait toutefois pas obstacle à l'obligation de diversification: M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008, p. 198.

¹⁹³. Sent.arb. 29 mars 1996, *RDC* 1996, p. 1078; Mons (14^{ème} ch.) 7 octobre 2004, *Dr.banc.fin.* 2006, liv. 2, 94 et note S. DELAEY; B. FERON et B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Larcier, 1997, p. 347; B. FERON, "La gestion de fortune en droit belge" in *Aspects juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, 1999, p. 104.

¹⁹⁴. M.-D. Weinberger (*Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008, n° 205) observe toutefois que le montant à investir peut être réduit au point d'empêcher la diversification des investissements. On ajoutera qu'un profil d'investissement enclin aux risques peut aussi justifier une diversification limitée (en ce sens: F. LONGFILS, *La responsabilité des intermédiaires financiers*, Kluwer, 2006, n° 200).

Or, les mêmes avaient d'abord adopté la position contraire, en reprochant à leur gestionnaire d'avoir vendu des instruments financiers dont les cours avaient baissé, alors que, selon eux "ces valeurs (...) n'auraient pu que remonter dans une optique à moyen et long terme".

Outre cette contradiction des clients dans leurs griefs, la cour d'appel observe que le cours de ces dernières actions, vendues par le gestionnaire, a continué à baisser après leur vente¹⁹⁵, et souligne l'"inévitabilité" de la prise d'une telle décision" pour écarter une faute du gestionnaire.

Conflit d'intérêt potentiel

5. La cour aborde enfin le point le plus marquant de cette affaire: l'achat d'actions Lernout & Hauspie et le conflit d'intérêts du banquier/gestionnaire.

Le gestionnaire avait acquis pour compte de ses clients des actions Lernout & Hauspie les

- 10 mars 2000: 410 actions au cours de 117,6 USD;
- 17 juillet 2000: 780 actions au cours de 34,98 USD;
- 22 septembre 2000: 800 actions au cours de 14,5 USD.

Or, début juillet 2000, le *Wall Street Journal* publiait des révélations faisant état d'anomalies comptables au sein de cette société, dont le cours s'est alors écroulé.

Les clients reprochaient ces 3 achats à Cordius, eu égard au fait que sa maison mère, la banque Artesia, était par ailleurs bailleur de fonds de la société Lernout & Hauspie. Ils reprochaient à la banque d'avoir "recherché son intérêt personnel au détriment du leur" en mars et septembre 2000 et affirmaient que la banque avait tenté de maintenir le cours de cette action avec les fonds de ses clients.

6. La cour estime que la preuve d'une 'collusion' entre la banque Artesia et son gestionnaire Cordius n'est pas rapportée.

Elle apprécie néanmoins chacune des 3 opérations d'achat effectuées, et vérifie qu'elles auraient alors été effectuées par "un analyste financier diligent et prudent".

La cour écarte toute faute concernant l'achat de titres Lernout & Hauspie en mars 2000 au motif que cette action "révélaient alors un important accroissement"¹⁹⁶.

La cour admet aussi l'achat de titres Lernout & Hauspie le 17 juillet 2000 au motif que cet achat pouvait s'expliquer

"par la volonté de compenser la perte subie".

La cour n'admet pas cette justification concernant l'achat effectué le 22 septembre 2000 – à un cours nettement inférieur – compte tenu des informations "particulièrement alarmantes" qui avaient été publiées par le *Wall Street Journal*, au début juillet 2000.

La cour estime qu'"un analyste financier prudent et diligent, placé dans les mêmes circonstances n'aurait à l'évidence pas acheté de tels titres à cette date" et conclut à l'existence d'une faute dans le chef du gestionnaire", en qualifiant ce troisième (et dernier) achat de fautif compte tenu des informations alors disponibles, "particulièrement alarmantes" quant à cette société. Pour cette raison également, la cour estime que la gestionnaire s'est fautivement abstenu de vendre les titres Lernout & Hauspie acquis antérieurement.

Ce point prête à réflexion.

La réglementation alors en vigueur prévoyait d'une part l'obligation pour les sociétés de gestion de fortune de prendre les mesures nécessaires afin d'éviter tout conflit d'intérêts direct ou indirect entre leurs clients et elles-mêmes¹⁹⁷ et, d'autre part, l'obligation, pour le gestionnaire, d'agir dans l'intérêt exclusif du client¹⁹⁸. Cette dernière interdiction ne "semble pas devoir être prise à la lettre"; elle n'interdit ainsi pas au gestionnaire d'effectuer des opérations dans lesquelles il a un intérêt personnel dès lors que cette opération relèverait de l'intérêt du client ou serait expressément et en connaissance de cause, acceptée par lui¹⁹⁹. Par contre, cette interdiction suffit de toute évidence à exclure qu'une banque soutienne artificiellement le cours des actions des sociétés auxquelles elle prête des fonds, au détriment de ses clients.

Encore faut-il que la preuve de ce soutien artificiel soit rapportée, preuve malaisée à établir par le client, et qui n'était pas rapportée en l'espèce.

L'arrêt rendu ne fait pas état de débats qui auraient pu avoir lieu quant aux mesures d'organisation internes ('Chinese walls') qui auraient été prises au sein de la banque Artesia et/ou de sa filiale de gestion de fortune afin de prévenir de tels conflits d'intérêts. Il n'est pas non plus fait état du témoignage du gestionnaire "physique" en charge de ce dossier auprès de la société de gestion de fortune Cordius.

La cour semble compenser, d'une certaine manière, la difficulté, pour un client, de démontrer qu'il a été lésé par un

¹⁹⁵ La cour donne ainsi quelque peu l'impression de s'écarter du principe selon lequel la gestion ne doit pas s'apprécier a posteriori.

¹⁹⁶ Cette explication ne semble pas parfaitement claire. La cour veut-elle observer que le cours de l'action venait de progresser – ce qui ne constitue pas en soi une certitude que cette progression persistera – ou que l'action comportait un important potentiel d'accroissement, auquel cas elle ne précise pas en quoi consisterait ce potentiel?

¹⁹⁷ Art. 20 de l'arrêté royal du 5 août 1991. L'art. 36 de la loi du 6 avril 1995, applicable à la généralité des intermédiaires financiers, posait le principe que ceux-ci devaient s'efforcer d'éviter tout conflit d'intérêts avec leurs clients, ou, si le conflit d'intérêt était inévitable, de le traiter de manière équitable et égale.

¹⁹⁸ Art. 79 § 1^{er}, al. 1^{er} de la loi du 6 avril 1995.

¹⁹⁹ M. KRUIHOF, "Belangenconflicten in financiële instellingen" in *La protection de l'investisseur et de l'e-investisseur*, Cahiers AEDBF, Bruylant, 2002, n° 91; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement*, Pratique du droit, Kluwer, 2008, n° 81; Comm. Bruxelles 12 juillet 2007, RDC 2009/1, p. 53 et note B. CAULIER.

conflit d'intérêts, en dérogeant explicitement au principe selon lequel la gestion doit être appréciée dans son ensemble et non opération par opération²⁰⁰, et en appréciant, au cas par cas, si chacun des investissements en actions Lernout & Hauspie aurait été effectué par un "*analyste financier prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances*"^{201,202}.

En présence d'un conflit d'intérêt potentiel, la prudence recommandera aux gestionnaires de fortune soit de prévenir

rigoureusement l'apparition des conflits, soit de disposer de solides arguments financiers afin de justifier les choix effectués au nom et pour compte de leurs clients et, en toute hypothèse, de s'en ménager des preuves aussi incontestables que possible.

Bertrand Caulier
Juriste d'entreprise

^{200.} Cf. *supra*: devoirs généraux du gestionnaire de fortune.

^{201.} Tel raisonnement peut en l'espèce prêter à discussion, car ces informations étaient déjà disponibles lors de l'achat de titres Lernout & Hauspie de juillet 2000, et en septembre 2000, le cours avait connu une telle chute que l'on pouvait alors estimer que les marchés financiers avaient intégré lesdites informations dans le cours de l'action Lernout & Hauspie. Par contre, l'achat de ces actions en septembre 2000 était devenu manifestement spéculatif et l'on pourrait se demander s'il était encore en conformité avec le profil d'investissement des clients.

^{202.} L'apparente sévérité de la cour dans cette analyse conduit à se demander si elle ne déroge pas également, en raison du conflit d'intérêt potentiel, au principe de l'appréciation marginale, par le juge, de la gestion.