

CHRONIQUE

GESTION DE PORTEFEUILLE



FABRICE BUSSIÈRE

Direction
juridique
Amundi



ISABELLE RIASSETTO

Professeur
  l'Université
du Luxembourg



MICHEL STORCK

Professeur
  la faculté
de droit
de Strasbourg

Société de gestion – Mandat de gestion individuelle – Information précontractuelle du client – Obligation de connaître son client – Perte d'une chance de mieux investir.

Cass. com. 9 déc. 2014, Houllier c/ Société Oddo et compagnie : Juris-Data n  2014-030502.

Le préjudice subi par des investisseurs en raison des manquements de la société de gestion de portefeuille aux obligations d'information, de conseil et de profilage du client s'analyse en la perte d'une chance de mieux investir leurs capitaux.

Commentaire de Michel Storck

Des époux ont ouvert auprès d'une société de gestion deux comptes-titres avec mandat de gestion, en 2000 et 2002 ; ils ont, en outre, souscrit, en mai 2002, deux contrats d'assurance vie libellés en unités de compte, ces contrats étant également gérés par cette société. Après avoir résilié, en juillet 2006, les conventions conclues avec la société, les époux, faisant valoir que cette dernière ainsi que les assureurs avaient commis des fautes tant lors de la conclusion de ces contrats qu'au cours de leur exécution, les ont assignées en paiement de dommages-intérêts. La cour d'appel de Paris a retenu la responsabilité précontractuelle de la société de gestion pour manquement à l'obligation de conseil et d'information et a rejeté la demande portant sur le non-respect des obligations nées du mandat de gestion. Par un arrêt du 9 décembre 2014 la chambre commerciale de la Cour de cassation casse l'arrêt d'appel pour violation de l'article 1147 du Code civil, défaut de base légale et défaut de réponse à conclusion, en soulignant à nouveau l'importance du formalisme qui s'impose aux sociétés de gestion tant lors de la conclusion du mandat de gestion individuelle (I.) qu'au cours de l'exécution de ce contrat (II.). L'enjeu de ces discussions porte sur le montant des réparations accordées à l'investisseur en réparation du préjudice subi (III.).

I. Les relations entre les gestionnaires de portefeuille et leurs clients potentiels reposaient, avant la transposition en droit interne de la directive MIF, sur une application de mécanismes protecteurs du droit commun des contrats que sont l'obligation précontractuelle d'information, l'obligation d'information, l'obligation de conseil, le devoir de mise en garde, ainsi que sur les dispositions de l'article 58, 4  de la loi MAF du 2 juillet 1996 relative à la modernisation des activités financières qui a réalisé la transposition de la directive services d'investissement¹ et de l'article 19 du règlement COB n  96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Suite à la transposition de la directive MIF (2004/39/CE) et de sa directive d'application (2006/73/CE) par l'ordonnance du 12 avril 2007 entrée en vigueur le 1 r novembre 2007, les relations entre les PSI et leurs clients sont encadrées par les règles de bonne conduite des articles L. 533-11 et suivants du Code monétaire et financier ; une obligation de recueillir des informations sur le client et d'établir le profilage de ce client est expressément prévue à l'article L. 533-13, dans le but de protéger ce client et de lui proposer un service d'investissement ou un instrument financier adéquat ou adapté à la situation du client².

En l'espèce, la cour d'appel a retenu la responsabilité précontractuelle de la société de gestion pour manquement à l'obligation générale de conseil et d'information : la société ne produit aucun document antérieur à l'ouverture des comptes-titres et «   la signature du mandat » démontrant qu'elle aurait sollicité des éléments quant à la situation financière des époux et quant à leur expérience et leurs souhaits en matière d'investissement, ainsi que les objectifs de gestion.

1. « Les prestataires de services d'investissement doivent [...] 4  s'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissements et leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés. »

2. M. Storck, « La connaissance et le profilage du client dans la commercialisation de services et d'instruments financiers », *Droit bancaire et financier – Mélanges AEDBF VI*, Banque  dition, 2013.

En revanche, pour rejeter la demande des époux tendant à la mise en œuvre de la responsabilité précontractuelle de l'assureur sur la vie, l'arrêt retient que l'examen des bulletins de souscription et conditions générales des deux contrats litigieux souscrits auprès de l'assureur montrent que le souscripteur a été informé des caractéristiques essentielles du contrat (souscription en unités de compte, garantie sur le nombre de parts et non sur la valeur sujette à des fluctuations à la hausse ou à la baisse, nature des supports, répartition du capital, valeurs de rachat des dix premières années, frais, possibilités de renonciation et de rachat, mode de calcul de l'épargne constituée). Ces seules informations sur les caractéristiques essentielles du contrat ne permettent pas de vérifier si l'assureur avait fourni aux époux une information précontractuelle adaptée à leur situation personnelle comme à leurs attentes ; la cassation est prononcée pour défaut de base légale au regard de l'article 1382 du Code civil.

II. Le gestionnaire de portefeuilles doit agir dans les limites du mandat de gestion qui lui est confié. Pour rejeter la demande en réparation portant sur la violation des obligations nées du contrat, la cour d'appel a relevé qu'un des époux est intervenu régulièrement et à de nombreuses reprises pour donner des instructions de gestion à la société, variant du défensif à l'offensif ou à l'équilibré, voire au spéculatif, en fonction de choix propres, pour lesquels il a été assisté par un tiers à la société ; l'arrêt ajoute que les époux ont reçu, au cours de la période de vie des contrats, les relevés mensuels et informations quant à la gestion et aux résultats (en pertes ou en gains) et qu'à aucun moment ils n'ont émis de protestations ou réserves ; il relève encore qu'il est ainsi démontré que non seulement les époux ont accepté ces changements d'orientation, mais qu'ils les ont sollicités en pleine connaissance de cause. « En se déterminant ainsi, sans rechercher, ainsi qu'elle y était invitée, si la société n'avait pas commis une faute de nature à engager sa responsabilité envers les époux en effectuant à partir de juillet 2005, contrairement à l'orientation de la gestion et sans y avoir été autorisée par ces derniers, des opérations avec service de règlement et de livraison différé génératrices de pertes, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision au regard des articles 1147 et 1098 du Code civil. » L'absence de contestation du client après réception des relevés de compte ou avis d'opéré ne s'analyse pas en un quitus donné au gestionnaire de portefeuille et ne fait donc pas obstacle à l'engagement de la responsabilité de ce dernier en cas de manquements à ses obligations contractuelles. En outre, le service à règlement différé revêt un caractère spéculatif qui impose au gestionnaire de portefeuille d'avertir son client des risques y afférant. Dès lors, la société de gestion était tenue de mettre en garde les époux contre les risques encourus dans les opérations spéculatives réalisées, et devait exiger des instructions spéciales et exprès de la part de ses clients pour de tels changements d'orientation de la gestion.

Par ailleurs, il est reproché aux juges du fond de ne pas avoir recherché si la société de gestion avait commis une faute dans la gestion des mandats d'une part en investissant de façon excessive dans des OPCVM dont son groupe était le créateur, « en méconnaissance de son obligation de prudence et de prévention des conflits d'intérêts », d'autre

part en présentant des unités de compte comme relevant de la catégorie « monétaire prudent » quand les fonds en cause étaient majoritairement composés de produits de titrisation. La société de gestion a déjà été sanctionnée par l'AMF pour des faits identiques par une décision du 18 juin 2009³.

III. La jurisprudence considère que le préjudice découlant d'un manquement du PSI aux obligations d'information et de conseil précontractuelles et à l'obligation de profilage du client résulte de la perte d'une chance : le PSI a fait perdre au client une chance d'avoir pu, par un investissement plus judicieux ou une orientation de gestion moins risquée, prévenir le dommage résultant de la moins-value subie par le client dans son investissement⁴. Les époux invoquaient la perte de chance de ne pas avoir contracté et d'avoir ainsi évité les pertes ultérieurement subies (chiffrée par les demandeurs à 2 millions d'euros). Pour écarter cette demande et limiter à 30 000 euros l'indemnité allouée aux époux au titre de la responsabilité précontractuelle de la société de gestion, la cour d'appel a considéré que le manquement à l'obligation de conseil et d'information ne peut avoir pour conséquence que la perte d'une chance de choisir une option de gestion « équilibrée, défensive ou sécuritaire ». L'arrêt est cassé pour violation de l'article 1147 du Code civil : le préjudice subi par les époux en raison des fautes ainsi retenues à l'encontre de la société s'analyse « en la perte d'une chance de mieux investir leurs capitaux ». La juridiction de renvoi devra évaluer ce préjudice. La cour d'appel de Versailles a par exemple considéré qu'une banque qui ne justifie pas s'être informée sur la situation de ses clients, ni sur leurs objectifs et leur expérience en matière de placement et ne prétend pas avoir délivré la moindre information sur les produits souscrits dans le cadre d'un mandat tacite de gestion, a privé les clients d'une chance de ne pas souscrire au produit litigieux et d'éviter une perte de capital de 10 676 euros et les a privés d'une chance de percevoir des intérêts sur un placement plus sûr, ce qui justifie l'octroi de 20 000 euros de dommages et intérêts⁵. La cour d'appel d'Aix-en-Provence consacre en un tel cas la perte d'une chance de n'avoir pu, par un investissement ou une orientation plus judicieux, prévenir les risques de moins-value subie par le placement mais ne retient pas la perte de rendement⁶. La cour d'appel de Paris a aussi analysé le préjudice subi par le client en une perte de chance d'avoir agi de manière différente s'il avait été informé à la signature du contrat des risques encourus⁷. Le recours à la notion de perte de chance de mieux investir permet ainsi aux juges du fond de sanctionner le gestionnaire de portefeuille pour tout manquement même formel aux règles de bonne conduite, sans pour autant indemniser le client à raison des pertes subies. ■

3. Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Oddo & Compagnie.

4. Cass. 12 juin 2012, *Juris-Data* n° 2012-012770 ; CA Aix-en-Provence 6 déc. 2012, RDBF 2013, note M. Storck ; CA Aix-en-Provence, 5 avr. 2012, *Juris-Data* n° 2012-006842 ; CA Aix-en-Provence 9 juin 2011, *Juris-Data* n° 2011-013095.

5. CA Versailles, ch. 14, 30 octobre 2014, n° 14/02111, *Juris-Data* n° 2014-028107.

6. CA Versailles, ch. 8A ; 30 mai 2013, n° 2013/ 293, *Juris-Data* n° 2013-016681.

7. CA Paris, Pôle 5, chambre 6, 5 avril 2012, n° 10/16065, *Juris-Data* n° 2012-007606.

Gestion collective – Dépositaire d'OPC – Contrôle – Moyens et procédure adéquats – Procédure d'entrée en relation et de suivi – Plan de contrôle (C. mon. fin., art. L. 214-3, 214-16, L. 214-26 ; Règl. gén. AMF, art. 323-7, 323-9, 323-18 et 323-19).

CE, 6^e, 1^{er}, sous-sect. réunies, 25 févr. 2015, n° 372613.

Le dépositaire d'OPC doit, en permanence, disposer de moyens, notamment humains et matériels, de nature à lui permettre d'exercer sa mission de contrôle du respect des dispositions législatives et réglementaires par les sociétés de gestion et OPC dont il conserve les actifs.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

Il pèse sur le dépositaire d'OPC une fonction de contrôle du respect des dispositions législatives et réglementaires par les sociétés de gestion et OPC dont il conserve les actifs. Imposée par les directives OPCVM et AIFM¹, cette fonction trouve également son fondement en droit interne (C. mon. fin., art. L. 214-16, al. 1^{er}, et L. 214-26, al. 1^{er}, devenus art. L. 214-1, III, et L. 214-24-8, III, pour les FIA). Elle est explicitée aux articles 323-5, 323-18 à 323-22 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF). En particulier, l'article 323-18 impose une procédure d'entrée en relation et de suivi des sociétés de gestion de portefeuille, l'article 323-19 exigeant pour sa part un plan de contrôle des OPC.

Afin de pouvoir exercer pleinement et efficacement cette mission, le dépositaire doit, aux termes de l'article L. 214-3 du Code monétaire et financier et des dispositions combinées des articles 323-7 et 323-9 du règlement général de l'AMF, disposer en permanence de moyens, notamment humains et matériels, d'un dispositif de contrôle interne, d'une organisation et de procédures en adéquation avec son activité exercée et de nature à lui permettre d'exercer ses missions avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts de l'OPC, des porteurs de parts ou actionnaires et de l'intégrité du marché.

Dans le cadre de son contrôle de la régularité de la procédure et du bien-fondé de décisions de la Commission des sanctions de l'AMF, le Conseil d'État a fréquemment à connaître de celles rendues à l'encontre d'acteurs de la gestion collective (C. mon. fin., art. L. 621-30). Dans un arrêt du 25 février 2015, il a rejeté le recours en annulation

formé par une banque dépositaire d'OPC contre une décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 29 juillet 2013² qui a prononcé à son encontre un avertissement et une sanction pécuniaire de 500 000 euros et ordonné la publication de la décision sur le site Internet de l'AMF.

En l'espèce, il avait été reproché au dépositaire une carence de moyens humains et informatiques qui s'est traduite par des lacunes dans la mise en œuvre des procédures d'entrée en relation et de suivi des sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que dans celle du plan de contrôle des OPC, imposées par le règlement général de l'AMF pour l'exercice de sa fonction de contrôle.

La mise en œuvre des procédures d'entrée en relation et de suivi des sociétés de gestion (Règl. gén. AMF, art. 323-18), suppose un contrôle opéré par le dépositaire tant sur chaque nouvelle société de gestion que sur toutes celles avec lesquelles il est déjà en relation. Comme le souligne le Conseil d'État, la mise en œuvre de ces procédures requiert « l'examen approfondi, sur place ou sur pièces, de l'organisation et des procédures internes de la société de gestion ». Le dépositaire doit donc être doté de moyens humains adaptés à l'ampleur de cette mission. Dans la présente affaire, ce contrôle avait vocation à porter sur 102 sociétés de gestion avec lesquelles le dépositaire était déjà en relation au 1^{er} janvier 2008, mais également sur 22 sociétés de gestion avec qui il était entré en relation après cette date. La Haute juridiction se réfère à l'instruction pour souligner que le département « contrôle dépositaire » de la banque était composé, à la date du contrôle de 49 collaborateurs dont 11 non permanents et qu'une demande de renfort des effectifs du département, portant sur une quinzaine de postes supplémentaires, avait été formulée en septembre 2010. Or, au sein de ce département, le pôle Audit, qui était chargé de mettre en œuvre les procédures d'entrée en relation avec les OPC et leurs sociétés de gestion, ainsi que les audits de suivi de ces entités, n'était composé que de deux collaborateurs permanents. C'est pourquoi les hauts magistrats ont considéré que la Commission des sanctions avait à bon droit décidé que les moyens humains affectés à la mission de contrôle étaient insuffisants, ayant pris soin de souligner que la Commission des sanctions ne s'était pas fondée exclusivement sur la demande de renforts pour motiver sa décision. L'arrêt analysé indique encore relativement à la charge de la preuve que si la banque soutient que c'est à tort que la Commission des sanctions a relevé que la règle interne en vertu de laquelle toute nouvelle société de gestion devait faire l'objet d'un tel audit dans un délai de 18 mois suivant l'entrée en relation n'avait pas été respectée, la requérante n'établit pas qu'elle s'y serait conformée. Il appartient au dépositaire de prouver qu'il s'est conformé aux dispositions réglementaires et internes.

Le dépositaire doit également établir et mettre en œuvre un plan de contrôle des OPC (Règl. gén. 323-19) tenant compte des éléments recueillis lors de l'entrée en relation avec l'OPC ou la société de gestion. Le plan de contrôle doit être mis à jour selon une périodicité adaptée aux

1. Dir. 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), modifiée, dite directive OPCVM, art. 7 § 3 et 14, § 3. V. aujourd'hui : Dir. 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), dite directive OPCVM IV, art. 22, § 3 et 32, § 3 ; Dir. 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dite directive AIFM, art. 21, § 9 ; Règl. délégué Commission (UE), n° 231/2013 du règlement délégué de la Commission européenne n° 231/2013, 19 déc. 2012 complétant la directive n° 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les exemptions, les conditions générales d'opérations, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la supervision, art. 92 à 97.

2. Sanct. AMF, 29 juill. 2013 : Bull. Joly Bourse 2013, p. 492, note I. Riassetto.

caractéristiques de son activité. Ce plan ainsi que les comptes rendus des contrôles effectués et des anomalies constatées sont tenus à disposition de l'AMF, de telle sorte qu'elle puisse être en mesure de contrôler à tout moment le respect de ses obligations par le dépositaire. En l'espèce, le dépositaire avait mis en œuvre un plan de contrôle du respect des ratios prudentiels statutaires des OPC selon une méthode de contrôle par sondage. Cette méthode n'est pas critiquée par le Conseil d'État, car la réglementation ne l'interdit pas. L'article 323-19 du règlement général de l'AMF qui énonce simplement que le plan de contrôle « définit l'objet, la nature et la périodicité des contrôles effectués à ce titre » n'exige pas un contrôle annuel de tous les OPC.

Il demeure que le dépositaire est tenu de formaliser ses procédures : d'une part, en amont des contrôles de ratios statutaires et, d'autre part, en aval dans le suivi et l'établissement de leurs comptes rendus. Sur ce point, le Conseil d'État identifie dans le dossier d'instruction un ensemble d'éléments traduisant des lacunes importantes dans cette formalisation, de nature à justifier le bien-fondé de la décision attaquée ayant caractérisé le manquement de la banque. Il relève au nombre de ces indices le fait que le dépositaire a lui-même admis que son plan de contrôle résultait d'une instruction orale de la hiérarchie qui n'avait jamais été formalisée et en vertu de laquelle 200 OPC exposés aux facteurs de risque les plus importants devaient être contrôlés en 2010. À cela s'ajoute qu'alors même que le département compétent était doté de moyens considérés par ses responsables comme insuffisants, les contrôles ont été réalisés en 2010 sur 674 OPC sans que la banque ne soit en mesure d'établir qu'ils auraient été diligentés au regard des risques présentés par ces OPC, ni conformément aux prescriptions de l'article 323-18 du règlement général de l'AMF, au regard des éléments mis en lumière par les audits d'entrée en relation. Enfin, la banque n'a été en mesure

d'indiquer le nombre exact d'OPC dont les ratios statutaires n'avaient pas été contrôlés qu'à l'issue de la procédure et qu'après avoir communiqué à plusieurs reprises à l'AMF des données erronées.

Cette solution doit être approuvée. L'exercice par le dépositaire de sa mission de contrôle requiert une grande rigueur dans l'établissement et la mise en œuvre effective et efficace des procédures imposées par la réglementation. Cela implique le respect d'un certain formalisme qui peut, certes, être perçu comme pesant, mais qui constitue un gage de sécurité et de confiance des clients et investisseurs. Il reste que bien souvent, comme en l'espèce, l'insuffisance de formalisation est révélatrice d'un cruel manque de moyens adaptés à l'activité.

Enfin, il convient d'observer que le Conseil d'État indique à juste titre que la circonstance que l'ensemble des sociétés de gestion de portefeuille a finalement été contrôlé avant le 1^{er} janvier 2013 grâce à un doublement des effectifs du pôle Audit, postérieur à la période correspondant aux manquements constatés, est sans incidence sur la matérialité de ce manquement. En effet, le fait pour le dépositaire – comme pour tout prestataire de services d'investissement – de remédier à des carences organisationnelles ou, plus largement, de mettre un terme à l'inexécution de ses obligations professionnelles quelle qu'elles soient, n'anéantit pas rétroactivement le manquement. En revanche, cet élément est pris en compte sur le fondement de l'article L. 625-15 au titre de la gravité du manquement, pour la fixation du quantum de la réparation en tant que « circonstance atténuante », afin de moduler à la baisse le montant de la sanction pécuniaire³. ■

3. V. AMF, « Le montant de la sanction pécuniaire », 27 janv. 2011, spéc. p. 4. V. pour un dépositaire, Sanct. AMF, 25 févr. 2013, Société INTERFI SA : Bull. Joly Bourse 2013, p. 232, note I. Riassetto.

Gestion collective – Directive OPCVM – Notion de paiement aux participants – Livraison aux participants de certificats de parts nominatives (Dir. 85/611/CEE, 20 déc. 1985 mod., art. 45).

CJUE, 2^e ch., 11 septembre 2014, Ph. Gruslin c/ Beobank SA, aff. C-88/13

L'obligation prévue à l'article 45 de la directive OPCVM, selon laquelle un OPCVM qui commercialise ses parts sur le territoire d'un État membre autre que celui où il est situé est tenu d'assurer les paiements aux participants dans l'État membre de commercialisation, n'inclut pas la livraison aux participants de certificats représentatifs de parts qui se trouvent inscrites à leur nom dans le registre des porteurs de parts détenu par l'émetteur.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

La directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) modifiée, dite « directive OPCVM », a établi des règles minimales communes en ce qui concerne l'agrément, le contrôle, la structure, l'activité et les informations que les OPCVM doivent publier. L'application de règles communes constitue une garantie, afin notamment de permettre aux OPCVM de commercialiser leurs parts sur une base transfrontalière dans les autres États membres sans que ces derniers puissent les soumettre à quelque disposition que ce soit, sauf dans les domaines qui ne relèvent pas de la directive. Sous la section VIII de ladite directive, intitulée « Dispositions spéciales applicables aux OPCVM qui commercialisent leurs parts dans les États membres autres que ceux où ils sont situés », l'article 44, paragraphe 1, de celle-ci prévoyait en effet

que : « Un OPCVM qui commercialise ses parts dans un autre État membre doit respecter les dispositions législatives, réglementaires et administratives qui sont en vigueur dans cet État et qui ne relèvent pas du domaine régi par la présente directive. » Ces règles relèvent du domaine de la « responsabilité résiduelle » des États membres¹. L'article 45 de cette directive énonçait que : « Dans l'hypothèse visée à l'article 44, l'OPCVM doit prendre, entre autres, les mesures nécessaires, dans le respect des dispositions législatives, réglementaires et administratives en vigueur dans l'État membre de commercialisation, pour que les paiements aux participants, le rachat ou le remboursement des parts, ainsi que la diffusion des informations qui incombent à l'OPCVM, soient assurés aux participants dans cet État. »

La Cour de justice de l'Union européenne a été saisie par la Cour de cassation belge d'une question préjudicielle intéressant la portée de cette dernière règle : « l'article 45 de la directive [OPCVM] doit-il être interprété en ce sens que la notion de "paiement aux participants" vise aussi la livraison aux participants de certificats de parts nominatives ? ».

Cette affaire oppose un porteur de parts (M. Gruslin), ressortissant belge résidant en Belgique, au distributeur belge (Beobank) d'un fonds commun de placement (FCP) de droit luxembourgeois (Citiportfolio), soumis à la directive OPCVM. La gestion de ce fonds est assurée par la société de gestion de droit luxembourgeois Citiportfolios et la banque dépositaire est la société Citibank Luxembourg. Les parts du fonds sont distribuées en Belgique par Beobank en qualité d'organisme désigné par la société de gestion, conformément à l'article 138, deuxième alinéa, de la loi belge du 4 décembre 1990. Ce texte dispose en effet que « l'organisme de placement visé à l'alinéa 1er doit désigner un organisme visé à l'article 3, 1° ou 2°, pour assurer les distributions aux participants, la vente ou le rachat des parts ainsi que la diffusion [...] des informations qui incombent à l'organisme de placement ». M. Gruslin a investi dans ce FCP en souscrivant des parts directement auprès de la société de gestion luxembourgeoise, sans passer par le distributeur belge. En septembre 1996, le dépositaire a mis fin à toutes ses relations de comptes et d'affaires avec son client, M. Gruslin, et a averti celui-ci que, à défaut de lui donner des instructions quant aux opérations à effectuer pour réaliser les parts, celles-ci seraient inscrites à son nom dans le registre des porteurs de parts du fonds détenu par l'émetteur. N'ayant pas obtenu d'instructions, le dépositaire a procédé à cette inscription en octobre 1996. Deux mois plus tard, l'investisseur a écrit au distributeur belge pour obtenir la livraison de certificats représentatifs des parts inscrites à son nom dans le registre des porteurs de parts du fonds. Le distributeur a répondu que, comme les parts avaient été achetées directement auprès de la société de gestion, elles ne figuraient pas au dossier ouvert au nom de l'investisseur dans ses livres. En janvier 2008, M. Gruslin a introduit une procédure devant le tribunal de commerce de Bruxelles en vue d'obtenir que

le distributeur belge soit condamné à lui livrer les certificats afin de pouvoir démontrer la propriété des parts souscrites. N'ayant pas obtenu satisfaction, il a interjeté appel de la décision en se fondant sur l'article 138, alinéa 2 de la loi du 4 décembre 1990. Par arrêt du 11 janvier 2011, la cour d'appel de Bruxelles a déclaré non fondée la demande tenant à la livraison des certificats au motif que, dans la mesure où ce texte constituait la transposition en droit belge de l'article 45 de la directive OPCVM, la notion de « distribution » qui y était employée devait s'entendre comme visant non pas la livraison de certificats de parts, mais le paiement aux participants. Saisie par la Cour de cassation belge de la question de savoir si la notion de participant inclut la délivrance de certificats de parts nominatives, la Cour de justice de l'Union européenne répond par la négative.

Sur le fond, elle commence par rappeler que la directive OPCVM ne définit pas la notion de « paiements aux participants ». En l'absence de renvoi exprès au droit des États membres, l'application uniforme du droit de l'Union et le principe d'égalité impose une interprétation autonome et uniforme en tenant compte du contexte de la disposition et de l'objectif poursuivi par la réglementation en cause². La notion de paiement aux participants au sens de l'article 45 de la directive ne dépend donc pas du droit belge, même si les mesures prises par l'OPCVM afin d'assurer ce paiement doivent respecter le droit de cet État.

Selon l'article 1^{er}, paragraphe 6, de cette directive, lu en combinaison avec le cinquième considérant de celle-ci, la libre commercialisation des parts des OPCVM au sein de l'Union implique, pour les OPCVM situés dans un État membre, la possibilité de commercialiser leurs parts dans un autre État membre sans que ce dernier puisse les soumettre à quelque autre disposition que ce soit dans les domaines régis par cette directive. L'article 44, paragraphe 1, de la directive impose à l'OPCVM dans cette situation de respecter les dispositions législatives, réglementaires et administratives en vigueur dans cet État qui ne relèvent pas du domaine régi par la directive OPCVM. Toutefois, comme l'énonce l'arrêt « dans le même cas de figure, l'article 45 de cette directive prévoit que l'OPCVM doit prendre, entre autres, les mesures nécessaires pour que les paiements aux participants, le rachat ou le remboursement des parts ainsi que la diffusion des informations qui lui incombent soient assurés aux participants dans cet État. Cette disposition précise que ces mesures doivent être prises dans le respect des dispositions législatives, réglementaires et administratives en vigueur dans l'État membre de commercialisation. » (point 37). Comme la Cour le souligne ensuite, même si une multitude de prestations peut être liée à la souscription et à la détention des parts d'un OPCVM, il résulte néanmoins du libellé de l'article 45 que « cet organisme n'est tenu d'assurer dans l'État membre de commercialisation que les paiements aux participants, le rachat ou le remboursement des parts et la diffusion d'informations » (point 39).

1. V. La communication interprétative de la Commission européenne du 19 mars 2007 sur les « Pouvoirs respectifs conservés par l'État membre d'origine et l'État membre d'accueil dans la commercialisation des OPCVM conformément à la section VIII de la directive OPCVM (Com (2007) 112 final).

2. Arrêt *Fish Legal et Shirley*, EU:C:2013:853 (point 42), et jurisprudence citée.

Selon le cinquième considérant de la directive OPCVM, ce texte vise à garantir l'existence de mécanismes permettant aux participants d'exercer de façon aisée leurs droits financiers dans l'État membre de commercialisation et la diffusion dans cet État membre des informations qui doivent être fournies aux participants par l'OPCVM. Or, les dispositions de la directive qui régissent les droits financiers des porteurs de parts et les obligations d'information qui incombent à l'OPCVM ne comportent aucune prescription quant aux modalités de représentation, de détention et de circulation des parts d'un OPCVM, ni quant aux moyens de preuve de la propriété des parts en vue de l'exercice, par leur titulaire, des droits y attachés. La forme sous laquelle une part est émise est intrinsèquement liée à la manière dont la propriété des parts peut être démontrée et les droits qui y sont afférents exercés (point 42). On peut observer à cet égard que l'émission des parts, contrairement à leur rachat et remboursement, n'est pas visée par l'article 45, qui n'est centré que sur des droits des porteurs régis par la directive. La directive OPCVM ne régit pas ce domaine, mais se borne à établir une obligation d'information des participants à cet égard³. « Un participant ne saurait partant pas se fonder sur l'article 45 de cette directive et, en particulier, sur l'obligation qui incombe à l'OPCVM d'assurer les paiements aux participants dans l'État membre de commercialisation, aux fins d'obtenir du service financier de cet organisme la livraison d'un certificat représentatif des parts qu'il a souscrites » (point 45).

L'arrêt retient ainsi une interprétation stricte de l'article 45 de la directive. La solution doit être approuvée. En effet, la notion de « paiement aux participants » recouvre, comme l'a d'ailleurs souligné l'avocat général dans ses conclusions (point 46), « l'exécution d'une obligation monétaire, tel que le paiement d'intérêts ou de dividendes attachés aux parts, ou, en cas de remboursement ou de rachat des parts, le paiement des sommes dues au participant », autrement dit l'exercice des droits financiers attachés aux parts. Elle ne recouvre donc pas la délivrance de certificats de parts, laquelle consiste en la remise d'une attestation de la propriété des parts à des fins probatoires. La notion de paiement ne saurait donc être artificiellement hypertrophiée pour y intégrer des éléments qui n'y sont pas relatifs. La référence aux « distributions » qui figure dans le texte de la loi belge de transposition de l'article 45 ne saurait recevoir d'autre interprétation que financière⁴. Elle ne doit pas être interprétée comme revoyant à l'ensemble des prestations relevant de la commercialisation (distribution) des parts. Si le législateur de l'Union a jugé nécessaire, en vue de réaliser une protection plus efficace et plus uniforme des participants, d'imposer à l'OPCVM l'obliga-

tion de garantir aux participants dans l'État membre de commercialisation certaines prestations jugées importantes, il l'a estimé suffisant. Aussi a-t-il considéré qu'il n'était pas utile d'en intégrer d'autres. En conséquence, le porteur de parts ne peut se fonder sur l'article 45 de la directive pour exiger du distributeur local de l'OPCVM un tel certificat. À défaut de relations contractuelles avec ce distributeur, le porteur de parts devra s'adresser directement à l'émetteur, à savoir la société de gestion du FCP, la tenue du registre des parts nominatives et la délivrance des attestations de propriété relevant du droit luxembourgeois.

Il convient de souligner que l'arrêt se réfère expressément, pour corroborer son interprétation de l'article 45 de la directive OPCVM V, à l'article 19, paragraphe 3, sous m), de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), dite directive « OPCVM IV », lu en combinaison avec le considérant 22 de celle-ci, selon lequel le contenu du registre des porteurs de parts, l'organisation de la tenue de ce registre ainsi que sa localisation relèvent soit des règles de l'État membre d'origine de l'OPCVM, soit des modalités d'organisation de la société de gestion de cet organisme (point 46). Il s'agit donc bien en l'espèce du droit luxembourgeois. La directive OPCVM IV a abrogé la directive OPCVM et en a refondu le contenu, mais n'a pas imposé de nouvelles règles en la matière en son chapitre XI relatif aux dispositions spéciales applicables aux OPCVM qui commercialisent leurs parts dans des États membres autres que ceux où ils sont établis, et plus spécialement à l'article 92. La solution du présent arrêt conserve donc son intérêt sous l'empire de la directive OPCVM IV.

Enfin, cette interprétation restrictive permet en outre d'éviter que soient mis en place des obstacles à la libre prestation de services entre États membres. À cet égard, l'obligation de disposer sur le territoire de l'État d'accueil d'un représentant légal de l'OPCVM qui assurerait des fonctions relevant de l'OPCVM ou de sa société de gestion reviendrait à exiger de disposer d'un établissement dans cet État, contraire à la notion de prestation de services⁵. ■

3. Le schéma A annexé à la directive OPCVM, point 1.10 sous la colonne 1 intitulée « Information concernant le fonds commun de placement » énumère les renseignements à fournir aux participants en ce qui concerne la nature et les caractéristiques principales des parts à émettre par l'OPCVM, y compris la forme de représentation de celles-ci, à savoir si elles le seront par un titre vif, par un certificat représentatif, soit encore par l'inscription sur un registre ou en compte, ainsi que l'indication de ce que les parts seront émises sous forme nominative ou au porteur. V. le point 43 de l'arrêt Gruslin.

4. Cf. la notion de distribution de dividendes.

5. R. Vandamme, « Vers un marché européen pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières » ; commentaire des dispositions de la directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985, Commission des Communautés européennes, Office des publications officielles des Communautés européennes, 1988, p. 93.

Convention de distribution – Rétrocession des frais de gestion – Autonomie de la société de gestion et de l'OPC.

Cass. com. 20 janvier 2015.

Commentaire de Fabrice Bussière

Un arrêt intéressant de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 20 janvier 2015 vient rappeler aux professionnels de la gestion d'actifs l'importance que revêt la rédaction d'une convention de distribution de parts d'OPC. Les faits rapportés étaient simples. Une société de gestion anglaise charge un établissement financier français de promouvoir pour son compte ses produits financiers. La convention de distribution signée entre les deux établissements prévoyait au profit de l'acteur français une liste de clients pour lesquels il bénéficiait d'une exclusivité. La convention n'est pas renouvelée. La société française estime que des rétrocessions de frais de gestion des fonds commercialisés par son entremise ne lui ont pas été versées et demande en conséquence le paiement des dites sommes à l'entité anglaise. En appel, ses prétentions sont rejetées. Un pourvoi en cassation est déposé. Tout d'abord, l'entité française réclamait une rétrocession pour la souscription d'un client, mentionné sur la liste d'exclusivité, qui avait souscrit, via un OPC dédié géré par une autre société de gestion, au motif que ledit fonds était investi dans l'OPC géré par la société anglaise. En d'autres termes, l'établissement promoteur français estimait que l'interposition d'un fonds dédié souscrit par le client ne pouvait faire obstacle au versement de rétrocession. Le pourvoi est rejeté au motif que la société française « ne pouvait prétendre au paiement des commissions concernant le placement de produits financiers dans lequel elle n'était pas intervenue ». La solution est formelle. Dès lors que le fonds n'était pas mentionné dans la convention de distribution et, de surcroît, était géré par une entité

terce qui ne figurait pas sur la liste des clients annexés à la convention de distribution, sa souscription ne pouvait donner lieu au versement d'une rétrocession. La Cour de cassation ne se prononce pas, comme l'invitait l'auteur du pourvoi, sur l'absence d'autonomie du FCP et la motivation de la décision de la société de gestion d'investir dans le fonds. On sait en effet que le FCP, qui n'a pas de personnalité morale, est une copropriété d'instruments financiers qui ne relève pas des dispositions du Code civil relatives à l'indivision, ni celles applicables à la société en participation (article L. 214-8 du Code monétaire et financier). Pour autant, le FCP est analysé traditionnellement comme un patrimoine d'affectation et dispose en conséquence d'un patrimoine propre, distinct à la fois de celui de la société de gestion et de ceux des épargnants investis dans le FCP¹. Dire que ce produit est totalement transparent est donc réducteur au regard des principes applicables à la matière.

Par ailleurs, l'établissement distributeur contestait le montant des encours servant de base de calcul des rétrocessions lui revenant. Le distributeur considérait que cette information relative au montant des encours devait être fournie par la société de gestion. L'argument n'est pas reçu par la Cour de cassation qui, en visant l'article 1315 du Code civil, rappelle qu'il appartient à celui qui réclame l'exécution d'une obligation de la prouver.

L'arrêt du 20 janvier 2015 souligne en conséquence le principe d'autonomie qui gouverne le fonctionnement des OPC (FIA ou OPCVM). En pratique, ce principe doit être gardé à l'esprit par les rédacteurs des conventions de distribution ou de placement afin d'éviter toute contestation du paiement des rétrocessions de frais de gestion. ■

1. Sur l'ensemble de la question : Th. Bonneau, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances et le droit civil », RTD Civ. 1991, p. 1 ; M. Storck, *De la nature juridique des fonds communs de placement – Mélanges Gilles Goubeaux*, Dalloz-LGDJ 2009, p. 509.

Mandat de gestion – Gestion dynamique du portefeuille – Responsabilité du professionnel – Obligation d'information et de conseil – Acceptation des aléas des marchés financiers.

CA Paris 5 février 2015.

Commentaire de Fabrice Bussière

La cour d'appel de Paris, par un arrêt du 5 février 2015, rappelle, s'il fallait s'en convaincre, la nécessité pour les clients désireux de confier en gestion leur portefeuille à un professionnel d'examiner avec attention les différentes clauses du mandat de gestion. En l'occurrence, une personne physique avait confié en 2000 à son établissement de crédit le soin de gérer son portefeuille, et ce, de manière dynamique, ce qui impliquait une forte exposition au marché des actions. Onze ans plus tard, l'investisseur, mécontent de la performance de son portefeuille, assigne

en responsabilité le professionnel pour manquement à son obligation d'information et de conseil¹. Sur le fond, l'investisseur reproche à la banque de ne pas l'avoir dissuadé d'opter pour une gestion dynamique de son portefeuille. Pour cela, il l'accuse de ne pas avoir évalué sa situation financière, ni vérifié son expérience en matière d'investissement. En outre, il conteste l'application des dispositions contractuelles du mandat selon lesquelles le client sous mandat reconnaissait que le professionnel n'était pas tenu d'une obligation de résultat et reconnaissait le caractère aléatoire des marchés financiers. L'argumentation développée par le client n'est pas retenue par la cour d'appel de Paris. Cette dernière estime que la banque n'a pas failli à son obligation d'information et de

1. I. Riassetto, « À la recherche du devoir de conseil en gestion individuelle de portefeuille », *Bull. Joly Bourse*, décembre 2012, p. 604.

conseil. En effet, la reconnaissance par le client du caractère aléatoire des marchés financiers ne confère, selon la Cour, aucun désavantage au profit de l'établissement de crédit. En outre, les magistrats relèvent que le profil de risque dynamique était parfaitement défini dans le contrat de mandat de gestion, notamment l'orientation de gestion, le type de placement ou le choix des instruments financiers. En application de cette gestion, aucune obligation de restituer le capital investi par l'épargnant ne pesait sur la tête du gestionnaire. Il pouvait d'ailleurs opter pour un profil de gestion moins risqué, tel que défini dans le contrat de mandat (à savoir une gestion prudente ou équilibrée). Le mandant ne pouvait donc ignorer le risque financier encouru en choisissant cette gestion dynamique et que rien ne pouvait, selon la cour, indiquer qu'il recherchait un placement sécuritaire. Enfin, la cour relève que la banque ne pouvait pas, de sa propre initiative, opter pour une gestion moins risquée dès lors que le client connaissait et acceptait les risques induits par une gestion dynamique. De la même manière, on sait que des conditions de marché en forte baisse ne sauraient justifier de la part du gestionnaire un change-

ment de profil de gestion². L'arrêt de la cour d'appel de Paris est classique.

Il faut relever que la réglementation a considérablement renforcé ces dernières années les obligations du prestataire de services d'investissement, agissant comme mandataire à l'égard de son client. En effet, depuis la directive MIF, la fourniture du service de mandat de gestion doit être précédée d'un test d'évaluation des compétences du client, particulièrement poussé s'agissant des clients non professionnels (article L. 533-13-I du Code monétaire et financier), comme dans le cas de l'espèce. Le règlement général de l'AMF (articles 314-10 et s.) a en outre détaillé l'étendue de l'obligation de l'information du prestataire à l'attention de son client. On soulignera enfin que la directive MIF II du 15 mai 2014 (article 25-2) obligera à compter de son entrée en vigueur les gestionnaires à évaluer la capacité de leurs clients sous mandat « à subir des pertes ». ■

2. Com. Sanctions AMF 27 juin 2014, Bull. Joly Bourse, novembre 2014, p. 536, I. Riassetto.