

CHRONIQUE

GESTION DE PORTEFEUILLE



FABRICE BUSSIÈRE
Direction
juridique
Amundi



ISABELLE RIASSETTO
Professeur
à l'Université
du Luxembourg



MICHEL STORCK
Professeur
à la faculté
de droit
de Strasbourg

Société de gestion – Obligation de gestion dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts – Absence de gestion des conflits d'intérêts – Défaut de loyauté – Dysfonctionnements du dispositif de contrôle interne et de conformité.

Conseil d'État, 6^e SSJS, n° 366108, 2 juillet 2015.

Commentaire de Michel Storck

La société de gestion de portefeuille X. gérât en 2009 vingt-deux OPCVM de capital investissement, répartis en vingt FCPI destinés à une clientèle privée et deux FCPR à procédure allégée, réservés à une clientèle institutionnelle. La Commission des sanctions de l'AMF a relevé plusieurs manquements commis par la société de gestion, relatifs à l'obligation de gestion dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts, à l'absence de gestion des conflits d'intérêts, au dépassement du ratio réglementaire d'emprunt d'espèces, au défaut de loyauté, au dysfonctionnement du dispositif de contrôle interne et de conformité : considérant que ces manquements revêtaient une extrême gravité, la Commission des sanctions a prononcé le 14 décembre 2012 des sanctions pécuniaires exemplaires à l'égard des trois dirigeants de cette société et de la société, ainsi que l'interdiction d'exercice pour une durée de trois ans à l'encontre de l'un de ces dirigeants¹.

Saisi par la société X d'un recours en annulation de cette décision de sanction, le Conseil d'État rejette la demande par une décision du 2 juillet 2015, en considérant que la Commission des sanctions n'a pas entaché sa décision d'erreur d'appréciation ni d'erreur de droit.

1. Décision de la Commission des sanctions du 14 décembre 2012 à l'égard de la société X, anciennement dénommée Innoven Partenaires SA, et de MM Walter Meier, Gilles Thouvenin et Thomas Dicker.

I. L'obligation de gestion dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts de FCPI

Le Conseil d'État relève au préalable qu'aux termes du deuxième alinéa de l'article L. 214-3 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction alors applicable, « les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs » ; qu'aux termes de l'article 314-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans sa rédaction alors applicable, « le prestataire de services d'investissement agit de manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché ».

Les obligations d'agir « au mieux » et « au bénéfice exclusif » des porteurs de parts ou actionnaires, ne sont pas contradictoires, mais se complètent.

L'expression « au mieux » des intérêts des porteurs de parts indique la manière dont toutes les obligations professionnelles pesant sur les gestionnaires d'OPC doivent être exécutées pour respecter cet intérêt. Les gestionnaires doivent mettre en œuvre tous les moyens en leur pouvoir pour servir l'intérêt des porteurs de parts. Ce qui implique qu'entre deux solutions en faveur de l'intérêt des porteurs de parts, le gestionnaire doit toujours choisir la meilleure possible.

L'expression « bénéfice exclusif » signifie que, dans l'exécution de ses obligations, le gestionnaire ne doit pas poursuivre la satisfaction d'autre intérêt que celui des porteurs de parts des OPC qu'il gère. Cette règle s'impose en présence de conflit d'intérêts potentiel ou réel. En effet, en l'absence de tout autre intérêt en concurrence avec celui des porteurs de parts dans une situation donnée, le respect de leur seul intérêt est présumé.

En pratique, il existe souvent, au moins potentiellement, un autre intérêt susceptible d'entrer en conflit avec l'intérêt des porteurs de parts : l'intérêt de la société de gestion, l'intérêt de personnes concernées, l'intérêt des sociétés cibles dans lequel l'OPCVM investit, l'intérêt

d'autres acteurs (dépositaire, distributeur, valorisateur, etc.), l'intérêt d'autres OPCVM ou de FIA, l'intérêt de clients de la société de gestion², voire l'intérêt de tiers avec lesquels cette dernière est en relation de groupe ou d'affaires. Lorsqu'une telle situation est détectée, la société de gestion doit agir non seulement « au mieux », mais aussi et surtout dans le « seul » intérêt des porteurs de parts.

En présence d'un conflit d'intérêts, la société de gestion doit trouver la meilleure solution pour que seul l'intérêt des porteurs de parts ou actions motive sa décision. Elle doit donc agir non seulement « au mieux », mais également dans leur seul intérêt : les moyens (« au mieux ») sont au service de la fin (« intérêt exclusif »).

La principale difficulté en la matière se présente lorsqu'une société de gestion réalise, comme en l'espèce, des opérations d'investissement entre deux ou plusieurs OPC qu'elle gère. Ces opérations, qui ne sont pas par elles-mêmes interdites par la réglementation des OPC, n'en doivent pas moins être réalisées dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts de chaque fonds impliqué dans l'opération et être soumises à la procédure de gestion des conflits d'intérêts qu'imposent les textes en vigueur, eu égard au risque de conflit qu'elles comportent.

L'obligation d'agir au mieux des intérêts des porteurs repose sur une mise en œuvre de tous les moyens nécessaires pour satisfaire cet intérêt ; en revanche, l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs est examinée au regard du but poursuivi par la société de gestion et de la finalité de l'opération.

Il n'appartenait pas à la Commission des sanctions de se prononcer sur l'opportunité économique des décisions de gestion³. Le contrôle opéré est en effet un contrôle de conformité législative et réglementaire de celles-ci. Il importe seulement de s'assurer que les décisions ont bien été simultanément prises dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts de chaque fonds. Le Conseil d'État rappelle cette exigence, en précisant que la preuve du manquement doit être établie « indépendamment de l'opportunité de l'opération considérée ».

Dans deux décisions, en date du 24 mars 2014⁴ et du 27 juillet 2015, le Conseil d'État a fixé une méthodologie pour la preuve du manquement : « une société de gestion de portefeuille doit, lorsqu'elle effectue des opérations financières pour le compte d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qu'elle gère, tenir compte du seul intérêt des porteurs de parts de chacun des OPCVM concernés, à l'exclusion d'intérêts concurrents, divergents ou antagonistes, y compris ceux de la société de gestion elle-même ou d'autres OPCVM dont elle assure la gestion ; que la méconnaissance de ces principes peut, à défaut de preuve matérielle, être établie par un faisceau d'indices concordants dont il résulte, indépendamment de l'opportunité de l'opération considérée, que le seul intérêt des porteurs de parts

du fonds ne peut expliquer l'opération effectuée pour son compte par la société de gestion ».

La recherche d'un ou de plusieurs autres intérêts « concurrents, divergents ou antagonistes » motivant la décision d'investissement de la société de gestion repose sur une analyse *in concreto* des circonstances de fait.

En l'espèce, les FCPI Innoven 1997, 1998 et 1999 ont pris des participations dans la société de droit canadien non cotée RWP ; un fonds d'investissement, qui avait envisagé de reprendre la participation du FCPI Innoven 1997, dont la liquidation était engagée, a renoncé à ce projet en juillet 2008 ; à la suite du désistement du repreneur, la société Innoven a cédé les titres RWP détenus par le FCPI Innoven 1997 à d'autres FCPI qu'elle gérait, les FCPI Poste Innovation 1, Poste Innovation 2 et Poste Innovation 3, à un prix de cession unitaire de 4,50 dollars canadiens ; cette opération a permis au FCPI Innoven 1997 de réaliser une performance de l'ordre de 20 %.

La Haute juridiction considère que la Commission des sanctions n'a pas entaché sa décision d'erreur d'appréciation en déduisant de plusieurs indices que le rachat, par d'autres FCPI gérés par la société Innoven, des titres de la société RWP détenus par le FCPI Innoven 1997, a été motivé au moins en partie par l'intérêt de la société Innoven, distinct de celui des porteurs des fonds souscripteurs et non par l'intérêt exclusif de ceux-ci. D'une part, l'investissement en cause entraînait un risque de liquidité majeur pour les FCPI acquéreurs qui, terminant respectivement leurs 6e et 7e années d'exercice, étaient proches de leur échéance. D'autre part, la société de gestion, qui avait connaissance des graves difficultés de trésorerie de la société RWP, a méconnu l'obligation de gestion au bénéfice exclusif des porteurs des fonds souscripteurs en fixant un prix de cession unitaire des titres à 4,50 dollars canadiens alors que le comité d'investissement de la société Innoven avait évoqué un prix très inférieur de 2 à 3 dollars américains sur le marché gris.

La Haute juridiction considère qu'il en découle que l'opération de rachat, dans les circonstances et conditions financières auxquelles elle a été réalisée, a été motivée par la nécessité de permettre une liquidation favorable du fonds vendeur par la société Innoven : la société Innoven et ses dirigeants ont manqué à l'obligation d'agir au bénéfice exclusif du client pour le compte duquel est prise une décision d'investissement.

II. L'absence de gestion des conflits d'intérêts

La société de gestion était une filiale d'un groupe dont la société mère était liée à la société RWP : à la suite de la cessation de paiement de la société RWP, la société mère a consenti à cette dernière un prêt de 5 millions de dollars ; des actions émises dans le cadre d'une augmentation de capital ont été souscrites par un FCPR créé par la société Innoven ; les parts du FCPR ont été souscrites par des FCPI gérés par la société Innoven, qui ont contracté à cette fin des crédits auprès de la société mère ; le dirigeant de la société de gestion était également dirigeant de la société mère. Le Conseil d'État relève que ces circonstances étaient susceptibles, en raison de la pluralité des intérêts en présence, de la structure

2. Les sociétés de gestion peuvent, conformément aux directives OPCVM et AIFM, proposer le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers (gestion individuelle) et le conseil en investissement au sens de la directive MIF.

3. Sanct. AMF, 30 sept. 2010, Sté A., préc. ; Sanct. AMF, 20 déc. 2012, Sté OFI AM et al., Bull. Joly Bourse 2013, p. 121, note I. Riassetto ; Sanct. AMF, 30 avr. 2013, Sté Vivieris Management SA, Bull. Joly Bourse 2013, p. 360, note I. Riassetto.

4. CE, 6^e et 1^{er} ss.-sect. réunies, 24 mars 2014 : Juris-Data n° 2014-005962 ; RD banc. et fin. 2014, Comm. 120, note I. Riassetto.

capitalistique du groupe et du cumul de mandats des dirigeants, de provoquer un conflit d'intérêts pour la société Innovent et ses dirigeants. Ces derniers n'ayant pris aucune mesure et n'ayant mis en place aucune procédure visant à détecter et traiter un tel conflit d'intérêts, la Commission des sanctions n'a pas entaché sa décision d'erreur d'appréciation en estimant que le manquement tiré de l'absence de gestion des conflits d'intérêts était caractérisé.

III. Manquement de défaut de loyauté et d'atteinte à la bonne information des porteurs de parts de FCPI

La plaquette commerciale du fonds Innovent Capital 2 mentionnait que les FCPI Innovent 1998, Innovent 1999 et Innovent 2000 avaient été régulièrement classés parmi les premiers ; il n'était pas mentionné qu'après la déclaration de cessation de paiements de la société RWP ces FCPI avaient subi une dépréciation de près de la totalité du montant initialement investi ; cette circonstance, pertinente pour apprécier les performances des fonds gérés par la société, n'a pas été prise en compte lors de la rédaction de la plaquette d'information. La Commission des sanctions n'a pas entaché sa décision d'erreur de droit, ni inexactement apprécié les faits qui lui étaient soumis en estimant que l'information fournie par la société Innovent sur les performances passées des fonds, laquelle était incomplète et faussée, ne présentait pas un contenu exact, clair et non trompeur.

En outre, différents courriers adressés à des souscripteurs potentiels comportaient des informations

abusivement optimistes et, par suite, trompeuses sur les perspectives de développement de la société RWP, afin d'inciter les investisseurs à participer à l'opération d'augmentation du capital et de rassurer les porteurs sur le rendement futur de l'investissement déjà réalisé.

Il est précisé enfin que c'est à bon droit que la Commission des sanctions a estimé que les fonctions concomitantes de membre du directoire et de directeur financier et administratif étaient incompatibles avec l'exercice indépendant de la fonction de responsable de la conformité et du contrôle interne définie à l'article 313-2 du Règlement général de l'AMF : le grief tiré des graves défaillances du dispositif de contrôle interne et de conformité était caractérisé.

La Commission des sanctions avait relevé que les manquements retenus, révélateurs d'une volonté d'« instrumentaliser » les fonds gérés au profit de la politique d'Innovent et de sa société mère, revêtaient une extrême gravité et appelaient des sanctions exemplaires à l'égard des dirigeants mis en cause. Le Conseil d'État considère qu'en infligeant au président du directoire de la société de gestion une sanction pécuniaire d'un montant de 200 000 euros ainsi qu'une interdiction d'exercice des services fournis pour une durée de trois ans et au président du conseil de surveillance une sanction pécuniaire d'un montant de 100 000 euros, et en décidant la publication de sa décision sur le site internet de l'AMF, la Commission des sanctions n'a pas, dans les circonstances de l'espèce, infligé de sanctions disproportionnées au regard de la gravité et de la nature des manquements reprochés. ■

Gestion individuelle de portefeuille – Politique d'investissement – Limite d'investissement.

Cass. com. 29 sept. 2015, n° 14-18379.

Dans un mandat de gestion discrétionnaire, dès lors que le mandant a biffé l'ensemble des mentions faisant référence à une limitation de la part d'actions devant composer le portefeuille, la société de gestion est libre du choix des investissements en instruments financiers.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

La gestion individuelle de portefeuille ou gestion sous mandat est traditionnellement présentée comme une gestion discrétionnaire. L'article D. 321-1, 4°, du Code monétaire et financier définit la gestion de portefeuille pour le compte de tiers¹ comme le fait « de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ». Le terme « discrétionnaire » renvoie à l'idée de liberté du gestionnaire dans l'exercice de ses pouvoirs. La gestion est en effet réalisée à l'initiative du seul ges-

tionnaire, sans immixtion du client² : le gestionnaire doit pouvoir mettre librement en œuvre ses stratégies sans avoir à subir les interférences des interventions intempestives de son client³. Mais une gestion discrétionnaire ne signifie pas une gestion arbitraire. Si le gestionnaire est libre de prendre, pour le compte de son client, les actes d'administration et de disposition – décisions d'investissement et de désinvestissement – sur les instruments financiers et espèces composant le portefeuille, cette liberté est toutefois encadrée par les stipulations du mandat de gestion. Le gestionnaire est en effet tenu de respecter les termes du contrat qui l'unit à son client. En particulier, il doit agir conformément à l'objectif de gestion tout en respectant les éventuelles limites (plafond

2. Lorsque le contrat de mandat de gestion est muet sur l'immixtion du client, le gestionnaire dispose en principe d'un pouvoir d'appréciation et de discussion des ordres ponctuels que lui adresserait son client (Cass. com. 12 juill. 1971, n° 70-12039 : Bull. civ., IV, n° 201 ; CA Paris 14 janv. 2000 : Juris-Data, n° 2000-111887), qui participe de son pouvoir de gestion discrétionnaire.

3. Il peut donc refuser d'exécuter les ordres transmis par ce dernier sans engager sa responsabilité (Cass. 1^{re} civ., 19 mars 1996, n° 94-14-934 : Bull. civ. IV, n° 140 ; JCP G, 1996, IV, n° 1122), sauf si ces ordres sont motivés par le souhait du client de liquider son portefeuille (par ex., Cass. 1^{re} civ., 19 mars 1996, n° 94-14-934 précité ; Cass. com. 14 mai 2013, n° 12-17554 : RD banc. et fin. 2013, comm. n° 141, note M. Storck).

1. C. mon. fin., art. L. 321-1, 4°.

ou plancher) et interdictions d'investissement stipulées au contrat. Ce dernier doit, conformément aux articles L. 533-14 du Code monétaire et financier et 314-59 du Règlement général de l'AMF, faire l'objet d'un écrit – papier ou autre support durable – comportant au minimum les mentions obligatoires imposées par l'article 314-60 de ce règlement pour les clients non professionnels, et en particulier les objectifs de gestion et les catégories d'instruments financiers que peut comporter le portefeuille.

En pratique, le contenu du contrat peut donner matière à contestations lorsqu'il s'agit de déterminer si le gestionnaire a dépassé les limites de son mandat ou commis une faute de gestion engageant sa responsabilité civile. Il peut s'agir de la politique d'investissement en relation avec la nature de l'objectif de gestion (prudent, équilibré ou dynamique), de l'existence ou de la hauteur des limites et interdictions, du type d'instruments et marchés concernés par celles-ci, du type de stratégies mises en œuvre, etc. Un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 29 septembre 2015 illustre cette problématique relativement à l'existence d'une limite d'investissement en actions.

En l'espèce, l'association Handicap international avait conclu en 1998 avec une société de gestion un mandat de gestion d'un capital destiné à être investi en titres financiers. Après avoir résilié ce contrat, en 2002, l'association avait assigné le gestionnaire en responsabilité civile, lui reprochant d'avoir, en méconnaissance de ses obligations contractuelles, augmenté de façon importante la part des achats d'OPCVM investis en actions en portefeuille au détriment des OPCVM obligataires et monétaires. La Haute juridiction casse l'arrêt d'appel (CA Paris 3 avr. 2014⁴) pour violation de l'article 4 du Code de procédure civile pour avoir dit que la société de gestion n'avait pas respecté les termes de son mandat qui lui imposaient de ne pas investir plus du tiers des fonds confiés en actions, en retenant que cette dernière ne contestait pas qu'il existait entre elle et l'association un tel accord, alors que, dans ses conclusions, la société de gestion, loin de reconnaître l'existence de cet accord, faisait valoir que le mandat de gestion qui lui avait été confié était discrétionnaire, en ce qu'elle était libre du choix des investissements en instruments financiers et précisait qu'à l'article 4 du contrat, les mots prévoyant la possibilité de limiter la part des actions à un certain pourcentage des actifs avaient été biffés par l'association.

Le problème portait donc sur l'étendue exacte du mandat de gestion. Le gestionnaire avait-il toute latitude pour investir en instruments financiers quels qu'ils soient, et en particulier en actions, ou devait-il respecter la limite du tiers du portefeuille en actions? Le contrat tel que proposé au client comportait initialement cette limite, ce dont se prévalait le client au soutien de l'engagement de la responsabilité civile du gestionnaire. Mais la société de gestion faisait état du biffage, dans le corps du mandat de gestion, de l'ensemble des mentions faisant référence à une limitation de la part d'actions, d'obligations ou

d'OPCVM monétaires, devant composer le portefeuille. Si le biffage était établi, le mandat de gestion aurait confié au gestionnaire les pouvoirs les plus étendus pour gérer le portefeuille.

Mais le biffage peut soulever plusieurs interrogations. D'une part, l'identité de son auteur peut conduire à une éventuelle divergence entre les exemplaires du mandat de gestion⁵. D'autre part, la portée de la clause rayée doit être mesurée précisément, car elle peut s'avérer en contradiction avec l'objectif de gestion figurant au contrat. Par exemple, dans un mandat de gestion prudent, le biffage du plafond d'investissement en actions peut conduire le gestionnaire à s'engager dans une politique d'investissement dynamique. Enfin, la date du biffage doit pouvoir être déterminée avec soin : au moment de la signature du contrat ou ultérieurement. Dans ce dernier cas, il importe de se référer aux stipulations relatives aux modalités de modifications du contrat⁶, telles qu'un avenant écrit.

Il reste qu'il convient de se garder de toute confusion sur le terme « discrétionnaire ». Si l'absence de limite d'investissement justifie indiscutablement l'emploi de ce qualificatif, l'existence de telles limites voire d'interdictions n'en est pas exclusive. La liberté du gestionnaire s'inscrit dans le cadre de ces limites. Que le gestionnaire jouisse sur le portefeuille des pouvoirs les plus étendus ou de pouvoirs encadrés, la gestion individuelle de portefeuille est une gestion discrétionnaire, conformément à l'article D. 321-1, 4^o, du Code monétaire et financier.

Cet arrêt invite les gestionnaires à la prudence dans la rédaction des mandats de gestion. On notera que l'AMF a modifié le 16 juillet 2015 sa position-recommandation n° 2007-21 relative aux obligations professionnelles à l'égard des clients non-professionnels en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers⁷, pour formaliser davantage la description des orientations de gestion. Elle recommande notamment aux gestionnaires de veiller à utiliser des termes adaptés, en employant par exemple la dénomination « profil prudent » quand c'est effectivement le cas. L'AMF considère que l'utilisation de cette expression n'est pas adaptée à un portefeuille exposant plus de 30 % de son actif net à des actifs risqués de type actions, obligations spéculatives (à haut rendement) ou en tous types d'actifs qui constitueraient une source de performance potentielle élevée pour le mandat. ■

4. CA Paris, pôle 5, ch. 5, 3 avr. 2014, n° 12/01997 : *Juris-Data* n° 2014-009227.

5. V. CA Paris, ch. 15, sect. B., 19 oct. 2007, n° 06/00081 : *Juris-Data* n° 2007-347778.

6. V. CA Paris, Pôle 5, chambre 7, 14 févr. 2012, n° 2010/18267, *Juris-Data* n° 2012-002006.

7. Position – recommandation AMF – Les obligations professionnelles à l'égard des clients non professionnels en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers – DOC-2007-21, p. 7 ; V.I. Riassetto et M. Storck, « Le renforcement des obligations d'information à l'égard des clients non-professionnels en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers », *RD banc. et fin.*, sept oct. 2015, p. 25.