

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

Gestion collective – Nominee – Commissionnaire – Responsabilité civile.

CA Paris, pôle 5, ch. 6, 3 mars 2017, n  14/13962

La banque qui souscrit des parts d'OPC en son nom et pour le compte de son client agit en qualité de commissionnaire. Elle manque à son obligation d'information en ne précisant pas à son client l'impossibilité de souscrire les parts au nom de ce dernier.

Commentaire d'Isabelle Riassetto

Dans la pratique internationale, la distribution des parts de fonds d'investissement – ou organismes de placement collectif (OPC) – a fréquemment lieu moyennant l'intervention d'un « intermédiaire inscrit » encore appelé *nominee* selon la terminologie anglo-saxonne. Cet intermédiaire, souvent un établissement de crédit, va souscrire les parts en son nom propre, mais pour le compte de son client. L'intermédiaire se fera ouvrir un compte-titres à son nom dans le registre de l'OPC, en précisant qu'il détient les parts ou actions pour le compte d'autrui. Il ouvre par ailleurs dans ses livres un compte titres au nom de son client. Ainsi, le client n'apparaît pas dans le registre de l'OPC, mais uniquement dans les livres de la banque transmetteur d'ordres. Le recours à cette pratique est devenu assez commun dans un certain nombre de pays, notamment au Luxembourg. Dans d'autres pays, comme aux  les Vierges britanniques (ci-après BVI), elle est systématique, ainsi que l'illustre un arrêt de la cour d'appel de Paris du 3 mars 2017.

En l'espèce, le client, titulaire d'un compte espèces et d'un compte d'instruments financiers dans les livres d'une banque française, avait par l'intermédiaire de son conseiller en investissement financier, transmis à cet

 tablissement plusieurs ordres d'achats de parts d'un fonds d'investissement de droit des BVI. Ce fonds, qui avait investi l'intégralité de ses avoirs directement auprès de Bernard Madoff Investment Securities LLC (BMIS), a suspendu le calcul de sa valeur nette d'inventaire le 19 décembre 2008 après la découverte de l'escroquerie. Dans ce contexte, le client a, en juin 2009, engagé une procédure à l'encontre de la banque, afin d'obtenir la restitution des fonds investis, au motif que la filiale luxembourgeoise de la banque française, qui a exécuté les ordres en les transmettant à la société UBS Fund Services Luxembourg, agent administratif du fonds, était seule inscrite sur la liste des actionnaires, pour en conclure qu'elle ou la société mère serait la véritable propriétaire des parts. L'issue du procès reposait sur l'analyse de la qualité de la banque *nominee* (1.). Le client a en outre recherché la responsabilité civile de la banque à raison de manquement commis en cette qualité (2.).

1. LA QUALITÉ DE LA BANQUE NOMINEE

La banque a souscrit des parts d'un fonds d'investissement en son propre nom pour le compte de ses clients.   ce titre, comme le souligne l'arrêt analysé, elle a agi en qualité de commissionnaire. Selon l'article L. 132-1 du Code de commerce, le commissionnaire est en effet celui qui agit en son nom propre ou sous un nom social pour le compte d'un commettant. Or, comme le souligne la cour d'appel, l'article 314-62 4  du règlement général de l'AMF autorise expressément les prestataires de services d'investissement à agir en cette qualité lorsqu'ils exécutent des ordres. En l'espèce, la convention de compte permettait à la banque d'exécuter un ordre comme commissionnaire. Et l'*operating memorandum* du fonds ne lui offrait guère d'autre possibilité.

Les effets personnels du contrat de commission se caractérisent par l'engagement personnel du commissionnaire (transmetteur d'ordres) et par l'absence de lien direct entre le commettant (client investisseur final) et le tiers contractant (émetteur)¹. Cette absence de représentation explique pourquoi le nom du client n'apparaît pas dans le registre de l'OPC émetteur et que seul figure celui de la banque. Le client en déduit qu'en ce cas, il n'en était pas propriétaire et que la banque, seule propriétaire des parts, devait en conséquence lui restituer le montant des sommes investies. On comprend bien l'intérêt du client, compte tenu de la situation financière du fonds ayant investi dans BMIS...

Le client aurait pu obtenir gain de cause si l'inscription du nom de la banque dans le registre de l'OPC était constitutive d'une présomption irréfragable de propriété. Or, selon l'article 42 du BVI Business Companies Act cité par l'arrêt, « l'inscription du nom d'une personne dans le registre des membres en tant que détenteur d'une action de la société constitue prima facie que cette personne disposition d'un titre juridique sur cette action ». Traduite comme « de prime abord », l'expression renvoie à la notion de « présomption simple » de droit français. Cette présomption peut être renversée par la preuve que la banque a agi comme intermédiaire au nom et pour le compte de son client, véritable propriétaire, sachant que les fonds d'investissement des BVI recourent systématiquement au système du *nominee* et que la banque n'avait pas la possibilité de souscrire les parts en les faisant inscrire directement au nom de son client sur le registre du fonds.

Comme le souligne l'arrêt, les parts de l'OPC ont été inscrites sur le compte du client dans les livres de la banque « ce qui emporte, dans ses rapports avec la banque, en application des dispositions de l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier, présomption irréfragable de propriété ». La solution s'accorde avec les règles du contrat de commission. La souscription ou l'achat par un commissionnaire est translatrice de propriété au commettant. Il s'agit ici des effets réels des contrats passés en exécution du contrat de commission². À aucun moment, en tant que commissionnaire, la banque n'est devenue le propriétaire des titres souscrits pour le compte de son client. Teneur du compte titres de son client, elle n'agit qu'en tant que détenteur pour le compte d'autrui³.

La décision de la cour d'appel de Paris, dont la solution s'inscrit dans la lignée de la jurisprudence rendue récemment à ce sujet⁴, mérite d'être remarquée en ce qu'elle fait

état de la pratique internationale du *nominee*, consacrée par certains textes. Il y est fait ainsi référence à l'article 13 de la directive européenne 2007/36/CE du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées qui vise « la personne physique ou morale reconnue comme actionnaire par le droit applicable [qui] agit à titre professionnel pour le compte d'une autre personne physique ou morale » dénommée client⁵. La décision mentionne également l'article 29, § 2, de la Convention d'Unidroit sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiaires, du 9 octobre 2009, selon lequel « [...] la loi d'un État contractant reconnaît la détention de ces titres par une personne agissant en son nom pour le compte de tiers [...] ».

Enfin, il importe de préciser que la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, dite « loi Sapin 2 »⁶, a introduit à l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier les règles relatives à l'ouverture d'un compte-titres au nom d'un intermédiaire inscrit agissant pour le compte d'un ou plusieurs propriétaires de parts ou actions d'OPC non domiciliés en France⁷. L'intermédiaire inscrit est tenu, au moment de l'ouverture de son compte-titres, de déclarer sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte d'autrui.

2. LA RESPONSABILITÉ DE LA BANQUE *NOMINEE*

L'intervention de la banque en qualité de *nominee* peut être source de responsabilité civile, mais la voie permettant au client d'obtenir réparation est très étroite.

Sur le terrain des manquements de la banque dans l'exécution de son contrat, son client lui reprochait d'être intervenue comme commissionnaire et non comme simple mandataire. Mais la cour d'appel a considéré à juste titre que, comme la banque n'avait d'autre choix pour exécuter son mandat que de se soumettre à la réglementation édictée par le fonds (*operanting memorandum*), laquelle ne prévoyait pas la possibilité d'agir comme mandataire, elle n'a commis aucune faute en intervenant en qualité de commissionnaire.

Il ne pouvait pas non plus être reproché à la banque agissant en qualité de récepteur-transmetteur d'ordres un manquement à une obligation accessoire de conseil. La

1. Cass. civ. 20 juill. 1871 : DP 1871, 1, p. 232.

2. Sur le contrat de commission et les effets réels des contrats commissionnés, v. notamment : M.-P. Dumont-Lefrand, « Contrat de commission, Régime », *JurisClasseur Contrats – Distribution*, fasc. n° 830, n° 87 et s. La propriété des actions émises est-elle transférée directement dans le patrimoine du client sans transiter par celui du commissionnaire. V. Cass. crim. 18 nov. 1882 : D. 1883, 1, p. 230 ; Cass. com. 7 mars 2000 : Bull. civ., IV, n° 46.

3. La détention pour compte d'autrui met à la charge du détenteur une obligation de conservation et une obligation de restitution des biens détenus. Il est également possible d'y voir l'exécution du contrat de commission puisque tant que la mission du commissionnaire perdure et qu'il continue au regard des tiers à apparaître comme tel – ce qui est le cas lorsque son nom continue de figurer dans le registre –, il est tenu d'une obligation de conservation (M.-P. Dumont-Lefrand, « Contrat de commission, Régime », *JurisClasseur Commercial* – n° 59, n° 35).

4. T. com. Paris 9 sept. 2011, n° 2009039816 : BJB 2011, p. 655, note I. Riassetto, sur

appel, v. CA Paris 18 avr. 2013 et sur pourvoi, Cass. com. 25 nov. 2014, n° 13-18.414, BJB janv. 2015, p. 11, note M. Storck ; TGI Paris 12 juin 2012, n° 09/02622 : BJB 2012, p. 423, note I. Riassetto ; CA Paris 19 déc. 2014, *Banque et Droit*, janv.-févr. 2015, p. 62, note M. Storck ; D. Benguigui, « Fraude Madoff, Premières lumières françaises sur une pratique de Place : l'inscription de l'intermédiaire financier au registre des actions nominatives ne crée pas la propriété », *Banque et Droit* n° 145, sept.-oct. 2012, p. 3.

5. Il convient de remarquer que l'article 1^{er}, § 3, de cette directive laisse aux États membre la possibilité de dispenser l'application de cette directive aux OPC revêtant la forme sociétaire. Mais avec la modification de cette directive par la directive adoptée le 23 mars 2017 (2014/0121(COD)PE-CONS 2/17, DRS 2 CIDEDEC 31) en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, ces sociétés ne seront pas exemptées des dispositions prévues au nouveau chapitre I ter relatif à la transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseils en vote.

6. Art. 117, VII.

7. V. I. Riassetto, « Loi Sapin 2 – *Nominee* à la française », *RD banc. et fin.*, janv.-févr. 2017, comm. n° 39 ; F. Bussière, obs. sous chronique de gestion de portefeuille, *Banque et Droit* n° 171, janv.-févr. 2017, p. 70.

solution est conforme à la jurisprudence en la matière⁸. On notera que l'existence d'un contrat de conseil en investissement conclu avec la banque ne se posait guère en l'espèce puisque le client était assisté d'un conseiller en investissement financier qui avait passé directement à la banque les ordres litigieux. Le client ne pouvait pas non plus tenir grief à la banque de n'être plus éligible au fonds suite à la modification, en 2007, du statut de ce dernier, devenu fonds professionnel, dès lors que cela ne remettait pas en cause son droit de contracter par l'intermédiaire de son commissionnaire en application de la loi des BVI (BVI Mutual Fund Act)⁹. La qualité d'investisseur professionnel est appréciée en ce cas en la personne du commissionnaire.

En revanche, sur le terrain de l'obligation d'information, les juges ont considéré que la banque n'a pas démontré avoir informé son client des conditions de souscription stipulées dans le memorandum du fonds et de l'impossibilité pour lui de souscrire des titres à son nom. En conséquence, elle a « failli partiellement » à son obligation de rendre compte de sa mission de commissionnaire, puisqu'il est établi qu'elle a adressé par ailleurs les avis d'opérés relatifs aux souscriptions des titres. En outre, la banque a manqué à son obligation d'information en n'avisant pas son client du changement de statut du fonds

devenu fonds professionnel, alors qu'elle (ou sa filiale) avait été destinataire de cette information. L'attention du *nominee* doit être attirée sur son obligation d'information. En tant que seul inscrit dans le registre du fonds, le *nominee* est le destinataire légitime des informations légales et contractuelles relatives à ce fonds. Mais il lui appartient, en tant que commissionnaire, au titre de son obligation de rendre compte de sa mission, de transmettre les informations à son client, véritable propriétaire des titres.

Il convient de remarquer que le préjudice subi, consistant dans la perte d'une chance de retirer ses capitaux du fonds d'investissement considéré, a été estimé minime, l'absence d'information sur les conditions de souscription n'étant pas à l'origine d'un préjudice significatif pour le client. Pour étayer son évaluation, l'arrêt retient plusieurs éléments : d'une part, le fait que le client n'a jamais indiqué à la banque qu'il entendait conditionner sa souscription à son inscription sur le registre des actionnaires du fonds, d'autre part, que les modalités imposées par l'*operating memorandum* n'avaient aucune incidence sur sa qualité de propriétaire et qu'il peut être supposé que lui-même comme son conseiller n'ignoraient aucunement la pratique courante du recours à un *nominee* dans le pays concerné et, enfin, que les pièces produites démontrent suffisamment que le client, les membres de sa famille ou les sociétés qu'il dirigeait ont investi une part importante de leur capital dans des fonds nourriciers Madoff en raison des rendements promis, à une époque où l'escroc avait une solide réputation et la confiance du marché. Les mêmes remarques s'imposent au titre de l'absence d'information du changement de statut du fonds qui ne modifiait en rien la situation du client. ■

8. V. Cass. com. 9 nov. 2010 n° 09-71.065 ; Cass. com. 22 sept. 2015, n° 14-21276.

9. Cette loi définit l'investisseur professionnel comme une personne : a) dont l'activité courante porte, que ce soit pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, sur l'acquisition ou la cession de biens de même nature que les biens ou une part substantielle de ces biens, de ce fonds ; ou b) qui a signé une déclaration stipulant, qu'individuellement ou conjointement avec son époux, il possède un actif net de plus d'un million de dollars américains ou son équivalent dans toute autre devise et qu'il consent à être traité en tant qu'investisseur professionnel.

Capital investissement – Fonds commun de placement à risque – Société de gestion – Responsabilité personnelle du dirigeant – Faute détachable – Mesure d'expertise.

CA Paris, pôle 5, chambre 6, 31 mars 2017, n° 15/16991, Juris-Data : 2017-007481.

Commentaire de Michel Storck

Les fonds communs de placement à risque (FCPR) ont pour vocation de prendre des participations en capital dans des petites et moyennes entreprises non cotées afin de permettre le financement de leur création, de leur développement ou de leur transmission. Au cours de la période d'investissement, les fonds investis ne sont pas disponibles ; au terme de la vie du fonds, les éventuelles plus-values sont partagées entre les porteurs de parts. Les risques spécifiques encourus par les investisseurs portent sur le risque de perte en capital, le risque d'illiquidité et le risque lié à la valorisation des titres en portefeuille. La valorisation des titres non cotés détenus par le FCPR est en effet basée sur la valeur actuelle de ces titres, cal-

culée par référence à des transactions significatives récentes concernant les sociétés du portefeuille ou des sociétés comparables. Cette valorisation peut ne pas refléter le prix reçu en contrepartie d'une cession ultérieure de ces titres.

Un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 31 mars 2017 expose les principaux griefs généralement formulés par des souscripteurs à l'encontre de la société de gestion d'un FCPR. Le cœur du débat concerne la valorisation du portefeuille du FCPR. Considérant que les opérations de cession de participation et de valorisation du portefeuille étaient contraires à leurs intérêts (une société d'investissement ayant fait une offre ferme d'achat d'un montant quatre fois supérieur au prix finalement obtenu), des souscripteurs de parts du FCPR ont engagé une action en responsabilité à l'encontre de la société de gestion, de deux SAS gérées par elle ainsi que du dirigeant de ces deux dernières sociétés, pris en son nom personnel. Il convient de souligner que les sociétés de gestion de FCPR ont pour mission non seulement de sélectionner les entreprises visées par une prise de participation, mais aussi d'intervenir ensuite directement ou indirectement dans la direction de ces sociétés. À ce titre, la responsabilité du