

# 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 – Gestion du risque de liquidité – Recommandations – IOSCO-OICV.

OICV-IOSCO Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, Final Report, Report of the Board of IOSCO, February 2018, FR01/2018.

OICV-IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, February 2018, FR02/2018.

L'OICV-IOSCO a publié de nouvelles recommandations et un guide de bonnes pratiques sur la gestion du risque de liquidité des fonds ouverts.

#### Commentaire d'Isabelle Riassetto

La gestion de la liquidité des fonds d'investissement est essentielle à la protection des investisseurs, afin que le rachat de leurs parts ou actions puisse être assuré dans des conditions préservant le respect de leur intérêt et l'intégrité des marchés. La problématique est spécifique aux organismes de placement collectif (OPC) dits « ouverts » (*open ended funds*) que sont les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et certains fonds d'investissement alternatifs (FIA) conférant aux investisseurs un droit au rachat de leurs parts ou actions à tout moment<sup>1</sup>. Le risque de liquidité<sup>2</sup> est le « *risque lié à un décalage trop important entre la liquidité des actifs en portefeuille et les conditions de rachat offertes aux investisseurs* »<sup>3</sup>. Il se traduit par le fait que ces actifs ne peuvent être cédés, liquidés ou clôturés, afin de procurer les liquidités nécessaires pour satisfaire aux demandes de rachat.

Le risque de liquidité d'un OPC peut être géré moyennant une série de mesures intervenant sur des plans différents. Certaines concernent la gestion du portefeuille.

Ainsi, pour prévenir une dégradation voire une crise de liquidité, il est possible d'introduire dans la politique d'investissement de l'OPC des exigences tenant à la liquidité des actifs en portefeuille, des limites d'investissement et d'exposition aux risques et de procéder à l'évaluation régulière des actifs. En complément de ces mesures, le gestionnaire peut avoir recours à des outils de gestion de la liquidité (*additional liquidity management tools*). Leur mise en œuvre dépend du degré de dégradation de la liquidité que subit le fonds, mais il va sans dire qu'ils n'ont pas vocation à être déclenchés en chaîne de façon automatique. La plupart de ces outils ont trait au passif de l'OPC et concernent les souscriptions et, surtout les rachats de parts. Tel est le cas de l'ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*) ou des droits d'entrée ajustables acquis au fonds afin de protéger les investisseurs présents dans le fonds contre les effets négatifs liés aux entrées et sorties du fonds, des préavis de rachat<sup>4</sup>, des charges sur rachats (*redemption fees*), de l'échelonnement des rachats (*gates*)<sup>5</sup>, des rachats en nature (*in kind*)<sup>6</sup>, ainsi que de la suspension des rachats et/ou des émissions. Un autre mécanisme intervient sur la structuration de l'OPC en assurant le cantonnement des actifs illiquides au sein d'une *side pocket*   des fins liquidatives<sup>7</sup>. Lorsqu'elles ont été prévues

1. Dir. 2009/65/CE, 13 juill. 2009, art. 1, § 2, b) et art. 84; Dir. 2011/61/UE, 8 juin 2011, art. 2, § 2 (FIA de type ouvert).

2. V. Dir. 2010/43/CE, 1<sup>er</sup> juill. 2010, art. 3, § 8. Ce texte est transposé à l'article 321-76 (ancien article 353-53-3) du règlement général de l'AMF.

3. AMF, « L'AMF clarifie le cadre applicable aux outils de gestion du risque de liquidité des fonds d'investissement », Communiqué, 8 mars 2016.

4. L'ajustement se fait à la hausse ou à la baisse en fonction du solde net des mouvements de souscriptions et de rachats, afin de faire peser les coûts de transaction sur les investisseurs qui en sont à l'origine et non sur ceux qui demeurent dans le fonds.

5. Ce mécanisme permet d'organiser l'échelonnement temporaire des demandes de rachat sur plusieurs valeurs liquidatives, dès lors qu'elles exc dent un certain niveau et dans certaines circonstances (exceptionnelles).

6. En cas de demande de rachat des parts ou des actions, le remboursement subséquent n'est pas effectué en espèces, mais en titres composant le portefeuille. La société de gestion n'a donc pas à vendre les titres peu liquides, à des conditions difficiles voire non avantageuses pour le compte du fonds, dans le but de se procurer des espèces pour servir le rachat. Ce mécanisme est cependant peu adapté à des investisseurs de détail, qui n'auront que faire de ces titres.

7. Il existe plusieurs techniques juridiques pour le cantonnement des actifs: la segmentation par la création de deux compartiments ou la scission de l'OPC. La

par le droit national et introduites dans les documents constitutifs de l'OPC, ces mesures doivent être mises en œuvre conformément à une procédure de gestion des risques adaptée, dans le respect de l'intérêt et du traitement équitable des investisseurs. Les sociétés de gestion n'en doivent pas moins contribuer à assurer la stabilité financière<sup>8</sup> et garantir l'intégrité des marchés.

La gestion du risque de liquidité intéresse les régulateurs à l'échelle internationale, européenne et nationale. Le Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO<sup>9</sup>) a publié, le 1er février 2018, un rapport final, contenant ses recommandations sur la gestion du risque de liquidité des fonds ouverts. Ce rapport, qui tient compte des résultats de sa consultation de juillet 2017<sup>10</sup>, remplace les recommandations éditées en 2013 sur le même thème<sup>11</sup>, dont il reprend le contenu tout en le complétant. Ces recommandations se font l'écho de celles du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) sur les vulnérabilités structurelles des activités de gestion d'actifs publiées en janvier 2017<sup>12</sup>. L'OICV-IOSCO a simultanément publié un autre rapport relatif aux bonnes pratiques sur la gestion du risque de liquidité des OPC ouverts, qui complète ses recommandations par des informations pratiques et des exemples<sup>13</sup>.

Une première catégorie de recommandations porte sur le processus de conception de l'OPC. L'OICV recommande que l'entité responsable – i. e. la société de gestion – instaure une procédure de gestion du risque de liquidité en conformité avec les exigences réglementaires locales (Rec. 1), qu'elle mette en place des seuils de liquidité appropriés et proportionnés aux obligations de rachat et aux responsabilités de l'OPC (Rec. 2), et qu'elle détermine soigneusement une fréquence appropriée pour la négociation des parts des OPC (Rec. 3) réaliste et conforme aux objectifs d'investissement permettant un rachat effectif. L'entité doit en outre s'assurer que les dispositions relatives aux souscriptions et rachats conviennent à la stratégie d'investissement et aux actifs de l'OPC, et ce de la création jusqu'à la fin de vie de ce dernier (Rec. 4). L'OICV apporte également

des précisions sur les outils additionnels de gestion de la liquidité constitutifs de limites aux rachats de parts en soulignant que ces outils doivent être soumis aux lois et règlements en vigueur. L'organisation internationale recommande en outre que l'entité responsable prenne en considération les différents aspects relatifs à la liquidité concernant les réseaux de distribution qu'elle se propose d'adopter (Rec. 5). Elle doit considérer la manière dont son réseau de distribution affecte la liquidité de l'OPC, en incluant dans son analyse les conditions de marché, le type d'investisseur, ainsi que l'impact d'éventuels *nominees*. L'entité devrait par ailleurs prendre en compte ses besoins en termes d'information (s'assurer qu'elle aura accès ou pourra effectivement estimer les informations), afin de gérer efficacement le risque de liquidité de l'OPC (Rec. 6). Les documents d'information des investisseurs devraient expliquer clairement la politique de gestion du risque de liquidité ainsi que la façon dont celle-ci peut affecter l'investisseur (Rec. 7).

La seconde catégorie de recommandations intéresse la gestion quotidienne de la liquidité. La procédure de gestion du risque de l'entité responsable devrait s'accompagner d'une gouvernance solide et effective (Rec. 8). Cette entité devrait instaurer et mettre en œuvre une procédure efficace fonctionnant en continu (Rec. 9), lui permettant d'évaluer régulièrement la liquidité des actifs en portefeuille (Rec. 10)<sup>14</sup>. L'entité devrait en outre intégrer la gestion de la liquidité dans ses décisions d'investissement (Rec. 11). La procédure de gestion du risque devrait permettre d'identifier l'apparition d'une insuffisance de liquidité avant qu'elle ne se produise (Rec. 12). L'entité devrait être en mesure d'y incorporer les données et facteurs pertinents, afin d'avoir une vue d'ensemble globale des risques éventuels (Rec. 13). Enfin, elle devrait procéder régulièrement à des évaluations de la liquidité selon différents scénarios, dont des *stress-tests* conformément aux orientations réglementaires (Rec. 14).

L'OICV considère que la meilleure protection contre les vulnérabilités structurelles consiste, pour les gestionnaires de fonds d'investissement, à adopter des procédures solides de gestion du risque de liquidité. Pour ce faire, elle invite les régulateurs nationaux à encourager et à superviser le développement et la mise en œuvre de ces procédures. Elle attend de ces derniers qu'ils assurent une application effective de ses recommandations et qu'ils promeuvent leur application par les sociétés de gestion de portefeuille<sup>15</sup>. Elle annonce également une évaluation de la mise en œuvre de ses recommandations dans les pays pertinents d'ici deux à trois ans.

partie liquide des actifs est logée dans un compartiment ou un OPC « réplique », alors que la partie illiquide sera cantonnée dans la *side pocket*. Cette dernière ne pourra plus émettre des parts ou accepter de rachats et sera gérée dans l'unique but de sa liquidation (gestion extinctive). Les porteurs existant à la date de la scission se voient affecter une quote-part de la *side pocket* jusqu'à la liquidation de cette dernière.

8. Certains fonds d'investissement et, en particulier, les fonds monétaires jouant un rôle déterminant dans le financement à court terme d'entités telles que les banques, les entreprises ou les administrations, ces désengagements massifs peuvent entraîner une pénurie de crédit.
9. International Organisation of Securities Commission.
10. OICV-IOSCO, Consultation on CIS Liquidity Risk Management Recommendations, 6 juill. 2017, CR04/2017.
11. OICV-IOSCO, Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, Final Report, Board of IOSCO, mars 2013.
12. Financial Stability Board, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, 12 janv. 2017. Le FSB a mis en évidence les écarts de liquidité et l'effet de levier comme vulnérabilités les plus importantes.
13. OICV-IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, Final Report, Board of IOSCO, févr. 2018, FR02/2018.

14. Cette procédure doit lui permettre d'évaluer, de surveiller et de gérer le risque de liquidité, en tenant compte de l'interconnexion de ce dernier avec d'autres facteurs de risques, tels que le risque de marché ou le risque de réputation.

15. Cette transposition doit tenir compte du contexte juridique de chaque pays, de sorte qu'elle peut varier de l'un à l'autre.

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a appelé dans un communiqué de presse du 6 mars 2018, les différents outils de gestion de la liquidité disponibles en France et indiqué que de nouvelles modifications réglementaires entreraient en application prochainement, afin d'élargir la palette de ces outils et de préciser leur cadre juridique. Elle invite également les sociétés de gestion « à étudier l'opportunité, au regard des stratégies mises en œuvre et des marchés sous-jacents, d'adapter leurs outils ou de mettre en place de nouveaux outils de gestion du risque de liquidité, en cohérence avec le renforcement du cadre proposé ». Dans un communiqué portant la même date, l'Association française de gestion financière (AFG) a affirmé également son soutien aux travaux internationaux, européens et français sur la gestion du risque de liquidité pour les fonds. Ses guides édités en mai 2017<sup>16</sup> témoignent de son attachement à cette problématique.

Les recommandations de l'OICV doivent être mises en perspectives avec l'encadrement de la gestion de la liquidité en droit de l'Union européenne<sup>17</sup> ainsi qu'en droit interne. Comme le souligne en effet l'OICV, la procédure et les outils additionnels de gestion de la liquidité doivent avoir été prévus par le législateur ou le régulateur. En droit européen des fonds d'investissement, il existe déjà un cadre juridique de la gestion du risque de liquidité dans les directives OPCVM et AIFM. Pour les OPCVM, l'exigence de liquidité participe des critères d'éligibilité des actifs<sup>18</sup>, des règles relatives à la politique de placement<sup>19</sup>, ainsi qu'à celles relatives à la suspension des rachats – subordonnée à l'existence de circonstances exceptionnelles<sup>20</sup> et dans la mesure où l'intérêt des porteurs le commande<sup>21</sup>. Les sociétés de gestion d'OPCVM sont en outre tenues de se doter d'une politique de gestion du risque de liquidité<sup>22</sup>. Compte tenu des risques liés à l'absence de restriction à l'effet de levier et au défaut d'exigences particulières de liquidité au nombre des critères de définition d'un FIA, la directive AIFM a imposé à leur gestionnaire la mise en place d'une politique rigoureuse de gestion de la liquidité, comportant notamment des simulations de crise<sup>23</sup>.

En droit interne, outre les règles issues de la transposition des directives européennes<sup>24</sup>, il existe d'ores et déjà un certain nombre d'« outils additionnels » de

gestion du risque de liquidité introduits par le législateur, tels que les *side pockets*<sup>25</sup>, les *gates*<sup>26</sup> et les préavis de rachat<sup>27</sup>. Les rachats en nature (*in kind*) ne sont possibles qu'en phase de liquidation et pour autant que les investisseurs y ont consenti. L'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette a élargi la palette des outils de gestion du risque de liquidité<sup>28</sup>. Le législateur<sup>29</sup> a renvoyé au règlement général de l'AMF pour la fixation des « conditions de souscription, de cession et de rachat des actions émises par » l'OPC. Le régime s'applique à tous les OPC ouverts, quelle que soit leur forme juridique (forme sociétaire de la société d'investissement – SICAV – ou forme contractuelle du fonds commun de placement – FCP) et leur régime (OPCVM ou FIA). Les FIA concernés sont les fonds d'investissement à vocation générale (FIVG), les fonds de fonds alternatifs (FFA), les fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et les fonds d'épargne salariale (FES).

Prochainement, l'AMF clarifiera le régime juridique des outils de gestion des risques en s'inspirant des recommandations de l'OICV/IOSCO. Elle précisera le cadre juridique des préavis de souscription et/ou de rachat, du remboursement en nature et de la fermeture partielle ou totale des souscriptions (*soft* ou *hard close*). ■

16. AFG, Charte de bonne conduite pour le *swing pricing* et les droits d'entrée et de sortie ajustables acquis aux fonds, 2014 (Actualisé en janvier 2016) ; Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts, mai 2017.

17. V. I. Riassetto, « Garantir le remboursement des investisseurs par la gestion de la liquidité des fonds d'investissement », *RISF* 2014/1, p. 25.

18. Dir. 2009/65/CE, 13 juill. 2009, art. 1, § 2, a).

19. Dir. 2009/65/CE, 13 juill. 2009, art. 50 et s.

20. Par ex. la fermeture du marché où sont cotés les titres en portefeuille.

21. Dir. 2009/65/CE, 13 juill. 2009, art. 84, § 2.

22. Dir. 2010/42/UE, 1<sup>er</sup> juill. 2010, art. 38. La règle est transposée à l'article 321-78 (ancien art. 313-53-5) du règlement général de l'AMF.

23. Dir. 2011/61/UE, 8 juin 2011, art. 16 ; Règl. délégué (UE), n° 232/2013, art. 46 à 49.

24. Pour les OPCVM, l'article 38 de la directive 2010/42/UE est transposé à l'article 321-78 (ancien art. 313-53-5) du règlement général de l'AMF. Pour les FIA, l'article 16 de la directive AIFM est transposé aux articles 318-44 et 318-45 du règlement général de l'AMF.

25. Introduit par l'arrêté du 19 septembre 2008, puis par l'ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 et son décret d'application n° 2008-1312 du 12 décembre 2008, le cantonnement des actifs, qui repose sur la scission de l'OPC, figure désormais aux articles L. 214-7-4 et L. 214-8-7 du Code monétaire et financier.

26. Jusqu'à la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, dite « loi Sapin 2 », ce mécanisme était restreint à certains FIA : les fonds de fonds alternatifs (FFA), les fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et les organismes de placement collectif immobiliers (OPCI). Il avait été introduit par l'ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 (v. *Banque et Droit* n° 122, p. 38, obs. F. Bussière ; *RTD com.* 2008, p. 169, obs. M. Storck). L'article 118, I, de la loi Sapin 2 a étendu ce mécanisme à tous les autres fonds ouverts, à savoir aux OPCVM (C. mon. fin., art. L. 214-7-4 et L. 214-8-7), aux fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) (C. mon. fin., art. L. 214-24-33 et L. 214-24-41) et, par renvoi, aux fonds de capital investissement (FCPR, FCPI et FIP), aux fonds professionnels de capital investissement et aux fonds d'épargne salariale (FES). Le dispositif législatif est complété par l'article 411-21-1 du règlement général de l'AMF ainsi que par l'instruction AMF DOC-2017-05 relative aux modalités de mise en place des mécanismes de plafonnement des rachats ou « *gates* ». Sur cette réforme, v. Riassetto I., « Mécanismes de plafonnement temporaire des rachats (*gates*) dans les fonds d'investissement ouverts », *RD banc. et fin.* 2017, n° 1, p. 68 ; M. Storck, *Banque et droit* 2017, n° 171, p. 69).

27. Position-recommandation AMF, Guide du suivi des OPC – DOC-2011-25, 1.4.4., p. 5. Le préavis pouvant être impératif ou incitatif, l'AMF permet le second. Les demandes de rachat sont satisfaites sans frais si le préavis a été respecté. V. AFG, Les outils de gestion du risque de liquidité dans les fonds ouverts, mai 2017, 2. Préavis, p. 2.

28. V. I. Riassetto, « Gestion de la liquidité », *RD banc. et fin.* nov.-déc. 2017, comm. 269.

29. La règle figure aux articles L. 214-7, L. 214-24-29, L. 214-8 et L. 214-24-34 du Code monétaire et financier.

## Commercialisation de parts de FCPI – Société de gestion de portefeuille – Responsabilité civile – Cohérence de la documentation – Prorogation du fonds – Rachat de parts – Perte de chance.

Cass. com. 14 févr. 2018, n° 16-21634.

Commentaire de Michel Storck

Les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) sont des véhicules de capital investissement investis en titres de sociétés innovantes non cotées en bourse à hauteur de 60 % minimum. Ils sont ouverts à des investisseurs non professionnels, attirés par le régime de défiscalisation qui s'y rattache. Les FCPI ont enregistré en 2017 un record historique de levée à 637 millions d'euros ; 137 000 particuliers ont souscrit à des FCPI et/ou à des FIP, un nombre proche du record historique de 145 000 souscripteurs en 2008, pour un montant moyen des souscriptions en légère baisse à 7 900 € (-7 % par rapport à 2016)<sup>1</sup>.

Les performances générées par ces fonds expliquent ce regain d'attractivité auprès des investisseurs. Toutefois, l'AMF a présenté un état récapitulatif des principaux facteurs de risques liés à un investissement dans un fonds de capital investissement<sup>2</sup>, pour lesquels l'investisseur doit être clairement informé. Par un arrêt du 14 février 2018, la Cour de cassation rejette le pourvoi formé contre l'arrêt d'appel<sup>3</sup> qui a retenu à la charge de la société de gestion commercialisateur d'un FCPI l'existence de deux fautes dans l'information donnée à l'investisseur, relatives au risque de perte partielle ou totale en capital et au risque d'illiquidité des parts avant l'échéance (1.) ; par ces fautes, l'investisseur a subi une perte de chance de ne pas souscrire les placements en cause et une perte de chance d'obtenir une meilleure valeur liquidative de ses parts (2.).

### 1. INFORMATION DE L'INVESTISSEUR

#### 1.1. Cohérence de la documentation relative au FCPI

La cour d'appel avait relevé à juste titre que la simple souscription de parts de FCPI n'est pas une opération spéculative : « ni la soumission à la variabilité des marchés ni la volatilité de ceux-ci ne suffisent à caractériser une opération spéculative ». Il n'était dès lors pas requis de mettre expressément en garde l'investisseur, qui n'était pas un investisseur averti, sur les risques présentés par la simple acquisition de parts d'un FCPI.

L'investisseur soutenait que la documentation pour les fonds était présentée de manière avantageuse en mettant en avant les aspects les plus positifs des produits

sans mentionner le risque de perte en capital. Or toute communication à caractère promotionnel destinée aux investisseurs en OPC « doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner, le cas échéant, les caractéristiques moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés »<sup>4</sup>. Elle ne doit donc pas travestir, minimiser, ou occulter certains éléments, déclarations ou avertissements importants. Les juges ont constaté que les documents remis au souscripteur n'attiraient aucunement son attention sur le risque, certain en matière de FCPI, de perte en capital. Les documents publicitaires qui prenaient la forme de fiches synthétiques mentionnaient en effet seulement les objectifs de rentabilité, sans évoquer les pertes. Ces fiches se contentaient de renvoyer aux notes d'information approuvées par la COB qui, elles, comportaient un avertissement en première page sur les risques du produit. La cour d'appel a considéré que ces documents publicitaires n'attiraient aucunement l'attention du souscripteur sur le risque, certain en matière de FCPI, de perte en capital ; les fiches synthétiques n'étaient donc pas cohérentes avec la note d'information à laquelle elles renvoyaient.

En l'état de ces constatations les juges du fond ont légalement justifié leur décision en déduisant que « le gestionnaire du fonds avait commis une faute en s'abstenant de mentionner les caractéristiques les moins favorables de l'investissement proposé dans sa documentation commerciale ».

Cet arrêt s'inscrit dans la droite ligne de la jurisprudence de la Cour de cassation<sup>5</sup>. Le principe de cohérence n'est pas apprécié globalement par rapport à l'ensemble des documents d'information remis aux investisseurs : il doit être appliqué pour chaque document publicitaire remis au client<sup>6</sup>.

#### 1.2. Information relative à la prorogation du FCPI

Les deux FCPI expiraient respectivement au 31 décembre 2006 et 2007. L'investisseur reprochait à la société de gestion de n'avoir pas pu sortir des deux FCPI à la date initialement prévue par leur règlement, car la société de gestion avait prorogé par deux fois leur durée sans en aviser les porteurs de parts dans les délais requis, tout en bloquant le rachat des parts.

1. AFG et France Invest, Levées de capitaux par les FCPI et les FIP en 2017, 8 mars 2018.  
2. AMF, Comprendre les produits de capital investissement avant d'investir, 26 juin 2013.  
3. CA Paris, pôle 4, ch. 9, 30 juin 2016, n° 14/03301 : Juris-Data n° 2015-018909, RDB Fin. nov.-déc. 2016, p. 76, note I. Riassetto.

4. Règl. COB n° 89-02, art. 33 devenu Règl. gén. AMF, art. 411-50 – aujourd'hui art. 411-126, al. 3 pour les OPCVM et art. 421-25 pour les FIA.

5. Cass. com. 24 juin 2008, n° 06-21.798, Bull. civ. IV, n° 127 ; D. 2008, p. 1892, obs. X. Delpech, Banque et Droit 2008, n° 112, p. 23, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet, Banque et Droit 2008, n° 121, p. 70, obs. F. Bussière ; JCP G 2008, II, 10160, note M. Mathey ; BJB 2008, p. 398, note H. Guyader ; RTD com. 2008, p. 590, obs. M. Storck ; RLDA 2008/30, n° 1797, obs. S. Piedelièvre ; Dr. sociétés 2009, comm. n° 11, note Th. Bonneau ; RD banc. et fin. 2008, n° 5, p. 20, obs. M. Roussille ; RDC 2009, p. 107, note S. Carval ; Dr. & patr. 2008, n° 173, p. 98, note J.-P. Mattout et A. Prüm, Gaz. Pal. 6 déc. 2008, p. 24, note Greffe ; H. Causse, « Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine », RD banc. et fin. 2008, n° 4, p. 41 ; I. Riassetto, « Qualité de la publicité des OPCVM », Omidroit, Newsletter 2008, n° 20, p. 22. – Cass. com., 19 janv. 2010, n° 09-10.627 : RD banc. et fin. 2010, comm. 77, obs. M. Storck ; Banque et Droit 2010, p. 49, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet ; Banque et Droit 2010, p. 35, obs. F. Bussière.  
6. Sur cette question, V. I. Riassetto et M. Storck, Les OPCVM, Lextenso 2016, n° 687 et 727.

Les règlements des FCPI précisait que le fonds est créé pour une durée de huit ans à compter de sa constitution, que cette durée peut être prorogée par la société de gestion par périodes d'une année et au maximum deux fois et que chacune de ces décisions de prorogation est prise six mois avant l'expiration de la durée prévue.

Les règlements prévoyaient également que les demandes de rachat émanant des porteurs de parts devaient être enregistrées du 1<sup>er</sup> janvier au 31 mai et du 1<sup>er</sup> juillet au 30 septembre de chaque année, sachant que la valeur liquidative des parts était déterminée par la société de gestion le 30 juin et le 31 décembre de chaque année. La question posée à la cour d'appel consistait à déterminer si l'investisseur avait été informé en temps utile pour lui permettre d'exercer sa demande de rachat de ses parts pour une exécution de celle-ci à la fin de la durée de vie initiale des fonds. La Cour de cassation considère que la cour d'appel a pu déduire de la confrontation des termes du règlement et des éléments factuels soumis à son appréciation, que « les informations sur la prorogation de la durée des fonds étaient systématiquement données à une date qui ne permettait plus d'enregistrer une demande de rachat de parts, pour l'année en cours, avant l'intervention de la prorogation ».

L'investisseur a ainsi été privé « d'une information loyale sur l'ampleur des risques liés à la souscription ».

## 2. LA PERTE DE PLUSIEURS CHANCES

L'investisseur en parts de FCPI a le choix entre trois positions : souscrire, conserver ou liquider des parts de FCPI. Ce choix est exercé au regard des informations et communications promotionnelles qui lui sont transmises par le commercialisateur. En l'espèce, l'inexécution par la société de gestion commercialisateur de ses obligations d'information à l'égard de l'investisseur a fait perdre à ce dernier la chance de se déterminer en connaissance de cause. Cette application de la perte de chance est classique en matière de souscription de parts d'OPC<sup>7</sup>.

La cour d'appel a identifié non pas une mais deux chances perdues distinctes dont l'investisseur est en droit de demander réparation. En premier lieu, elle énonce que « la faute contractuelle de la société [de gestion] dans l'information donnée par ses fiches synthétiques a fait perdre à [l'investisseur] une chance de ne pas souscrire un tel placement ». S'abstenir d'investir constitue pour l'investisseur un événement favorable qui lui permet d'éviter de s'exposer à un risque de perte. En second lieu, la cour considère que « les fautes contractuelles de la société [de gestion] dans l'information sur la prorogation des FCPI et dans la gestion du conflit d'intérêts ont fait perdre à [l'investisseur] une chance d'obtenir une meilleure valeur liquidative de ses parts ». S'il avait pu se prévaloir d'une valeur liquidative supérieure à celle établie pour les besoins de la liquidation des deux fonds, l'investisseur aurait pu demander le rachat de ses parts plus tôt et, le cas échéant limiter le montant de ses pertes.

Le montant de l'indemnisation de la chance perdue doit être calculé en fonction des probabilités de réalisation de l'événement : la mesure de la probabilité permet non seulement de déterminer si la perte de la chance donne droit à réparation, mais aussi quel est le montant de cette réparation<sup>8</sup>. C'est pourquoi la réparation allouée à l'investisseur à ce titre ne correspond pas à la perte du capital investi. En l'espèce, bien que les deux chances perdues aient été distinctes dans leur caractérisation, la cour d'appel n'expose pas la méthode d'évaluation et fixe une indemnisation globale de ces pertes de chance. La Cour de cassation considère que la cour d'appel était en mesure de fixer l'indemnisation des pertes de chance subies par l'investisseur à la somme de 3 500 euros par part soit 7 000 euros en tout, « sans avoir à entrer dans le détail de l'argumentation des parties sur ce quantum ». Ce montant n'est pas très éloigné du montant des souscriptions initiales sans lui être équivalent. Le recours à la notion de perte de chance permet précisément d'éviter toute discussion et contestation sur l'évaluation du préjudice subi par l'investisseur<sup>9</sup>. ■

7. Cf. notamment Cass. com. 9 nov. 2010, n° 09-69997 : *Juris-Data* n° 2010-020804 ; CA Paris, ch. 7, sect. 6, 7 avr. 2009 : *Juris-Data* n° 2009-377238 ; CA Douai, ch. 3, 30 sept. 2010, n° RG 09/06590 ; CA Versailles, ch. 16, 10 févr. 2011 : *Juris-Data* n° 2011-001873 ; CA Toulouse, ch. 2, 10 août 2016, n° RG 13/04641 : *RD banc. et fin.*, sept.-oct. 2016, comm. 215, note I. Riassetto.

8. F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, *Les obligations*, Précis Dalloz, 11<sup>e</sup> éd., n° 701.

9. Cf. N. Rontchevsky, « Réparation du préjudice subi par l'investisseur victime d'informations financières trompeuses : perte de chance ou évaluation rigoureuse ? », *RTD com.* 2014 p. 829.