

COUR D'APPEL BRUXELLES 5 SEPTEMBRE 2019

INSTITUTIONS ET INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Gestion de fortune et conseil – Information – MiFID – Responsabilité – Obligation d'anticipation – Calcul des commissions – Valorisation du portefeuille

La responsabilité du gestionnaire de fortune ne se déduit pas de la seule perte du portefeuille.

Le devoir d'information et de conseil du gestionnaire de fortune doit s'apprécier en fonction de la personnalité du client et de sa catégorisation.

Le gestionnaire de fortune doit informer son client d'un changement annoncé de la réglementation fiscale. Le gestionnaire de fortune doit anticiper les conséquences négatives d'une réforme fiscale.

Le gestionnaire de fortune doit périodiquement informer son client de la valeur de son portefeuille. Si les commissions sont calculées sur la base de la valeur du portefeuille, le gestionnaire de fortune devra être particulièrement attentif à la valorisation, notamment si aucune valeur de marché n'est disponible.

FINANCIËLE INSTELLINGEN EN TUSSENPERSONEN

Vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs – Informatieverstrekking – MiFID – Aansprakelijkheid – Verplichting tot anticiperen – Berekening van de commissies – Waardering van de portefeuille

De aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder komt niet tot stand door het loutere verlies van de portefeuille.

De informatie- en adviesplicht van de vermogensbeheerder dient te worden geëvalueerd in functie van de specifieke kenmerken van de cliënt en de categorie waartoe de cliënt behoort.

De vermogensbeheerder dient zijn cliënt te informeren over een aangekondigde wijziging van de fiscale reglementering. De vermogensbeheerder moet anticiperen op de negatieve gevolgen van een fiscale hervorming.

De vermogensbeheerder dient zijn cliënt op regelmatige basis te informeren over de waarde van zijn portefeuille. Wanneer de commissies worden berekend aan de hand van de waarde van de portefeuille, dient de vermogensbeheerder bijzondere aandacht te hebben voor de waardering van de portefeuille, in het bijzonder wanneer er geen marktwaarde voorhanden is.

P.G. / SA B.D.P.

Siège.: M.-F. Carlier (président de la chambre), F. Custers et C. Heilporn (conseillers)

Pl.: J.-P. Buyle, L. Cloquet, B. Thieffry, S. Hirsch et R. Jafferali

Aff.: 2012/AR/2779-2016/AR/433

(...)

I. Les décisions entreprises

Les appels sont dirigés contre les jugements prononcés les 14 juin 2011 par le tribunal de première instance de Bruxelles et 26 mai 2015 par le tribunal de première instance francophone de Bruxelles.

Aucun acte de signification de ces décisions n'est produit par les parties.

II. La procédure devant la cour

L'appel dans la cause portant le numéro de rôle général 2012/AR/2779 est formé par requête déposée par P.G. au greffe de la cour, le 30 octobre 2012.

Un appel incident est introduit par la SA B.D.P. par conclusions déposées au greffe de la cour le 29 mars 2013.

L'appel dans la cause portant le numéro de rôle général

2016/AR/433 est formé par requête déposée par P.G. au greffe de la cour, le 8 mars 2016.

Un appel incident est introduit par la SA B.D.P. par conclusions déposées au greffe de la cour le 8 juillet 2016.

La procédure est contradictoire.

Il est fait application de l'article 24 de la loi du 15 juin 1935 sur l'emploi des langues en matière judiciaire.

III. Les faits et antécédents de la procédure

1. P.G. est un industriel français retraité établi en Belgique.

Le 7 juillet 2004, il conclut avec la B.D.P. (ci-après la banque) une convention de gestion de fortune aux termes de laquelle il lui confie « une mission de dépositaire et de gestionnaire de fortune au sens de la loi du 6 avril 1995 et des arrêtés royaux régissant l'activité de gestion de fortune ».

Le contrat prévoit notamment que:

– sous réserve des précisions figurant dans les conditions

particulières, « *la banque peut effectuer toutes opérations relatives aux avoirs qui reposent sur le compte titulaire et procéder à tous placements en instruments de placement visés au point 4 en nom et pour compte du titulaire et aux risques et frais de ce dernier* » (point 3 « Opérations autorisées »);

– sous réserve des précisions figurant dans les conditions particulières, « *la banque est autorisée à effectuer des opérations sur tous les marchés réglementés belges et étrangers* » pour l'ensemble des instruments de placement y énumérés (actions, obligations, droits de souscription, etc.) (point 4 « Instruments de placement et marchés »);

– la banque informera immédiatement le titulaire de toute opération effectuée et lui enverra tous les trimestres (ou à une fréquence d'envois plus importante à convenir) un rapport mentionnant notamment le montant des liquidités et la dernière valeur des instruments de placement, un aperçu de la répartition du risque et le montant de la commission de gestion due. Le titulaire est tenu de signaler immédiatement à la banque toute inexactitude qu'il constaterait dans les avis, extraits et rapports. Toute contestation n'est recevable que si elle est effectuée par lettre recommandée avec accusé de réception, dans un délai de 7 jours ouvrables après l'expédition des avis, extraits et rapports (point 6 « Informations au titulaire »);

– le titulaire autorise la banque à prélever la commission de gestion précisée au point 7 des conditions particulières. Les taxes et frais bancaires propres à chaque opération (courtage, droit de timbre, taxe sur livraison de titres au porteur, ...) sont pris en charge directement par le titulaire (point 7 « Commission de gestion »);

– « *toute instruction spécifique du titulaire pour la réalisation d'une opération relative à ses avoirs, à l'exception des transferts de liquidités, devra être notifiée par un écrit à la banque. Ces avoirs seront portés sur un sous-compte du titulaire, distinct des comptes pour lesquels la banque exerce sa mission de gestion de fortune et sortant donc de son champ d'application. La banque exécutera cette instruction spécifique aux risques et périls du titulaire* » (point 8 « Instructions du Titulaire »).

Les conditions particulières annexées à la convention indiquent que:

– l'objectif de P.G. est de réaliser des « plus-values de capital » avec un horizon de temps « moyen »;

– le risque financier admis est « moyen », soit une autorisation d'investir jusqu'à 65% en actions et en instruments dérivés;

– il n'y a pas de limitations aux investissements en organismes de placement collectif, en ce compris les organismes de placement collectif promus ou gérés par la banque ou ses filiales;

– la banque est autorisée à effectuer des opérations en dehors des marchés réglementés;

– la fréquence d'envoi des rapports de gestion est « mensuelle »;

– la commission de gestion (hors TVA) est calculée à l'échéance de chaque semestre calendrier, sur la moyenne des valorisations mensuelles du portefeuille, selon la formule suivante:

• 2 1/2 % par semestre (hors TVA) pour la tranche gérée allant jusqu'à 743.000 EUR;

• 1 1/2 % par semestre (hors TVA) pour la tranche gérée de plus de 743.000 EUR.

Avec un minimum de 743 EUR (hors TVA) par semestre.

Peu avant, P.G. signe le 24 juin 2004, une « demande d'accès Internet Banking » et souscrit dans ce cadre un « abonnement consultation » et un « abonnement opération (virements, ...) ».

Le patrimoine de P.G. confié à la banque s'élève au début de l'année 2005 à près de 50.000.000 EUR.

En janvier 2005, la banque adresse à P.G. une « proposition de gestion » qui rappelle l'objectif et les contraintes du portefeuille en ces termes:

« OBJECTIF: *Constituer un pôle de gestion permettant:*

– *de desservir une rente annuelle de 360.000 EUR (12 x 30.000)*

– *de générer de la croissance en terme réel du capital*

CONSTRAINTES: - *Taille du portefeuille: 48.8 millions EUR*

– *Horizon de temps: moyen/long*

– *Liquidité de l'investissement*

– *Devise: EUR*

AVERSION AU RISQUE: – *Moyenne*

MANDAT DE GESTION: – *Gestion discrétionnaire* »

La banque y propose un modèle de gestion axé sur une segmentation du portefeuille en trois pôles:

– un portefeuille revenus de +/- 9.000.000 EUR (objectif: financement de la rente);

– un portefeuille d'investissement de +/- 30.000.000 EUR (objectif: croissance à long terme);

– un portefeuille réserve de +/- 10.000.000 EUR (objectif: financement de projets spécifiques).

Le 4 octobre 2006, un « complément à la convention de gestion de fortune signée en date du 7 juillet 2004 » est conclu entre P.G. et la banque. Il porte sur la gestion de 2.000.000 EUR avec un horizon de temps « long »; sous le titre « autre », l'objectif est de réaliser « une gestion à haut risque dans l'optique de dégager à court terme des plus-values ».

Les relations entre la banque et P.G. se dégradent à la fin de l'année 2007.

Les faits spécifiques à chacun des trois investissements en litige seront examinés en même temps que les développements juridiques les concernant.

Dans un courriel du 8 janvier 2008, faisant suite à une réunion tenue le même jour, la banque confirme à P.G. qu'« aucune décision de gestion n'est implémentée sans votre accord sauf pour la gestion du cash (Venus rendmone-tary) et la gestion trading (...) ».

Le 3 juin 2008, les parties signent une convention de « conseil en placement » en remplacement de la convention de gestion de fortune. P.G. opte pour des conseils de gestion à « long terme » et un « risque moyen » portant sur un investissement en actions jusqu'à un maximum de « 60% » avec « autorisation d'investir en instruments dérivés (...) uniquement au travers d'instruments structurés et de hedge funds ».

A partir de janvier 2009, des conseils interviennent pour P.G. dans le cadre de la gestion par la banque des titres Lux-Alpha (cf. ci-après). Les relations entre les parties deviennent contentieuses.

2. Par exploit du 9 avril 2009, P.G. fait citer la banque devant le tribunal de première instance de Bruxelles en indemnisation du dommage résultant des pertes subies sur des placements financiers effectués en son nom et pour son compte dans le cadre de la convention de gestion de fortune.

(...)

IV. Discussion

1. Sur la jonction des causes

4. Les parties s'accordent pour demander la jonction des deux causes, celles-ci concernant la même affaire. Il y a lieu d'y faire droit.

2. Sur les principes applicables à la responsabilité du gestionnaire de fortune

5. La gestion de fortune est définie comme « la gestion, sur une base discrétionnaire et individualisée, de portefeuilles d'investissement dans le cadre d'un mandat donné par les investisseurs lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs instruments financiers » (art. 46, 1^o, 3, de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement). Elle implique le pouvoir pour le gestionnaire de fortune d'accomplir d'initiative et sans l'accord préalable du client pour chaque opération concernée, des actes de disposition et d'administration sur les avoirs du client, et ce en tenant compte de la stratégie et des objectifs de ce dernier.

La gestion de fortune relève du mandat (non représentatif puisque le gestionnaire intervient en règle en son nom propre mais pour le compte du client) et du louage d'ouvrage.

Le gestionnaire de fortune est tenu d'appliquer les règles du mandat telles que prévues aux articles 1991 à 2002 du Code civil ainsi que les règles particulières prévues par la loi du 6 avril 1995 (notamment celles visées à l'art. 79 – plus particulièrement l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif du client et l'interdiction des conflits d'intérêts – et les règles de conduites de l'art. 36 dont notamment le respect des règles et codes de conduite résultant également des prescriptions internes), par l'arrêté royal du 5 août 1991 relatif à la gestion de fortune et au conseil en placements et, depuis le 1^{er} novembre 2007, par la réglementation assurant la transposition de la directive MiFiD (arrêtés royaux des 27 avril 2007 et 3 juin 2007) qui a abrogé l'arrêté royal du 5 août 1991.

Sa responsabilité s'apprécie au regard des principes suivants:

- les obligations du gestionnaire sont des obligations de moyens dès lors que la gestion est soumise aux aléas des marchés financiers; le client doit prouver que le gestionnaire a commis une faute que n'aurait pas commise un gestionnaire professionnel normalement prudent et diligent replacé dans les mêmes circonstances et à la même époque; s'agissant d'une faute contractuelle, la preuve d'une faute la plus légère suffit mais la seule perte même importante du portefeuille ne peut à elle seule établir une faute dans le chef du gestionnaire de fortune;

- le gestionnaire de fortune sera débiteur d'une obligation de résultat lorsqu'il exécute une opération relevant de la pure technicité ou s'il s'engage contractuellement à procurer un bénéfice déterminé à son client;

- le contrôle exercé par les juridictions est marginal; il consiste à vérifier si, compte tenu de toutes les circonstances de l'espèce, le gestionnaire s'est comporté comme un bon professionnel sans que le juge ne puisse substituer son appréciation à celle du professionnel et ni se fonder sur des éléments déduits d'analyses postérieures aux faits du litige. « Ne sont donc sanctionnées, en principe, que les décisions manifestement déraisonnables eu égard aux circonstances pertinentes du moment » (M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités (avant et après MiFiD)*, Kluwer, 2008, p. 145, n^o 201);

- si la gestion d'un portefeuille doit s'apprécier en principe dans sa globalité, « des opérations isolées doivent pouvoir être critiquées si elles sont contraires aux limites convenues dans la convention ou si elles violent une interdiction légale ou réglementaire (telle que l'interdiction relative aux conflits d'intérêts). En revanche, si une opération doit être appréciée au regard de sa pertinence dans une gestion d'ensemble, il se justifie de considérer la gestion de manière globale » (D. ROGER et M. SALMON, « Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placement », *J.T.*, 1998, p. 397, n^o 24; M.-D. WEINBERGER, *o.c.*, pp. 148 et s., n^o 211).

3. Sur la personnalité de P.G.

6. P.G. est diplômé en sciences commerciales et économiques et se décrit comme ayant une « bonne connaissance des principes économiques fondamentaux ». Si cette formation et son expérience professionnelle ne faisaient sans doute pas de lui au départ un « professionnel de la finance », il est indéniable qu'il a montré directement un intérêt manifeste pour le monde de la finance et les placements et opérations qui étaient faits ou devaient être faits par la banque dans le cadre de sa gestion discrétionnaire ainsi qu'en témoignent les nombreux échanges de courriels qu'il a eus avec celle-ci. Il reconnaît d'ailleurs avoir développé un lien fort avec la personne en charge de ses avoirs (M.D.), avoir suivi de près l'évolution de son portefeuille et n'avoir « pas hésité, lorsqu'il l'estimait nécessaire, à intervenir dans les décisions prises par M.D., à demander à passer des ordres en direct, etc. » (cf. ses conclusions additionnelles et de synthèse déposées au greffe de la cour le 17 mars 2014, p. 29, n° 42).

Comme l'a relevé le premier juge dans le premier jugement entrepris, les observations, suggestions et ordres que contiennent lesdits courriels attestent d'une connaissance et d'une expérience certaine des instruments financiers et de la nature des opérations en jeu dans le chef de P.G. ainsi que d'un goût du risque comme le confirme le complément à la convention de gestion signé le 4 octobre 2006 par P.G., prévoyant une gestion à haut risque et des investissements à des fins spéculatives pour une partie de son portefeuille, et dans lequel il se déclare « parfaitement informé de la nature et des risques liés aux placements » et « reconnaît disposer d'une expérience suffisante pour apprécier concrètement les risques correspondant à ces placements ».

Si le niveau de connaissances de P.G. n'en faisait pas « un professionnel de la finance », il était en tout cas celui d'un investisseur averti.

4. Sur les Venus Convertible

(...)

8. P.G. reproche à la banque:

– dans le cadre de son mandat de gestion discrétionnaire, d'avoir manqué à son obligation de diversification en surpondérant en 2004 et 2005 son portefeuille en titres convertibles en méconnaissance du risque « moyen » prévu à la convention de gestion et des directives du comité d'investissement de la banque recommandant de limiter la part de titres convertibles à 2,50% du portefeuille de ses clients;

– dans le cadre du conseil en placement, de ne pas l'avoir informé et conseillé sur la décision à prendre quant à la vente ou au maintien des titres dans son portefeuille.

Il soutient que si l'investissement avait été modéré et si la banque lui avait fourni les informations nécessaires, il lui aurait été possible de se décider à vendre ou à conserver les titres et réclame à titre d'indemnisation 1.120.982 EUR

représentant la perte de 762.877 EUR sur la revente de 26.448 titres (soit le nombre de titres excédant les normes définies par le comité d'investissement de la banque) et la plus-value perdue de 358.105 EUR sur la vente de ces mêmes titres s'ils avaient été vendus au moment où le comité d'investissement en « recommandait la vente », fin 2007.

9. A titre liminaire, il y a lieu de relever que:

– c'est en vain que la banque oppose à la demande, l'approche globale du portefeuille de P.G. puisqu'une opération déterminée peut être critiquée en elle-même si elle procède notamment d'une violation de la convention de gestion et/ou du non-respect de directives internes;

– il ne peut être induit du seul fait que P.G. a rencontré le gestionnaire du fonds Treetop, monsieur B., que l'investissement a été réalisé avec son plein accord et à sa « demande expresse » quand il s'est agi d'augmenter la participation dans ce fonds;

– P.G. ne reprochant pas à la banque l'acquisition en soi de titres Venus Convertible mais seulement l'importance de l'investissement réalisé tant en montant qu'en proportion de son portefeuille total (cf. ses conclusions additionnelles et de synthèse, p. 66, n° 97), ses digressions concernant les liens existants entre le Fonds Venus Convertible et la banque dont il ne déduit aucune conséquence juridique sont sans pertinence.

Ensuite, il est incohérent de réclamer à la fois l'indemnisation d'un préjudice qui résulte, d'une part, de la perte d'une plus-value sur titres, découlant d'une faute dans le chef de la banque pour ne pas les avoir vendus en 2007 et, d'autre part, de la perte sur la revente de ces mêmes titres en 2008 et 2009. De deux choses l'une, soit les titres devaient être vendus en 2007 et ils ne se retrouvaient donc plus dans le portefeuille de P.G. en 2008, soit ils ne devaient pas l'être et seule la perte sur leur revente en 2008 peut être réclamée.

10. Rien ne démontre qu'il y aurait eu surpondération de Venus Convertible lors de leur acquisition en 2004 et 2005. Les directives du comité d'investissement de la banque sur lesquelles P.G. se fonde pour prétendre que la part de titres convertibles dans son portefeuille ne pouvait excéder 2,50% sont en effet datées du 29 novembre 2007. Du reste le dommage qu'il réclame « est ajusté » en conséquence du fait que les directives du comité d'investissement n'imposaient la vente des Venus Convertible qu'en novembre 2007 (cf. ses conclusions additionnelles et de synthèse, p. 73, n° 105). Il n'est pas davantage établi que les titres Venus Convertible étaient « d'un niveau de structuration beaucoup trop élevé » et qu'ils n'avaient pas leur place dans son portefeuille. Il s'agit en effet de sicav s'adressant notamment à « des investisseurs particuliers avisés souhaitant bénéficier de l'évolution du marché des actions ». Or, P.G. est un investisseur avisé ayant opté pour un portefeuille avec une exposition en actions de 65%.

Par ailleurs, il n'est pas non plus démontré que la banque aurait manqué à ses devoirs d'information et de conseil. Il ressort en effet du courrier du 1^{er} août 2008 que la banque avait donné à P.G., lors de l'entretien téléphonique dont question dans ce courrier, une recommandation personnalisée sur l'opportunité de vendre les Venus Convertible. De plus, les devoirs d'information et de conseil doivent être adaptés à la personnalité du client et à ce qu'il est censé connaître de l'opération. L'obligation d'information cesse là où le créancier d'information n'en a en réalité nul besoin parce qu'il a déjà connaissance de la teneur de l'opération et des risques qu'elle comporte, parce qu'il est, en d'autres termes, un investisseur averti (Bruxelles, 23 mars 2006, *R.D.C.*, 2008, p. 80 et les références citées; D. RAES, « De l'investisseur mécontent et de la responsabilité alléguée de son conseiller » (note sous Bruxelles, 26 mars 2009), *R.D.C.*, 2011, p. 368, n° 28; Th. MALENGREAU, « L'information fautive en matière de services d'investissement: questions de causalité », in *Responsabilité, indemnisation et recours*, C.U.P., vol. 147, Anthemis, 2017, p. 57, nos 10 et 11). Or, P.G. est un investisseur averti et il ressort de ses courriers des 14 et 31 juillet 2008 qu'il était parfaitement informé de l'évolution du cours des Venus Convertible qu'il suivait avec régularité. Son expertise lui permettait donc d'appréhender les risques liés à la chute du cours des Venus Convertible. C'est au mépris des courriers précités et de son profil d'investisseur avisé qu'il soutient avoir été confronté « à une volatilité qu'il ne comprenait pas ».

De plus, c'est à juste titre et pour les judicieux motifs que la cour fait siens que le premier juge a considéré, dans son jugement du 14 juin 2011, qu'en toute hypothèse le lien causal entre les prétendus manquements aux devoirs d'information et de conseil et la moins-value subie par P.G. faisaient défaut. En effet, en dépit de ses compétences financières avérées et des discussions entre les parties en juillet 2008 sur l'opportunité ou non de vendre les titres, P.G. a pris seul la décision de ne pas vendre ses Venus Convertible et a persisté dans cette décision puisqu'il écrivait encore à la banque le 12 septembre 2008 « Parlons-en la semaine prochaine et bon week-end » escomptant sans doute un rebond de leur valeur ainsi que cela ressort du résumé de la réunion tenue le 16 octobre 2008. Si P.G. avait vendu ses titres en août 2008 comme le recommandait la banque, il n'aurait subi aucune perte. Celle-ci est donc la conséquence de sa seule décision spéculative de ne pas réaliser les Venus Convertible en août 2008. Rien ne démontre que c'est en raison de la « passivité » de la banque après août 2008 ou encore de la disproportion de l'investissement qu'il n'a ensuite « pas su déterminer le meilleur moment pour vendre ». P.G. a rencontré le gestionnaire du Fonds fin août 2008 comme il l'avait demandé et une réunion s'est encore tenue à la banque en octobre 2008. Au surplus, l'existence des hésitations de P.G. ne suffit pas à établir la preuve de leur lien causal avec la disproportion alléguée.

11. Quant à la perte de la plus-value sur la revente des titres

excédentaires qui aurait pu être réalisée en novembre 2007, à supposer que P.G. puisse la réclamer dès lors qu'il demande également la moins-value sur leur vente en 2008 et 2009, il y a lieu d'observer que cette plus-value aurait été réinvestie par la banque dans le cadre du contrat de gestion. Or, il n'est pas démontré que si la banque s'était conformée à ses recommandations et avait investi la plus-value réalisée conformément au portefeuille modèle visé dans celles-ci, le portefeuille de P.G. aurait été plus rentable. La banque fournit à cet égard (p. 113 de ses secondes conclusions additionnelles et de synthèse déposées au greffe de la cour le 13 mai 2014) un tableau dont il ressort que les pertes subies sur le portefeuille de P.G. (tel qu'il était constitué) n'étaient pour l'année 2008 que de 9,41% alors que celles du portefeuille modèle se sont élevées à 26,23%. Si la banque avait reconstitué le portefeuille de P.G. pour le mettre en concordance avec le portefeuille modèle, ses pertes auraient donc été plus importantes.

12. L'appel de P.G. dirigé contre le jugement du 14 juin 2011 n'est dès lors pas fondé sur ce chef de la demande.

5. Sur les Lux-Alpha

13. Lux-Alpha est une sicav de droit luxembourgeois liée à B.M. Elle est gérée par UBS Luxembourg.

Cette sicav a été présentée à P.G. par monsieur G., représentant de la société Access International Advisors (promoteur du fonds Lux-Alpha), lequel a été mis en contact avec monsieur D. à l'initiative de P.G.

C'est dans ce contexte qu'une partie du portefeuille de P.G. est investi en 2005 dans les sicav Lux-Alpha à concurrence de:

- 653,56 parts (à 1.071,07 EUR la part) le 28 février 2005;
- 741,77 parts (à 1.078,50 EUR la part) le 15 mars 2005;
- 881,904 parts (à 1.133,91 EUR la part) le 30 décembre 2005;
- 1.313,347 parts (à 1.142,12 USD la part) le 30 décembre 2005.

Le 17 mars 2008, la banque vend les titres Lux-Alpha détenus par P.G. Le compte de P.G. est crédité de 3.011.822,82 EUR et 1.811.486,38 USD sous déduction de 72.844,32 EUR et 46.582,81 USD à titre d'impôt sur la plus-value réalisée en exécution de la réglementation applicable au 1^{er} janvier 2008 frappant d'une taxe les Fonds qui investissaient plus de 40% de leurs actifs dans des titres de créance.

Le même jour, la banque réinvestit le produit de la vente dans des sicav luxembourgeoises LIF Inv Equity plus B Cap (ci-après LIF) également liées à B.M. et gérées par UBS Luxembourg.

(...)

14. P.G. ne reproche pas à la banque d'avoir placé les titres Lux-Alpha sur son compte en 2005 (*cf.* ses conclusions additionnelles et de synthèse, p. 72, n° 109) mais lui impute des fautes commises en 2007 et en 2008 dans l'exécution de ses mandats de gestion de fortune et de conseil en placement et plus spécifiquement:

- de n'avoir pas vendu les Lux-Alpha avant le 1^{er} janvier 2008, date à partir de laquelle la plus-value générée par la vente de ces titres devenait imposable;
- de n'avoir pas respecté ses instructions du 5 mai 2008 d'extourner la vente des Lux-Alpha acquises en 2005;
- d'avoir violé ses obligations d'information en ne l'avisant pas du fait que l'extourne n'avait pas été réalisée.

Il invoque également la nullité ou l'inopposabilité de l'achat des nouveaux titres Lux-Alpha le 15 mai 2008 sans son accord.

Il réclame, à titre d'indemnisation, « les trois griefs aboutissant à un dommage très sensiblement identique », le paiement de 3.011.822 EUR et 1.811.486,38 USD représentant la valeur brute des Lux-Alpha vendues le 17 mars 2008, en échange duquel il cédera à la banque la totalité des titres inscrits sur son compte.

a) Absence de vente des Lux-Alpha avant le 1^{er} janvier 2008

15. A raison, le premier juge a considéré que la banque avait commis une faute en n'anticipant pas le changement de statut fiscal des Lux-Alpha, dont les plus-values devenaient taxables à partir du 1^{er} janvier 2008, et en ne vendant en conséquence pas les titres avant cette date.

En sa qualité de gestionnaire de fortune devant « servir au mieux les intérêts de [ses] clients, avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent » et « avoir et utiliser avec efficacité les ressources et les procédures nécessaires pour mener à bonne fin [ses] activités » (art. 36, § 1^{er}, 2^o et 7^o, de la loi du 6 avril 1995), la banque devait avoir une parfaite connaissance des marchés et de ses évolutions et ne pouvait ignorer les conséquences défavorables d'une modification de la réglementation fiscale sur les produits qu'elle gérait pour le compte de P.G. qu'elle se devait d'anticiper. Elle admet du reste avoir d'initiative procédé au remplacement des titres Treetop se trouvant dans le portefeuille de P.G. par des Venus Convertible en raison précisément du changement imminent de la réglementation fiscale belge, reconnaissant ainsi non seulement sa connaissance de cette réglementation mais aussi qu'elle faisait application de celle-ci dans sa gestion discrétionnaire. La circonstance que les titres Treetop étaient repris dans le portefeuille modèle de la banque et faisaient l'objet d'un suivi spécifique n'y change rien.

Vainement, la banque soutient-elle que le fonds Lux-Alpha « ne correspondait pas à un fonds intrinsèquement visé par la taxation des plus-values » et qu'il fallait régulièrement vérifier si le seuil des 40% d'actifs investis en placements obli-

gataires était ou non atteint. Il lui appartenait en effet, si elle ne trouvait pas de réponse dans les documents en sa possession (ce qui paraît peu probable vu la publication régulière de rapports financiers et notamment le rapport au 30 juin 2007 mentionnant que la sicav était composée de 98,59% d'obligations du trésor américain — *cf.* pièce 5.46 de P.G.), de s'informer auprès des gestionnaires de la sicav de la structure du titre et de la proportion investie en obligations.

Les circonstances alléguées par la banque que P.G. aurait été à l'initiative de l'achat des Lux-Alpha et qu'il était le seul client en gestion à avoir acquis ces titres (ce que celui-ci conteste), ne la dispensaient pas davantage du respect des principes pré-rappelés applicables à chaque client dont elle assume la gestion du portefeuille.

En ne prenant pas les mesures nécessaires à la sauvegarde des intérêts de P.G. lesquelles impliquaient la vente des Lux-Alpha détenues dans son portefeuille avant le 1^{er} janvier 2008, la banque a commis une faute que n'aurait pas commise un gestionnaire de fortune prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances.

16. Il n'est toutefois pas démontré, comme l'a considéré le premier juge et pour les judicieux motifs que la cour fait siens, que si la banque avait procédé à la vente des titres avant l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation fiscale, P.G. n'aurait pas subi le dommage qu'il prétend avoir subi et qui consiste dans le fait qu'il « n'aurait pas aujourd'hui dans son portefeuille des titres de la sicav Lux-Alpha dont la valeur est égale à zéro » (*cf.* p. 117, n° 164 de ses conclusions additionnelles et de synthèse).

A tort, P.G. reproche au premier juge d'avoir spéculé « *a posteriori* sur ce qu'eut pu être [son] comportement » ou encore « sur des pensées qui ne lui appartenaient pas de rechercher, devant s'en tenir aux faits ». En effet, devant vérifier si la faute est la condition *sine qua non* du dommage allégué, le juge doit imaginer quelle aurait été la situation si la faute n'avait pas été commise et est ainsi amené à procéder à un travail de reconstruction mentale du cours des événements, qui par définition ne se sont jamais produits dans la réalité.

Or, à l'instar de ce qu'a relevé le premier juge, la cour constate que:

- le reproche fait à la banque n'est pas d'avoir placé sur son compte des titres liés à M.;
- la vente des titres Lux-Alpha en mars 2008 (que P.G. avait souhaitée — *cf.* à cet égard le courrier précité de ses conseils du 20 février 2009) a été réalisée dans le but d'acquérir, en lieu et place, des titres LIF — également liés à M. dont le profil était identique à celui des Lux-Alpha mais dont les frais étaient moindres;
- l'acquisition de ces titres LIF en soi n'a jamais suscité de contestation de la part de P.G.;

– P.G. avait, jusqu'à ce qu'éclate en décembre 2008 le « scandale M. », un attrait particulier pour les fonds M. ainsi qu'en témoignent les multiples éléments relevés par la banque (pp. 75 à 77, n° 105, de ses conclusions additionnelles et de synthèse) et plus particulièrement son courrier du 5 mai 2008 dans lequel il indiquait être « pleinement satisfait des titres Lux-Alpha », son refus (dont la cour n'aperçoit pas le caractère ironique allégué par P.G.) le 15 mai 2008 d'un investissement proposé par la banque dans un autre fonds dès lors que « le track record de ce fonds n'est pas suffisamment attrayant pour me séduire: 8, 5, 10, 7, 4, 8 et 8 [% de rendement] même avec une faible volatilité, c'est nettement en-dessous des fonds M. Je souhaite plus de risques avec des résultats en conséquence entre 15 et 20% » (cf. pièce 22² de la banque), l'arrangement qu'il proposait en juin 2008 à la banque afin de régler le problème des plus-values liées aux titres Lux-Alpha consistant à « revendre les positions [titres Lux-Alpha] en bourse avec comme contrepartie la banque. Celle-ci présentant au rachat les parts Lux-Alpha le même jour afin de ne pas supporter de risque de marché » (cf. pièce 23 de la banque) qui impliquait donc la volonté de P.G. de conserver ces titres dans son portefeuille ou encore son instruction donnée en décembre 2008 (quelques jours avant que n'éclate le scandale) d'investir dans le fonds Groupement Financier II, qualifié par lui de « M. hedgé » (cf. pièce 5.7 de P.G. et pièce 39 de la banque) et dont il n'est pas démontré que la banque l'aurait « encouragé » à en acheter;

– le fonds Stable Fund n'était pas encore opérationnel en décembre 2008 et aucune pièce ne démontre que P.G. avait manifesté un intérêt pour ce fonds, ses préférences allant encore à cette époque, comme indiqué ci-dessus, au Fonds Groupement Financier II.

Ces différents constats contredisent les affirmations de P.G. selon lesquelles il est évident qu'il n'aurait pas réinvesti dans des titres Lux-Alpha ou d'autres produits M. similaires en raison de son objectif d'optimisation fiscale et aurait retrouvé dans son portefeuille soit la contre-valeur en cash des sicav Lux-Alpha au 31 décembre 2007, soit d'autres produits d'investissements d'une valeur à tout le moins équivalente mais « prudents » et « très liquides ».

17. Il se déduit dès lors de ces éléments avec une certitude raisonnable, que même si la banque avait vendu les Lux-Alpha en 2007, P.G. aurait réinvesti dans des produits M. qu'il aurait détenus dans son portefeuille à la fin de l'année 2008 et dont la valeur aurait été égale à zéro en raison de l'escroquerie révélée en décembre 2008.

b) Non-respect des instructions d'extourne

18. Il n'est pas contesté que l'instruction d'extourne donnée par P.G. le 5 mai 2008 impliquait l'annulation de la vente des sicav Lux-Alpha acquises en 2005 de telle manière que celles-ci se retrouvent dans son portefeuille.

Il est constant également que cette annulation n'a pas été réa-

lisée et qu'en lieu et place la banque a revendu les titres LIF et racheté une quantité de titres Lux-Alpha émis en 2008, identique à celle vendue le 17 mars 2008.

Même si, ainsi que le soutient la banque, l'opération d'extourne n'était juridiquement pas possible dès lors qu'elle mettait en cause des tiers, il demeure que la manière dont elle a procédé ne respectait pas les instructions de P.G. dont l'objectif en demandant l'extourne était de voir replacer dans son portefeuille des titres Lux-Alpha 2005 pour ne pas avoir à supporter l'impôt sur la plus-value générée par la vente de ces titres en mars 2008.

19. Ceci étant, c'est à tort que P.G. soutient que l'unique manière de le replacer dans la situation qui aurait été la sienne si ses instructions avaient été respectées est de lui restituer « la valeur des sicav Lux-Alpha à la date de leur vente, le 17 mars 2008 » soit 3.012.001,03 EUR et 1.805.764,32 USD. En effet, si l'opération d'extourne avait été réalisée comme demandée par lui, il aurait retrouvé dans son portefeuille, non pas la valeur de ses titres, mais les titres eux-mêmes. Comme l'a constaté à juste titre le premier juge, le respect par la banque des instructions que P.G. avait données aurait donc abouti au même résultat, à savoir la présence dans son portefeuille fin 2008 de titres Lux-Alpha (bien que datant de 2005) n'ayant plus de valeur compte tenu de l'escroquerie M.

20. P.G. soutient encore que si l'extourne n'était techniquement pas possible, la banque aurait dû à tout le moins l'en informer à l'époque et lui restituer le prix de vente des titres Lux-Alpha obtenu le 17 mars 2008 et non qu'elle lui rachète des nouveaux titres Lux-Alpha, non conformes aux objectifs fiscaux qu'il poursuivait et différents des titres initiaux.

Il n'est toutefois nullement établi dans cette hypothèse que P.G. aurait, vu notamment l'arrangement qu'il proposait encore à la banque en juin 2008, pris la décision de vendre les titres LIF acquis avec le produit de la vente des Lux-Alpha 2005 et dont il a été rappelé ci-dessus que l'acquisition n'avait pas suscité en soi de contestations de sa part. Rien ne démontre que P.G. aurait eu l'intention de se défaire définitivement de ses titres liés à M. Son affirmation *a posteriori* selon laquelle le maintien dans son portefeuille des titres Lux-Alpha (s'ils y avaient été replacés) n'aurait été qu'une solution « temporaire » n'est étayée par aucune pièce. C'est dès lors également sans fondement que P.G. réclame, à ce titre, à la banque la restitution du prix de vente en mars 2008 des titres Lux-Alpha.

c) Manquement au devoir d'information

21. P.G. reproche à la banque de lui avoir caché le rachat de titres Lux-Alpha en 2008 et de l'avoir maintenu dans l'illusion qu'il était titulaire des Lux-Alpha acquises en 2005. Il expose que s'il en avait été informé, il les aurait vendues dès le 3 juin 2008 – date à laquelle il a repris la gestion de son portefeuille – de manière à éviter une nouvelle taxe sur les

plus-values puisque leur vente aurait ainsi suivi de peu leur achat. Il en conclut qu'il n'aurait donc plus à ce jour dans son portefeuille des titres dont la valeur est égale à zéro.

A juste titre, le premier juge a considéré que ce manquement était également établi.

Il appartient à un gestionnaire de fortune normalement prudent et diligent de communiquer au client des informations complètes, correctes et honnêtes (art. 36, § 1^{er}, 5^o, de la loi du 6 avril 1995 et art. 8 de l'arrêté royal du 3 juin 2007).

Il est constant que ce n'est que lors de la réunion du 28 janvier 2009 que P.G. a eu connaissance de ce que l'extourne n'avait pas été réalisée telle que les documents qui lui avaient été jusqu'alors adressés par la banque le laissaient penser.

La banque admet du reste que les extraits de compte, bordereaux et situations de portefeuilles remis à P.G. étaient entachés d'erreur jusqu'à ce qu'elle découvre celle-ci en février 2009.

Vainement fait-elle valoir qu'elle n'aurait pas eu connaissance de cette erreur dès l'origine. Si la banque a racheté des nouveaux titres en mai 2008 c'est nécessairement parce qu'elle a dû au préalable constater que l'extourne demandée ne pouvait être techniquement réalisée. La circonstance que le département juridique de la banque n'aurait découvert cette erreur qu'en février 2009 n'y change rien.

22. Il n'est cependant nullement certain, si P.G. avait été avisé de la non-réalisation de l'extourne et du rachat de titres Lux-Alpha 2008, qu'il les aurait revendus le 3 juin 2008 comme il l'affirme de manière péremptoire, qu'il « ne voulait pas retourner en M. » et n'aurait pas acquis d'autres titres M. après cette date et qu'il n'aurait donc plus eu de produits M. dans son portefeuille en décembre 2008. Les éléments rappelés ci-dessus (point 16) constituent au contraire un faisceau d'indices précis et concordants qui démentent ce scénario. De même, il n'est pas crédible de prétendre que s'il avait dû racheter des fonds M., c'eût été dans le Stable Funds puisque ce fonds n'était pas opérationnel en juin 2008 et que P.G. n'aurait pas attendu 8 mois pour réinvestir les fonds. P.G. ne démontre donc pas que sans la faute de la banque, son dommage découlant de la présence des titres Lux-Alpha valant zéro dans son portefeuille fin 2008, ne se serait pas produit tel qu'il s'est réalisé.

d) Nullité ou inopposabilité de l'achat des titres Lux-Alpha 2008

23. P.G. soutient que la banque n'ayant pas émis de bordereaux lors de l'acquisition des Lux-Alpha en mai 2008 et ayant procédé à l'achat de ces titres sans son accord et son approbation préalable, cet achat est nul ou lui est à tout le moins inopposable.

L'acquisition par la banque de titres Lux-Alpha le 15 mai 2008 est établie par les documents émis par UBS Fund Ser-

vices (Luxembourg) SA (pièce 49 de la banque). Ces documents contredisent l'affirmation de P.G. selon laquelle la banque aurait cherché « à se débarrasser d'un lot de Lux-Alpha qu'elle détenait dans son portefeuille » puisque la souscription des nouveaux titres Lux-Alpha s'est faite directement auprès du *transfer agent* et pour exactement le même nombre de titres que ceux qui avaient été précédemment vendus pour le compte de P.G.

L'établissement d'un bordereau est justifié par le fait que le gestionnaire de fortune en tant que mandataire doit se ménager la preuve de l'exécution de l'ordre. La circonstance que les bordereaux rectificatifs n'ont été émis que lors de la constatation de la non-réalisation de l'extourne n'entraîne pas la nullité de l'acquisition des Lux-Alpha en mai 2008.

Quant à l'inopposabilité de cette acquisition, P.G. écrivait certes à la banque le 8 janvier 2008 qu'aucune décision de gestion ne pouvait plus être prise sans son accord et il a refusé de ratifier l'acquisition des Lux-Alpha de mai 2008.

Les parties étaient toutefois toujours liées au jour du rachat des Lux-Alpha 2008 par la convention de gestion de fortune et l'achat de ces titres par la banque répondait *in fine* au souhait de P.G. de retrouver des titres Lux-Alpha dans son portefeuille. La circonstance que ces titres de 2008 ne présentaient pas les mêmes caractéristiques que ceux de 2005 sera analysée ci-après.

Pour le surplus, le mandat du gestionnaire de fortune est non représentatif. Il intervient sur les marchés financiers en son nom propre mais pour le compte de son client, lequel n'est pas tenu envers les tiers avec qui le gestionnaire contracte. Il s'en déduit, comme l'a constaté à juste titre le premier juge, que le recours au mécanisme de la ratification (qui ne concerne que la relation entre le mandant et le tiers) est impropre lorsque le gestionnaire n'a pas respecté les limites données à son pouvoir de gestion discrétionnaire (M.-D. WEINBERGER, *o.c.*, p. 25, n° 33; D. ROGER et M. SALMON, *o.c.*, p. 398, n° 35).

C'est donc vainement que P.G. soutient que l'acquisition des Lux-Alpha en mai 2008 serait nulle ou lui serait « inopposable ».

(...)

f) Sur les commissions et frais de garde perçus par la banque

27. P.G. reproche à la banque d'avoir prélevé pour l'année 2009 et les années ultérieures des commissions et des frais de garde calculés sur la dernière valeur d'inventaire connue des Lux-Alpha (soit 3.208.074,76 EUR et 1.315.911,30 EUR) alors que ces titres auraient dû être valorisés à leur juste valeur, c'est-à-dire mis à zéro. Il sollicite dès lors la condamnation de la banque à lui rembourser les sommes ainsi indument prélevées par elle, augmentées des

intérêts au taux légal « avec capitalisation automatique chaque année à la date anniversaire de la citation ».

Pour les judiciaires motifs qu'il contient et que la cour fait siens, le jugement entrepris du 14 juin 2011 a décidé que la juste valeur des titres Lux-Alpha était depuis 2009 égale à zéro.

Contrairement à ce que soutient la banque, l'article 22 de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités transposant la directive concernant les marchés d'instruments financiers dite directive MiFiD sur lequel le premier juge s'est fondé n'est pas dénué de pertinence en l'espèce puisque tant la convention de conseil en placement du 3 juin 2008 que le courriel de la banque du 24 décembre 2009 (pièce 61 de la banque) confirment que le calcul des commissions et frais de garde se fait « sur base de la moyenne de la valeur du portefeuille ».

Par ailleurs, s'il est exact que le courrier aux actionnaires du fonds Degroof Alternative Low Volatility ne se rapporte pas explicitement à la sicav Lux-Alpha, il demeure qu'il montre que la filiale luxembourgeoise de la banque a quant à elle pris l'initiative d'isoler les sicav contenant du M. des autres actifs, de les valoriser à zéro et de ne pas percevoir de frais de gestion (cf. pièce 46-1 de la banque). La banque ne justifie nullement des raisons pour lesquelles elle s'est écartée de la politique adoptée par sa filiale luxembourgeoise et a continué à prélever auprès de ses clients des frais de gestion et de garde sur les sicav contenant du M. et plus particulièrement sur les Lux-Alpha.

Enfin, le fait que les investisseurs pourront être indemnisés grâce aux fonds récupérés dans le cadre de la faillite M., est également sans pertinence. Il ne s'agirait en effet que d'une indemnisation qui ne peut avoir pour effet d'affecter la valorisation des Lux-Alpha dont la sicav a été mise en liquidation judiciaire en avril 2009.

28. L'appel incident de la banque sur ce chef de la demande n'est en conséquence pas fondé et il y a lieu de faire droit à la demande de remboursement de P.G. sous la seule réserve de la capitalisation « automatique » des intérêts à défaut de répondre aux conditions de l'article 1154 du Code civil.

g) Sur la demande reconventionnelle de la banque

29. La banque forme un appel incident en ce que le jugement du 14 juin 2011 l'a déboutée de sa demande de condamnation en paiement de 52.726,44 EUR et 68.270,80 USD correspondant au montant de l'impôt sur la plus-value réalisée en mars 2008 lors de la vente des titres Lux-Alpha acquis en 2005 qui a été enregistré en solde négatif sur un sous-compte spécifique ouvert au nom de P.G.

Elle soutient que la plus-value réalisée sur la vente des titres LIF (soit 47.497,06 EUR + 24.671,83 USD) et le complément de prix à payer pour racheter le même nombre de titres Lux-Alpha en mai 2008 que ceux vendus en mars 2008

s'étant compensés, elle n'a perçu, contrairement à ce que prétend P.G., aucune plus-value sur cette opération et lui réclame dès lors le remboursement du solde débiteur du sous-compte.

30. Cette demande n'est pas fondée.

La banque a commis une faute en ne vendant pas, avant le 1^{er} janvier 2008, les titres Lux-Alpha acquis en 2005. Sans cette faute, P.G. n'aurait pas dû supporter l'impôt sur la plus-value.

L'appel incident de la banque n'est en conséquence pas fondé sur ce chef de la demande.

6. Sur les CMS

31. En 2005, la banque investit une partie du portefeuille de P.G. dans des obligations CMS (*Constant Maturity Swap*). Les acquisitions portent sur 4.002.000 EUR.

Le 7 décembre 2005, P.G. reçoit un fichier reprenant l'ensemble de ses placements en CMS et écrit à la banque:

« (...) J'ai étudié avec attention le fichier Obligations CMS. J'ai trouvé une erreur de 100.000 EUR sur la première ligne 'AXA SA' valorisée pour 180.292 EUR au lieu de 83.650. Cela porte la perte, vous devrez m'expliquer votre calcul, à 470.431 EUR et à 542.240 EUR si l'on prend en compte les CMS-Linked Bonds (steepeners).

J'ai fait quelques simulations dont nous devons parler toutes affaires cessantes.

En effet, nous ne pouvons laisser fondre un capital de 4 millions d'euros sous prétexte que la courbe des taux s'est aplatie et que personne ne souhaite s'aventurer à faire des pronostics en cette matière. (...) ».

Une partie des CMS est revendue en 2007.

En mars 2009, les CMS restant dans le portefeuille de P.G. sont valorisées à 835.000 EUR.

32. P.G. reproche à la banque d'avoir investi dans des titres:

- qui ne correspondaient pas au risque moyen imposé par la convention de gestion de fortune;
- illiquides;
- qui ne s'inscrivaient pas dans une stratégie d'investissement à moyen terme.

Il lui fait également grief de n'avoir pas respecté le principe de diversification de son portefeuille.

Il poursuit sa condamnation, à titre principal, à lui racheter les CMS se trouvant toujours dans son portefeuille à leur valeur de souscription, à titre subsidiaire, à cette valeur diminuée des coupons effectivement perçus mais augmentée des intérêts au taux légal depuis la date d'acquisition des CMS et, à titre très subsidiaire, au paiement de 1.744.487 EUR provisionnels correspondant aux pertes qu'il a subies en raison de la surpondération des CMS dans son portefeuille.

33. Vainement la banque objecte-t-elle au préalable que P.G. ne peut isoler cette opération et qu'il y a lieu d'avoir égard au résultat global de son portefeuille. Comme rappelé ci-dessus, une opération isolée peut être critiquée si elle dépasse les limites de la convention. Or, c'est précisément ce que reproche P.G. à la banque.

34. Le premier juge a chargé l'expert W. de l'éclairer sur la question de savoir si les investissements en CMS réalisés par la banque étaient conformes ou non aux objectifs définis dans la convention de gestion et auraient ou non été réalisés par un gestionnaire normalement prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances.

Dans son rapport du 5 novembre 2012, l'expert W. conclut que « ces titres, dont le risque de crédit se situe entre celui d'une action et d'une obligation ordinaire, ont certainement leur place dans le portefeuille d'un investisseur, tel que P.G., qui dans la convention de gestion de 2004, se déclarait prêt à investir les 2/3 de ses avoirs en actions, à utiliser des produits dérivés (et donc profiter d'effets de levier) et des titres échangés sur des marchés non réglementés ».

Ce rapport est certes succinct mais la cour n'y voit pas une raison suffisante pour l'écarter comme le sollicite P.G. Monsieur W. répond en effet aux questions qui lui étaient posées par le tribunal et son rapport, qui repose sur une analyse des marchés financiers, de la réglementation en vigueur et des prospectus d'émission des obligations CMS, ne présente pas de lacune importante.

A la suite de ce rapport, P.G. a fait appel à un conseil technique, monsieur V.C. Son rapport soulevant des questions nouvelles, non soumises par P.G. à l'expert judiciaire – notamment la problématique du benchmarking, la banque a également sollicité l'avis d'un conseil technique, monsieur H., lequel a procédé à une analyse extrêmement fouillée des caractéristiques des CMS et répondu de manière très circonstanciée aux questions posées par le premier juge et aux éléments soulevés par monsieur V.C.

Messieurs V.C. et H. sont des conseillers techniques qui ne doivent pas présenter les mêmes exigences et garanties d'impartialité et d'indépendance qu'un expert judiciaire. Ils sont en effet sollicités par une partie et rétribués par celle-ci pour émettre un avis dans la perspective en principe d'appuyer sa thèse. C'est donc vainement que P.G. sollicite l'écartement du rapport de monsieur H., dont rien n'établit de surcroît qu'il serait « lié par un courant d'affaires régulier à la banque ».

La cour estime par ailleurs trouver dans ces rapports, et plus particulièrement dans le rapport de monsieur H., des réponses suffisantes aux questions qui lui sont soumises en manière telle qu'il n'y a pas lieu d'ordonner une nouvelle expertise judiciaire, comme le sollicite à titre infiniment subsidiaire P.G.

35. Les CMS sont des obligations subordonnées (remboursables en cas de défaillance de l'émetteur après tous les

autres créanciers mais avant les actionnaires), perpétuelles (non assorties d'un terme fixe) et à taux variable fixé par le marché des swaps de taux. Selon P.G., le cumul de ces caractéristiques en faisait des instruments financiers extrêmement complexes et toxiques réservés à des investisseurs professionnels très spécialisés qu'un gestionnaire de fortune normalement prudent et diligent n'aurait jamais dû acheter pour un client particulier. Il en conclut que la présence de tels produits dans son portefeuille était en soi fautive et ne répondait pas aux objectifs d'investissement et au risque financier convenus avec la banque.

Cette analyse ne peut être suivie.

36. Comme l'indique P.G. (p. 34, n° 63 de ses conclusions additionnelles et de synthèse d'appel déposées au greffe de la cour le 31 mars 2017), il n'appartient pas à la cour d'apprécier le caractère « intrinsèquement toxique » des obligations CMS mais seulement d'examiner si elles avaient leur place dans son portefeuille.

Pour y répondre, il convient tout d'abord de garder à l'esprit que le comportement de la banque doit s'apprécier en 2005, lors de l'acquisition des CMS et que l'analyse de la cour ne peut être biaisée par la connaissance postérieure des événements ayant affecté ces instruments financiers que la banque ne pouvait anticiper en 2005.

37. Si l'émission des CMS en 2004 et 2005 répondait à une nouvelle exigence en termes de fonds propres imposée aux banques par les accords de Bâle, elle s'est réalisée dans un « environnement de taux historiquement bas et d'aplatissement de la courbe des taux », où les obligations à taux fixes n'étaient pas particulièrement attractives, raison pour laquelle de nombreux investisseurs se sont tournés vers des instruments financiers « leur permettant de bénéficier d'une repentification éventuelle de la courbe des taux » (cf. rapport de l'expert W., p. 5; pièce 8.1 de P.G.).

C'est dans ce contexte que la banque a acquis les CMS litigieux.

Il ne peut être affirmé comme le soutient P.G. que ces instruments ne convenaient pas, au regard des risques inhérents à leurs caractéristiques et de leur nouveauté en 2005, aux particuliers.

Ainsi que le constate l'expert W., la toute grande majorité des émissions bénéficiaient à l'époque de la constitution du portefeuille de P.G. d'un rating d'investissement *grade* (selon des agences qui faisaient à l'époque « autorité et constituaient une référence indiscutée en matière de qualité de crédit » – rapport de monsieur H., p. 4, point 1.1.1.e; pièce 94 de la banque), étaient placées sous la supervision de régulateurs jugés sérieux et étaient cotées sur un marché réglementé (p. 5 du rapport de l'expert W.). Au vu de leurs prospectus, les instruments « étaient relativement classiques pour ce genre d'émission et ne présentaient pas de profil particulier ou hors norme » (*ibid.*, p. 5). Les CMS constituaient

en outre en 2005 « une alternative crédible aux obligations à coupons fixes traditionnelles » (cf. rapport de monsieur H., p. 21, point 2.1.3), elles offraient des perspectives de rendement élevé et « on pouvait considérer sur la base des règles de l'art, d'une vision consensuelle de l'évolution des taux d'intérêt et des propriétés généralement acceptées des classes d'actifs, que les CMS avaient leur place dans un portefeuille diversifié » (rapport de monsieur H., p. 26, point 2.3.2). L'investissement en de telles obligations répondait en 2005 à « un appétit des investisseurs » (cf. rapport de monsieur H., p. 4, point 1.1.1.d) et la note de BNP Paribas produite par P.G. (pièce 4.11 de son dossier) ne le dément pas. Si elle constate certains risques liés notamment au caractère récent du marché et à un « backtesting insuffisant », elle ne conclut néanmoins pas à l'inadéquation de ces produits pour sa clientèle mais relève au contraire une série d'avantages et observe que « la configuration la plus défavorable aux structures CMS, celle d'une inversion de la courbe des taux, n'a été historiquement constatée qu'en cas de crise monétaire majeure », ce qui n'était pas le cas en 2005.

Certes, il est exact que les CMS présentaient des risques spécifiques et plus élevés que des obligations ordinaires liés notamment à la détermination de leur valeur, à leur sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêts et à leur caractère perpétuel et subordonné, mais il n'est toutefois pas établi qu'elles ne trouvaient pas leur place dans le portefeuille de P.G. qui n'était pas un profane mais un investisseur averti ayant opté pour un portefeuille avec une exposition en actions de 65%. Or aucune des caractéristiques des CMS ne rendait ces instruments plus risqués qu'une action (rapports de monsieur H., p. 5, point 1.2 et de l'expert W., p. 6). Il ressort d'ailleurs de la proposition de gestion soumise à P.G. et qualifiée par lui de « document capital » (conclusions additionnelles et de synthèse d'appel déposées au greffe de la cour le 31 mars 2017, p. 16, n° 19) que la stratégie pour la partie « croissance » de son portefeuille incluait explicitement le recours aux CMS, lesquels contribuaient donc à l'objectif de « générer de la croissance en terme réel du capital » (cf. p. 3 de la proposition de gestion; pièce 1. *quater* de P.G.). Ce document qui n'a suscité aucune observation de la part de P.G. démontre que l'investissement s'est effectué en parfaite connaissance de cause, voire même en pleine concertation ainsi que semble le confirmer le tableau produit par la banque en pièce 13-3 de son dossier dans lequel le montant de la colonne « Décision » excède largement le « Montant alloué » proposé initialement par la banque.

Vainement, P.G. prétend-t-il que le caractère perpétuel des CMS était incompatible avec l'horizon de placement à moyen terme convenu dans la convention de gestion.

D'abord, les CMS comportaient des options d'achat (« option call ») pouvant être exercées par l'émetteur à certaines échéances et monsieur H. relève que cette option de rachat « induisait en 2005 que l'acheteur des obligations se trouvait dans une situation où l'éventuelle hausse des taux longs (...) amènerait probablement à ce que les options de

rachat soient exercées, permettant ainsi d'encaisser les premiers coupons élevés et de se retrouver en cash ensuite » (p. 7, point 1.2.3). C'est par ailleurs au prix d'une appréciation « *a posteriori* », qui tient compte des informations disponibles depuis la crise financière de 2008, que P.G. soutient « qu'il est illusoire de croire qu[e] [les émetteurs] ne remboursent jamais ces émissions, les exigences légales en matière de capitalisation minimale du secteur bancaire ayant été renforcées et que les banques, loin de se décapitaliser, vont devoir trouver du capital frais ».

Ensuite, les CMS étaient cotées sur le marché réglementé et pouvaient donc être revendues à tout moment par P.G. A cet égard, c'est de manière tendancieuse que celui-ci invoque une absence de liquidité de ces instruments. Monsieur W. constate en effet que s'ils sont « certes moins liquides qu'une action d'une grande société cotée ou qu'une obligation de l'Etat belge (...) [ils] demeurent néanmoins plus liquides que beaucoup d'actifs échangés sur des marchés non réglementés » (p. 6). Or, dans la convention de gestion, P.G. autorisait la banque à effectuer des opérations en dehors des marchés réglementés ce qui démontre que *in tempore non suspecto*, la liquidité des investissements ne constituait pas pour lui un facteur aussi essentiel qu'il le prétend actuellement. Monsieur H. relève par ailleurs qu'« au début 2005, pour des titres obligataires cotés sur des marchés organisés et qui venaient de faire l'objet d'une souscription réussie au pair sur le marché primaire moins d'une année auparavant, l'hypothèse d'une impossibilité de revendre ses titres pour une « fair value » (c.-à-d. sans une décote uniquement liée à une suppression de l'offre sur la demande) de marché était considérée comme très marginale par une majorité des professionnels de la finance, et au demeurant compensée par une prime de risque suffisante (notamment par un niveau de coupon initial élevé) » (p. 3, point 1.1.1, a) et que « préalablement à la crise bancaire et financière de 2008, [le risque de liquidité] était perçu comme une éventualité largement théorique et très difficile à quantifier » (p. 9, point 1.3.1). Au moment de l'acquisition des instruments, rien ne permettait donc d'anticiper un risque de liquidité important. En outre, l'expert W. relève que les montants investis dans chacun des titres répondaient « à des règles de bonne prudence en ce qu'ils ne représentent jamais un pourcentage trop important de la taille totale de l'investissement (rares sont les positions dépassant 0,10% du total émis), ce qui permet de les vendre relativement rapidement » (pp. 5-6).

C'est tout aussi vainement que P.G. reproche à la banque d'avoir méconnu la contrainte de risque moyen que lui imposait la convention de gestion. Ainsi qu'il a été rappelé ci-dessus, P.G. avait opté pour un profil avec une exposition en actions de 65% et les CMS n'étaient pas plus risquées qu'une action. De plus, « aussi bien au niveau du risque du taux que du risque de crédit, les CMS rentraient dans le cadre du profil » (rapport H., p. 9, point 1.3.3). C'est à cette même conclusion qu'aboutit l'expert judiciaire aux conclusions duquel la cour se rallie également.

38. P.G. reproche par ailleurs à la banque d'avoir violé ses obligations en terme de diversification des risques en surexposant son portefeuille tant dans sa composition globale qu'au niveau de son volet obligataire en CMS. Se fondant sur l'analyse par référence au fonds *Degroof Global Isis Medium* et à l'indice obligataire *Barclays Euro Aggregate* faite par son conseiller technique, monsieur V.C., il soutient que les CMS représentaient 14% de son portefeuille et 67% de la partie obligataire de celui-ci alors que selon les fonds et indice précités les obligations perpétuelles et subordonnées toutes catégories confondues représentaient à peine 1% de l'univers d'investissement obligataire et les CMS en particulier 0,10% de celui-ci.

Il convient au préalable de rappeler qu'aucune disposition du contrat ne prévoyait un benchmarking par référence à un indice déterminé et/ou un portefeuille de référence. C'est de manière non pertinente que monsieur V.C. se réfère à cet égard à l'obligation de référencement visée à l'arrêté royal du 3 juin 2007, celle-ci n'étant pas applicable à la convention de gestion signée en 2004.

Ensuite, un portefeuille théorique n'a en toute hypothèse qu'une valeur indicative et l'écart entre celui-ci et le portefeuille réel n'est pas en soi synonyme d'une faute de gestion. Donner une valeur obligatoire à un portefeuille-type reviendrait à vider la convention de gestion de fortune de son essence et à réduire la gestion qui doit être individualisée à une gestion purement passive (cf. Bruxelles, 3 septembre 2008, *R.D.C.*, 2010, p. 169). C'est du reste également à ce constat qu'aboutit monsieur H. dans son rapport pour les judicieux motifs que la cour adopte (cf. pp. 33 et 34, pts. 3.2.1 et 3.2.2).

Le fait dès lors que certains fonds ont décidé d'investir une plus faible proportion de leurs actifs en obligations CMS n'implique donc pas en soi que l'investissement effectué pour le compte de P.G. serait fautif.

Il n'est pas démontré en l'espèce que la banque aurait manqué à son obligation de diversification en investissant en 2005 pour le compte de P.G. dans des CMS pour près de 4.000.000 EUR.

D'une part, les CMS représentaient 8,20% des actifs sous gestion au 26 janvier 2005 et 6,70% à la fin de l'année 2005 (cf. rapport H., point 3.1.1). Cette proportion n'est pas exagérée eu égard au profil de risque moyen de P.G. et au fait qu'en 2005 les obligations perpétuelles et subordonnées n'étaient pas considérées par les experts financiers comme très risquées (cf. à cet égard les avis du Collège de Médiation Banques – Crédit – Placement des 16 décembre 2008 et 13 septembre 2011 concernant dans le premier cas un investissement de 10% d'un portefeuille avec un profil de risque défensif dans des obligations perpétuelles et dans le second cas un investissement de 24% d'un portefeuille avec un profil défensif dans des obligations perpétuelles et subordonnées – pièces B. 40 et 41 du dossier jurisprudence de la banque).

D'autre part, P.G. a accepté que 65% de son portefeuille soit investi en actions, y compris en instruments dérivés. Or, les CMS ne présentaient pas un risque plus élevé que les actions (cf. les rapports de monsieur W., p. 6 et de monsieur H., p. 5, point 1.2) et monsieur H. constate, sans être contredit, qu'« on se situe nettement en-deçà de la limite fixée à 65% de la proportion d'actions dans le portefeuille: même dans une interprétation radicale où l'on assimilerait les CMS et les placements alternatifs à des risques d'action, on ne dépasserait pas les 62,40%, soit en dessous de la limite admise dans la convention de gestion » (rapport H., p. 29, point 3.1.1). Les objectifs de gestion de P.G. étaient donc rencontrés puisque moins de 65% du portefeuille était investi dans des titres présentant un risque égal ou inférieur à celui d'une action.

Enfin, il n'est pas contesté qu'au sein de l'investissement global en CMS, l'obligation de diversification était respectée.

39. Il se déduit de l'ensemble de ces considérations que les fautes reprochées par P.G. à la banque demeurent non établies devant la cour et que son appel dirigé contre le jugement du 26 mai 2015 n'est pas fondé. Il n'y a dès lors pas lieu d'examiner l'appel incident de la banque dirigé contre le jugement du 14 juin 2011 en ce qu'il porte sur ces titres.

40. La banque forme par ailleurs un appel incident contre le jugement du 26 mai 2015 en ce qu'il l'a déboutée de sa demande reconventionnelle en remboursement des frais qu'elle a exposés pour le rapport de monsieur H.

Les frais exposés pour l'assistance d'un conseil technique sont récupérables en tant qu'élément du dommage en matière de responsabilité contractuelle et extracontractuelle auprès de la partie qui succombe si le demandeur apporte la preuve qu'ils ont été nécessaires pour faire valoir ses droits à l'indemnisation de son préjudice.

La banque ne se trouve pas dans un tel cas de figure.

Son appel incident n'est dès lors pas fondé.

7. Sur les dépens

41. Devant le premier juge, P.G. a succombé partiellement dans ses demandes et la banque totalement en ses demandes reconventionnelles.

Devant la cour, P.G. succombe totalement en ses appels (la condamnation aux commissions et frais de garde réclamés par la banque sur les titres Lux-Alpha depuis 2009 ayant déjà été admise en son principe par le tribunal) et la banque partiellement en ses appels incidents.

Il convient dès lors de compenser entre les parties les dépens et de mettre à charge de la banque 25% des dépens exposés par P.G. en première instance et à charge de ce dernier 80% des dépens de la banque exposés en degré d'appel. P.G., qui est débouté de sa demande concernant les CMS sera également condamné à prendre en charge les frais et honoraires de l'expert judiciaire W.

L'indemnité de procédure sera fixée à son montant maximal (36.000 EUR) comme le sollicite chacune des parties.

V. Dispositif

Pour ces motifs, la cour,

Joint les causes portant les n^{os} de rôle 2012/AR/2779 et 2016/AR/433;

Reçoit les appels principaux et incidents;

Dit les appels principaux de P.G. dirigés contre les jugements des 14 juin 2011 et 26 mai 2015 non fondés;

Dit l'appel incident de la SA B.D.P. dirigé contre le jugement du 14 juin 2011 uniquement fondé dans la mesure suivante;

Dit la demande principale de P.G. non fondée en ce qu'elle tend à la condamnation de la SA B.D.P. au paiement des sommes de 3.011.822 EUR et 1.811.846,38 USD relatives aux titres Lux-Alpha; sommes augmentées des intérêts au taux légal belge depuis le 17 mars 2008;

Déboute la SA B.D.P. pour le surplus de son appel incident;

En vertu de l'effet dévolutif de l'appel,

Condamne la SA B.D.P. à rembourser à P.G. pour les frais de garde et commissions sur les titres Lux-Alpha les sommes de 5.445 EUR, augmentée des intérêts au taux légal depuis le 30 janvier 2010, 10.890 EUR augmentée des intérêts au taux légal depuis la date de prélèvement et 5.535,56 EUR augmentée des intérêts au taux légal depuis le 1^{er} février 2012 ainsi qu'à tous les autres frais et commissions perçus par la banque ultérieurement sur ces titres;

Dit l'appel incident de la SA B.D.P. dirigé contre le jugement du 26 mai 2015 non fondé;

Compense entre les parties les dépens comme indiqué ci-dessus et condamne la SA B.D.P. à payer à P.G. 65,45 EUR (25% des frais de citation) et 9.000 EUR (25% de l'indemnité de procédure de première instance) et P.G. à payer à la banque 28.800 EUR (80% de l'indemnité de procédure d'appel);

Met les frais et honoraires de l'expert judiciaire W., non liquidés à défaut de relevé, à charge de P.G.

Note

Quelques précisions sur la responsabilité du gestionnaire de fortune

Muriel Baudoncq et France Wilmet¹

1. INTRODUCTION

L'arrêt annoté de la cour d'appel de Bruxelles du 5 septembre 2019 pose à nouveau la question de la responsabilité du gestionnaire de fortune lorsque les investissements réalisés sont décevants. Mais il ne suffit pas que le portefeuille du client ait subi une dépréciation (même importante) pour que la réparation du préjudice subi soit ordonnée. Pour cela, la faute du gestionnaire doit être reconnue. Au-

delà de la réaffirmation de ces principes bien connus, l'intérêt de l'arrêt annoté réside dans l'obligation d'anticipation du gestionnaire de fortune et dans les règles de calcul de ses commissions. Si les règles légales applicables ont continué à évoluer depuis les faits soumis à la cour d'appel de Bruxelles, par l'introduction des règles MiFID², ces évolutions ne sont pas de nature à modifier les enseignements de l'arrêt.

2. FAITS PERTINENTS ET PROCÉDURE

Le 7 juillet 2004, un industriel français retraité établi en Belgique, conclut une convention de gestion discrétionnaire avec une banque établie en Belgique.

La banque reçoit une mission de dépositaire et de gestionnaire de fortune. Dans ce cadre, la banque est autorisée à

effectuer des opérations sur tous les marchés réglementés (belges et étrangers) ou non réglementés pour le compte de son client. La banque est tenue contractuellement à un devoir d'information mensuelle. L'objectif du client est de réaliser des plus-values du capital avec un horizon à moyen terme,

¹ Avocat au barreau de Bruxelles.

² Directive n° 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 (MiFID I) et directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II). Pour un exposé général sur la transposition en droit belge de la directive MiFID I, voy. P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers*, Anthemis, 2008. Pour une description des nouvelles règles MiFID II, voy. *MiFID II & MiFIR : Capita Selecta*, Intersentia, 2018 et le numéro spécial MiFID II dans la *Revue de droit bancaire et financier*, 2017, 275 et s.