

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.

en prenant des risques de niveau « moyen », ce qui autorise la banque à investir jusqu'à 65% en actions et en instruments dérivés. La banque est rémunérée à la commission, soit un pourcentage sur le capital que lui confie le client.

Dès la fin de l'année 2007, les relations entre les parties commencent à se dégrader. Pourtant, pendant un an encore, les relations se poursuivent. D'ailleurs, en juin 2008, les parties signent une convention de conseil en investissement en remplacement de la convention de gestion de fortune. Début 2009, toutefois, les relations deviennent contentieuses. Le client cite la banque en avril 2009 en indemnisation du dommage qu'il a subi sur des placements financiers effectués en son nom et pour son compte par la banque et en remboursement de commissions et frais de garde. La banque introduit une demande reconventionnelle.

Outre la question des commissions, le litige porte sur quatre investissements que nous désignerons comme suit: Levimmo, Venus Convertible, Lux-Alpha, CMS.

En première instance, par jugement du 14 juin 2011, le tribunal de première instance francophone de Bruxelles reçoit la

demande portant sur les actions Levimmo et sur le remboursement des commissions et frais de garde. Le tribunal reconnaît donc que pour cet investissement spécifique, la banque a commis une faute. Toutefois, cette faute ne permet pas de déduire ou de présumer d'autres fautes de la banque pour d'autres investissements et le tribunal rejette les demandes portant sur les actions Venus Convertible et CMS et désigne un expert pour donner son avis sur la question de savoir si les investissements en titres Lux-Alpha étaient conformes ou non aux objectifs définis dans la convention de gestion de fortune discrétionnaire. L'expert dépose son rapport le 17 janvier 2013. Par jugement du 26 mai 2015, la demande du client sur les titres Lux-Alpha est rejetée.

Après le jugement du 14 juin 2011, les parties ont partiellement transigé. La demande concernant les actions Levimmo (pour laquelle la banque a été condamnée au rachat pour un montant total en principal de 650.683,50 EUR) ne sera pas soumise à la cour d'appel de Bruxelles. Mais le client interjette appel des demandes rejetées par le premier juge (et la banque introduit un appel incident). L'arrêt confirmera l'essentiel du jugement.

3. ANALYSE

3.1. Généralités

La cour d'appel rappelle les principes applicables à l'appréciation de la responsabilité du gestionnaire de fortune. En règle générale, « *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* ». Il existe toutefois deux cas particuliers où le gestionnaire sera tenu d'une obligation de résultat, à savoir lorsqu'il exécute une opération relevant de la pure technicité (p. ex., la comptabilisation d'une opération) ou s'il s'engage contractuellement à procurer un bénéfice déterminé à son client.

Sans surprise³, la cour d'appel rappelle également que le contrôle exercé par les juridictions ne peut être que marginal, à savoir qu'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 subs-

tituer son appréciation à celle du professionnel ni se fonder sur des éléments déduits d'analyses postérieures aux faits du litige.

Enfin, la cour d'appel souligne que la gestion d'un portefeuille doit s'apprécier en principe dans sa globalité. Cependant, cela n'empêche pas, le cas échéant, de critiquer un investissement particulier s'il est contraire aux limites convenues dans la convention ou s'il contrevient à une interdiction légale ou réglementaire (p. ex., en matière de conflits d'intérêts). D'ailleurs, c'est ce qu'avait fait le premier juge en reconnaissant la responsabilité de la banque pour un investissement spécifique (les actions Levimmo) mais en l'excluant pour les autres investissements.

La cour d'appel examine ensuite la personnalité du client pour apprécier l'étendue du devoir de conseil de la banque et souligne que si le client n'est pas un « professionnel de la finance », il est en tout cas un investisseur averti disposant d'une connaissance et d'une expérience certaine des instruments financiers et de la nature des opérations en jeu, ainsi que d'un goût du risque.

Il n'était pas contesté en l'espèce que la banque avait conclu une convention avec son client et avait évalué les compétences spécifiques de son client.

³ La cour d'appel ne tranche donc pas avec la jurisprudence habituelle. Voir p. ex. Bruxelles, 3 septembre 2008, *R.D.C.*, 2010/2, 169 (obs. B. CAULIER, 179); Bruxelles, 9 février 2012, *D.A.O.R.*, 2012, 235; Civ. Bruxelles, 3 octobre 2011, *R.D.C.*, 2013, 624; Comm. Bruxelles, 9 septembre 2003, *R.D.C.*, 2005, 187. Voy. aussi J.-P. BUYLE et M. DELIERNEUX, « Jurisprudence commentée en droit bancaire et financier », *R.D.C.-T.B.H.*, 2013/7, p. 585; M.D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement. Aspects contractuels et de responsabilités (avant et après MiFID)*, Kluwer, 2008, 230 p. et B. FERON, « La gestion de portefeuille », in *Liber Amicorum A. Bruyneel*, 2008, 385.

On rappellera que préalablement à l'entrée en vigueur de la réglementation MiFID, l'arrêté royal du 5 août 1991, aujourd'hui abrogé, s'appliquait à la gestion de fortune et au conseil en placement. Cet arrêté royal prévoyait notamment que les gestionnaires de fortune et les conseillers en placement ne pouvaient commencer à prêter leurs services avant d'avoir conclu une convention écrite avec leur client encadrant la relation et contenant un certain nombre de mentions obligatoires, notamment les objectifs du client. Actuellement, la matière est principalement gouvernée en ce qui concerne le contrôle prudentiel par la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement et par la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse. Les règles de conduite que doit suivre l'entreprise qui preste ce type de services sont contenues aux articles 26 et s. de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et dans l'arrêté royal du 19 décembre 2017⁴. Il faut également tenir compte d'un certain nombre de règlements européens directement applicables. Les éléments les plus fondamentaux concernent l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle, au mieux des intérêts des clients et d'une manière qui favorise l'intégrité du marché. Il est également essentiel que les clients soient correctement informés. La réglementation impose une information avant la conclusion du contrat, sur un support durable⁵. La question a été débattue de savoir si l'absence de support durable, lorsqu'il est exigé, entraîne la nullité automatique de la convention ou une nullité facultative selon l'appréciation du manquement par la juridiction saisie⁶. L'exigence d'un support durable a pour objectif de protéger l'investisseur. Le support durable a aussi une fonction probatoire. Si le gestionnaire de fortune ne respecte pas son obligation d'information sur un support durable, il viole la loi mais ne sera tenu d'indemniser l'investisseur de son dommage que si cette faute a causé à ce dernier un dommage⁷.

3.2. Les investissements litigieux

1° *Venus Convertible*

Le premier investissement litigieux porte sur des titres d'une sicav dénommée « Venus Convertible International » achetés par la banque en 2005 dans le cadre de la convention de gestion de fortune au cours de 100,90 EUR et qui représentent un peu plus de 10% du portefeuille. Dans un premier

temps, le cours des titres Venus Convertible a pris de la valeur mais fin 2007, il a commencé à chuter tout en restant toutefois supérieur au cours d'achat. A noter que fin 2007, le comité d'investissement de la banque recommande la vente des Venus Convertible. Début 2008, le client commence à s'interroger sur le prix auquel il pourrait liquider son investissement. Entre-temps, la convention de gestion de fortune est remplacée par une convention de conseil en placement. Le client échange encore plusieurs fois avec la banque au sujet des Venus Convertible et annonce clairement sa conviction de ce que les titres vont continuer à perdre de la valeur et qu'il souhaite vendre au mieux de ses intérêts dès que le moment sera opportun. Fin juillet 2008, la banque répond au client qu'elle partage son avis quant à la vente d'une partie des Venus Convertible mais celui-ci hésite encore alors que le cours oscille entre 102,11 et 100,42 EUR, attendant manifestement un rebond avant de vendre. Il finit par liquider les titres entre octobre 2008 et avril 2009 à un cours oscillant entre 68,81 EUR et 78,08 EUR. Manifestement, le rebond espéré par le client ne s'est pas produit et le client s'est résolu à vendre un peu tard.

Les reproches du client dans le cadre des titres Venus Convertible portent sur deux axes. D'une part, dans le cadre du mandat de gestion discrétionnaire, le client reproche à la banque non pas d'avoir acquis les titres Venus Convertible mais de les avoir surpondérés dans son portefeuille tant en montant qu'en proportion de son portefeuille total alors que la convention de gestion prévoyait un risque financier admis « moyen » et que les directives du comité d'investissement de la banque recommandaient de limiter la part de titres convertibles à 2,50% du portefeuille de ses clients.

Ces reproches sont écartés par la cour d'appel qui considère que le client est un investisseur avisé qui a opté pour un portefeuille avec une exposition en actions de 65% et que l'investissement en Venus Convertible s'adresse à ce type d'investisseur. En outre, la surpondération au moment de l'acquisition des titres n'est pas prouvée car les directives de la banque visant à limiter la part de titres convertibles à 2,50% du portefeuille datent de fin 2007 et ne pouvaient dès lors être prises en compte au moment de leur acquisition, en 2005.

D'autre part, dans le cadre de la convention de conseil en placement, le client reproche à la banque de ne pas l'avoir informé et conseillé sur la décision de vendre ou de conserver les titres. Ce grief est également écarté par la cour d'appel qui souligne que la banque a bien donné une recommandation personnalisée au client lorsqu'elle lui a dit parta-

⁴ Transposant MiFID II.

⁵ A savoir un instrument a) permettant à un client de stocker des informations qui lui sont adressées personnellement d'une manière permettant de s'y reporter aisément à l'avenir pendant un laps de temps adapté aux fins auxquelles les informations sont destinées; et b) permettant la reproduction à l'identique des informations stockées (art. 2, 60°, de la loi du 2 août 2002). Selon la FSMA, il s'agit p. ex. du papier, de CD-ROM, de DVD et du disque dur d'un ordinateur.

⁶ Voir not. J.-P. BUYLE, P. PROESMANS et D. RAES, « IV. Responsabilités en matière d'opérations sur instruments financiers », in *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Bruxelles, Bruylant, 2012, pp. 47-84.

⁷ Civ. Bruxelles (sect. civ. (75° ch.)), 10 mai 2019, R.G. n° 2016/7635/A, *For. Ass.*, 2019/10, n° 199, pp. 1-57.

ger son avis quant à la vente d'une partie des Venus Convertible. Cela permet également à la cour d'appel de préciser que « *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* ». En l'espèce, il ressort des faits que le client en tant qu'investisseur averti était parfaitement à même de comprendre et de suivre l'évolution de la volatilité des titres en question. Manifestement l'attitude du client a joué contre lui car la cour d'appel prend soin d'ajouter, alors même que les fautes reprochées à la banque ne sont pas établies, qu'en tout état de cause le lien de causalité fait défaut car la moins-value subie par le client résulte non pas d'un manquement au devoir d'information et de conseil mais de sa seule décision spéculative, escomptant un rebond de valeur qui ne se produira pas. La cour d'appel confirme donc que les interventions du client sont de nature à limiter les responsabilités de la banque.

Sur ce point, la cour d'appel confirme aussi que la catégorisation de l'investisseur est importante. A cet égard, il convient de tenir compte non seulement des catégories de clients établies par la réglementation MiFID (clients de détail, clients professionnels et contreparties éligibles) mais également, au sein de chacune d'elles, du sous-groupe auquel appartient le client considéré. Ainsi, l'appréciation de la responsabilité de la banque pourra varier selon qu'elle s'adresse à un investisseur de détail « averti » ou un investisseur de détail « lambda ».

2° Lux-Alpha

Le deuxième investissement litigieux concerne les titres d'une sicav dénommée Lux-Alpha liée à l'escroc B.M.

Le client avait décidé lui-même de l'investissement dans ces titres en 2005. Il ne reproche donc aucune faute à la banque dans sa décision d'investir dans des titres M.

En mars 2008, dans le cadre de son mandat de gestion, la banque décide de vendre les titres. Elle crédite le compte du client du prix de vente des titres après déduction de l'impôt sur la plus-value, applicable depuis le 1^{er} janvier 2008 aux fonds investissant plus de 40% de leurs actifs en créances et réinvestit le solde dans d'autres titres, aussi liés à M. Lorsque le client découvre la vente, il demande de l'annuler. La banque semble obtempérer mais ne procède pas à l'annulation de la vente. Par contre, elle revend les titres acquis avec le prix de la vente, et rachète en mai 2008 des titres Lux-Alpha pour remplacer les titres vendus 2 mois plus tôt.

Les faits de l'arrêt ne permettent pas de déterminer comment cette intervention du client était compatible avec le mandat de gestion discrétionnaire qu'il avait donné. En effet, le ges-

tionnaire de fortune agit comme mandataire de son client et la convention de gestion discrétionnaire implique que sans autorisation préalable du client, le gestionnaire peut poser des actes de disposition, de sa propre initiative⁸. Bien sûr, le client mécontent peut mettre en cause la responsabilité de son gestionnaire en cas de mauvaise exécution du mandat mais il restera tenu par l'acte posé par son mandataire.

La première faute reprochée à la banque est de ne pas avoir vendu les titres avant le 1^{er} janvier 2008, date à partir de laquelle la plus-value générée devenait taxable.

La cour d'appel estime que la faute de la banque est établie. En effet, la banque en sa qualité de gestionnaire de fortune devait anticiper un changement fiscal. Les titres en cause faisaient partie du portefeuille géré discrétionnairement par la banque et la banque aurait donc dû vendre, ou à tout le moins suggérer de vendre les titres avant que leur plus-value ne devienne taxable, soit avant le 1^{er} janvier 2018. La cour d'appel juge que cette absence d'anticipation n'aurait pas été commise par un gestionnaire de fortune prudent et diligent. Les gestionnaires de fortune ont donc l'obligation d'anticiper l'impact négatif de modifications fiscales. S'ils ne le font pas, leur responsabilité sera engagée. La cour d'appel confirme donc la condamnation de la banque à rembourser à son client le montant de l'impôt sur la plus-value réalisée en mars 2008. Pour le reste, la banque échappe à une obligation plus large d'indemniser son client, le lien causal entre la faute et un dommage excédant le montant de l'impôt n'étant pas établi.

La deuxième faute est l'absence d'annulation de la vente décidée d'initiative par la banque alors que le client lui avait donné l'instruction d'extourner la vente. La cour d'appel semble considérer que la faute est également établie. Toutefois, le dommage du client n'est pas prouvé et sur cette base, l'indemnisation sera aussi rejetée.

La troisième faute est de ne pas avoir informé le client que l'annulation de la vente était impossible et d'avoir caché au client que des nouveaux titres avaient été rachetés pour remplacer les titres vendus.

En l'espèce, il était manifeste que la banque n'avait pas adopté le comportement normal d'un gestionnaire de fortune en cachant à son client les diverses opérations de vente et de rachat et en laissant le client croire que la vente avait été simplement annulée. Il est étonnant que la banque ait caché ces opérations à son client. La faute pouvait difficilement être contestée.

Mais à nouveau, le dommage causé par cette faute n'est pas établi, ce qui permet à la banque d'échapper à l'indemnisation.

⁸ Selon la loi du 25 octobre 2016 sur l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, la gestion de portefeuille est la gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client.

3° Obligations CMS

Le troisième investissement litigieux concerne les obligations CMS (Constant Maturity Swap).

Le client reprochait à la banque l'investissement dans ces instruments qui ne correspondaient pas selon lui au risque moyen imposé par la convention de gestion et à la stratégie d'investissement à moyen terme. Cette question a fait l'objet du rapport de l'expert désigné par le premier juge. De manière très classique et en s'appuyant aussi sur le rapport de l'expert, la cour d'appel juge que la banque n'a pas commis de faute.

3.3. Les commissions

En ce qui concerne la demande visant à obtenir le remboursement de commissions payées à la banque, la cour d'appel y fait droit et confirme le jugement de première instance.

En vertu des règles MiFID⁹, le client doit être informé des coûts du conseil. Les gestionnaires et conseillers sont tenus de préciser dans la convention écrite les règles relatives à leur rémunération, de même que la périodicité du paiement. En l'espèce, la commission était fixée sur la base de la valeur du portefeuille. Cette formule est la plus courante.

Il arrive que le client mécontent de la performance financière de son portefeuille demande le remboursement des commissions payées. Dans ce cas, le client devra établir la faute mais surtout le lien causal entre la faute et son dommage (le paiement de commissions). Mais cela ne sera pas facile puisque la commission est le plus souvent due quelle que soit la performance du portefeuille.

En l'espèce, il ne s'agissait pas de ce cas de figure. Le client ne demandait pas le remboursement des commissions en raison des fautes de gestion commises (ou prétendument commises) par la banque. Le client demandait le remboursement de commissions sur la base d'un calcul erroné desdites commissions par la banque.

En effet, la banque avait comptabilisé ses commissions sur la base de la valeur du portefeuille sous gestion sans toutefois réduire à zéro la valeur des titres Lux-Alpha après la faillite de M. Sur ce point, la cour d'appel confirme le juge-

ment entrepris en décidant que la « juste valeur » des titres Lux-Alpha était depuis 2009 égale à zéro.

A cet égard, relevons que l'on ne peut qu'inciter les clients à examiner attentivement les relevés périodiques qui leur sont communiqués¹⁰, et les banques à établir ces relevés avec soin. Depuis l'entrée en vigueur des règles MiFID II, les entreprises qui détiennent des instruments financiers d'un client¹¹ (et plus uniquement celles qui fournissent des services de gestion de portefeuille¹²) doivent en effet fournir des comptes rendus à leurs clients, selon une fréquence en principe trimestrielle, décrivant le contenu et la valeur du portefeuille, avec des détails concernant chaque instrument financier détenu, sa valeur de marché ou sa « juste valeur » si la valeur de marché n'est pas disponible.

Les exigences relatives aux relevés à fournir par les banques ou entreprises d'investissement (autres que celles qui fournissent des services de gestion de portefeuille, lesquelles y étaient déjà tenues) ont ainsi été récemment renforcées. En vertu de l'article 63, 2., f), du règlement délégué n° 2017/565, « le relevé des actifs du client doit notamment contenir des précisions sur tous les instruments financiers ou fonds détenus par l'entreprise d'investissement pour le client à la fin de la période couverte par le relevé et la valeur de marché ou, lorsque la valeur de marché n'est pas disponible, la valeur estimée des instruments financiers inclus dans le relevé avec une indication claire du fait que l'absence de prix de marché est susceptible d'indiquer un manque de liquidité. La valorisation estimée est réalisée par l'entreprise 'au mieux' ».

Comment faut-il valoriser des titres s'il n'existe pas, ou plus, de valeur de marché?

Selon la réglementation actuelle, la valorisation doit être faite « au mieux ». L'exercice de valorisation a été discuté dans la phase préparatoire de MiFID II, notamment dans le cadre de l'avis technique de l'ESMA remis en 2014. Dans le Consultation Paper de l'ESMA du 22 mai 2014, la phrase « la valorisation estimée est réalisée par l'entreprise au mieux » n'était pas présente¹³. Elle a été ajoutée dans l'avis technique de l'ESMA après la phase de consultation pour tenir compte des remarques formulées. Des professionnels du secteur avaient en effet suggéré de ne pas inclure cette obligation de la valeur estimée lorsqu'aucun prix n'est disponible¹⁴.

⁹. Désormais art. 27bis, § 7, de la loi du 2 août 2002.

¹⁰. En vertu de la loi du 2 août 2002 (modifiée ultérieurement par la loi du 21 novembre 2017, entrée en vigueur le 3 janvier 2018) et l'arrêté royal du 3 juin 2007 transposant MiFID I (actuellement l'arrêté royal du 19 décembre 2017 transposant MiFID II (en l'espèce transposant l'art. 25, 6. MiFID II)).

¹¹. Art. 63, 2., f), du règlement délégué (UE) n° 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil UE en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

¹². Art. 60, 2., c), du règlement délégué (UE) n° 2017/565.

¹³. Consultation Paper ESMA, 22 mai 2014, p. 148.

¹⁴. « The majority of trade associations and investment firms instead suggested not to include a duty to state the estimated value of financial investment in cases a market price is not available. It was noted that it may be very difficult to gather information for a reasonable estimate and the valuation as such can be intricate and costly. Furthermore, depending on the information quality and on the valuation assumptions, stating an estimated value may be misleading for the client. » (ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MIFIR (19 décembre 2014), p. 169).

L'ESMA a toutefois confirmé l'opportunité de cette obligation qui doit être faite lorsqu'il n'y a pas de valeur de marché. Mais l'ESMA a modifié le texte en indiquant la précision que l'évaluation doit être faite « *on a best effort basis* », ce qui rend selon elle cette obligation raisonnable¹⁵ et répond à la critique que dans certaines situations, aucune évaluation n'est pertinente. Pour l'ESMA, l'objectif de cette obligation d'évaluation (« *au mieux* ») est d'informer les clients selon les circonstances. Et l'ESMA de relever: « *ESMA also notes that the technical advice does not prevent firms from informing clients of specific situations where the lack of a price is*

caused by events such as a suspension from trading or a corporate action. »¹⁶.

La question de la valorisation est évidemment importante pour la bonne information du client. Si, en plus, comme en l'espèce, cette valorisation permet de calculer le montant de la commission de la banque, elle devient aussi essentielle et tous les clients des banques ou entreprises d'investissement pourront désormais plus facilement contrôler le montant des commissions qu'on veut leur faire payer.

4. CONCLUSION

L'arrêt annoté confirme que l'appréciation d'une faute du gestionnaire de fortune ou du conseiller en investissement reste marginale et requiert plus que la constatation d'une perte subie.

Toutefois, outre ce rappel des principes, il faut relever que la cour d'appel reconnaît une obligation d'anticipation à charge du gestionnaire de fortune notamment en cas de changement annoncé dans les règles fiscales susceptible d'influencer négativement la situation financière des clients dont elle gère le portefeuille.

Enfin, en vertu des règles MiFID II, les entreprises qui détiennent des instruments financiers d'un client, comme celles qui fournissent des services de gestion de portefeuille doivent désormais informer le client au moins tous les 3 mois (en principe) de la valeur de son portefeuille. Le plus souvent, cette valorisation se fera sans difficulté sur la base de la valeur de marché. En l'absence d'une telle valeur, la banque devra faire preuve de prudence et de rigueur, d'autant plus si sa rémunération en dépend.

¹⁵. « *This seems to ESMA a proportionate approach.* » (ESMA' Technical Advice to the Commission on MiFID II and MIFIR (19 décembre 2014), p. 169).

¹⁶. ESMA' Technical Advice to the Commission on MiFID II and MIFIR (19 décembre 2014), p. 169.