



Commission des sanctions

DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE LA SOCIETE X ET DE MM. A ET B

La 2^{ème} section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L.214-35-2 à L.214-35-6, L.532-9, L.621-7, L.621-14 et L.621-15, ainsi que son article R.214-19 – tous dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits – et ses articles R.621-5 à R.621-7 et R.621-38 à R.621-40 ;

Vu le décret n°2008-893 du 2 septembre 2008 relatif à la Commission des sanctions de l'AMF, notamment son article 2 ;

Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 311-5, 322-10, 322-31 (1^{er} et 3^{ème} alinéas), 322-38, 322-40 (3^o), 322-63 (1^{er} et 2^{ème} alinéas), 322-64, 322-66 (1^{er} alinéa), 322-71 (1^{er} et 4^{ème} alinéas) et 411-45, dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits ;

Vu les notifications de griefs en date du 22 février 2008, adressées à la société X et à MM. A et B ;

Vu la décision du 17 mars 2008 du président de la Commission des sanctions désignant M. Jacques Bonnot, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur, puis celle en date du 17 septembre 2008, désignant M. Alain Ferri, membre de cette commission, en remplacement de M. Jacques Bonnot ;

Vu les observations écrites présentées par M. B, reçues à l'AMF le 5 mai 2008, et celles présentées par M. A pour la société X, reçues à l'AMF les 11 et 18 août 2008 ;

Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 29 septembre 2008 informant les mis en cause, en application de l'article 2 du décret susvisé du 2 septembre 2008, de ce qu'ils disposaient de la faculté de demander la récusation du rapporteur dans un délai d'un mois ;

Vu les procès-verbaux des auditions de M. B, en date du 10 octobre 2008, et de M. A, en date du 16 octobre 2008 ;

Vu les documents complémentaires présentés par M. A à la suite de son audition, reçus à l'AMF le 27 octobre 2008 ;

Vu le rapport de M. Alain Ferri en date du 14 janvier 2009 ;

Vu les lettres de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 26 février 2009 auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur, adressées le 15 janvier 2009 à la société X et à MM. A et B ;

Vu les lettres recommandées avec demande d'avis de réception en date du 2 février 2009 informant les mis en cause de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance et de leur faculté de demander la récusation de l'un des membres de cette commission ;

Vu les observations en réponse au rapport du rapporteur présentées par Me Richard Fourcault pour la société X et M. A, reçues à l'AMF le 5 février 2009, et celles présentées par M. B, reçues à l'AMF le 12 février 2009 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 26 février 2009 :

- M. Alain Ferri en son rapport ;
- M Paul Esmein, commissaire du gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. A, pour son compte et pour celui de la société X qu'il représente en tant que président du directoire ;
- Me Richard Fourcault, conseil de la société X et de M. A ;
- M. B ;
- Mme Marguerite Yates, représentant le Collège de l'AMF ;

Les personnes mises en cause et leur conseil ayant pris la parole en dernier.

I – FAITS ET PROCEDURE

A. Les faits

La société de gestion de portefeuille (SGP) X, dont le siège est à Paris, a obtenu, le 30 juillet 2004, l'agrément mentionné à l'article L.532-9 du code monétaire et financier. A la fin du mois de mars 2007, son capital était détenu à hauteur des deux tiers par la société X', qui exerçait une activité de conseil en patrimoine et dont le capital était réparti entre M. A et M. B et, pour la quasi-totalité du tiers restant, par ceux-ci. Son encours sous gestion s'élevait alors à 248,5 M€ à travers 9 FCP et 21,5 M€ à travers une centaine de mandats. Les dirigeants et les personnes orientant l'activité de la société au sens de l'article L.532-9 du code monétaire et financier, dans sa rédaction alors en vigueur, étaient M. A, président du directoire, et M. B, directeur général.

A la suite d'un courrier adressé par le commissaire aux comptes de trois FCP gérés par la société X, signalant des problèmes relatifs à leur méthode de valorisation ainsi que des irrégularités sur l'évaluation d'une ligne de titres non cotés, le secrétaire général de l'AMF a décidé, le 7 mars 2007, de faire procéder à un contrôle du respect de ses obligations professionnelles par cette SGP. Au cours du contrôle, le Collège de l'AMF, par décision du 10 juillet 2007 prise en application du I de l'article L.621-14 du code monétaire et financier, a enjoint à la société « *de mettre fin aux pratiques contraires aux intérêts des investisseurs* ».

Le rapport de contrôle, établi le 12 septembre 2007 par le Service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché de l'AMF, a été communiqué à la société X, qui a produit des observations en réponse le 5 novembre suivant. Ce rapport et ces observations ont été examinés par la Commission spécialisée n°2 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L.621-2 du code monétaire et financier, lors de sa séance du 29 janvier 2008.

Par ailleurs, et sur demande du président de l'AMF, introduite sur le fondement du II de l'article L.621-14 du code monétaire et financier, le président du tribunal de grande instance de Paris, par décision en date du 21 février 2008, a :

- fait injonction à la société X de limiter ses activités aux actes conservatoires nécessaires à la préservation des intérêts de ses clients ;
- désigné un contrôleur de gestion pour une durée de trois mois.

Ayant constaté qu'X ne remplissait plus les conditions auxquelles est subordonné le maintien de son agrément pour la gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ci-après « OPCVM ») contractuels, le Collège de l'AMF, lors de sa séance du 1^{er} avril 2008, a décidé, en application des articles L.532-9, L.621-7 (V) et L.214-35-6 du code monétaire et financier, de prononcer « *le retrait d'agrément du programme d'activité spécialisé relatif à la gestion d'OPCVM contractuels avec ou sans effet de levier* ». Par application des dispositions de l'article 311-5 du règlement général de l'AMF, le Collège a décidé que ce retrait interviendrait effectivement le 16 mai 2008, date ultérieurement repoussée au 13 juin 2008, et a désigné un mandataire sous le contrôle duquel la SGP serait placée jusqu'à la date d'effet du retrait d'agrément partiel.

B. La procédure

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception en date du 22 février 2008, le président de l'AMF a notifié les griefs qui leur étaient reprochés :

- à la société X, représentée par son président du directoire d'alors, M. B ;
- à MM. A et B, chacun en sa qualité de dirigeant au sens de l'article L.532-9 du code monétaire et financier.

Ils ont été informés, d'une part, de la transmission des lettres de notification au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur, d'autre part, du délai d'un mois dont ils disposaient pour présenter des observations écrites en réponse aux griefs, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de leur choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF.

Les notifications de griefs adressées à la société X et à MM. A et B – auxquels sont reprochés les mêmes manquements – décrivent d'abord les éléments caractéristiques de la gestion mise en œuvre par la société X dans les OPCVM Y1, Y2 et Y3 :

- Y1 est un FCP diversifié investi à 15% en actions et à 85% en OPCVM externes. Les frais de gestion fixes s'élèvent à 2,4% de l'encours et des frais de gestion variables sont calculés lorsque la performance annualisée excède 7,5% et sont provisionnés pour un montant égal à la totalité de la surperformance ;
- Y2 est un fonds d'investissement contractuel entièrement investi dans Y1 avec un effet de levier : en vertu d'une option de gré à gré contractée avec la banque Z, celle-ci apporte un financement complémentaire à celui fourni par le fonds ; le levier est compris entre 3 et 4 et le coût du financement complémentaire est fixé au taux de l'Euribor à un an auquel s'ajoute une marge de 0,95%. Les frais de gestion fixes s'élèvent à 1,60% de l'encours et des frais de gestion variables sont calculés lorsque la performance annualisée excède 8% et sont provisionnés pour un montant égal à la totalité de la surperformance ;
- Y3 est un fonds contractuel investi dans le précédent pour un montant égal à 150% des souscriptions ; il a pour cela recours à des emprunts auprès du dépositaire W France. Les frais de gestion fixes s'élèvent à 1,2% de l'encours et des frais de gestion variables sont provisionnés à hauteur de la totalité de l'excédent éventuel de la performance par rapport au taux de 5%. Il est relevé que neuf portefeuilles individuels sont investis en totalité dans le fonds Y3.

Après avoir, en premier lieu, relevé que le « *montage en cascade [de ces trois] fonds d'investissement* » a pour effet une augmentation artificielle des encours sous gestion, qui entraîne une multiplication des frais de gestion fixes, et que le provisionnement d'une commission de gestion variable ajoute encore des frais à la charge des porteurs tout en limitant la performance à un niveau qui « *ne leur permet pas de tirer un profit proportionnel au risque supporté* », les notifications de griefs retiennent que ce système ne serait pas conforme à l'intérêt des porteurs, non plus qu'à celui des mandants à qui la SGP a fait souscrire des parts de Y3.

Les notifications de griefs relèvent, en deuxième lieu, que, dans le fonds d'investissement contractuel Y4, les frais de gestion sont prélevés en totalité dès que la performance du fonds dépasse 10%, alors que le fonds était « *investi à hauteur de 104% de son actif net dans trois émissions d'obligations privées réalisées par la société SIO qui offraient des taux de rendement proches de 27%* », de sorte que le partage du gain espéré entre les porteurs de parts du fonds – qui supportent la totalité du risque – et la société de gestion serait déséquilibré en faveur de cette dernière.

Elles ajoutent, en troisième lieu, que le fonds d'investissement Y5, actionnaire majoritaire de la société non cotée V depuis le 8 décembre 2005, a souscrit à la totalité de son augmentation de capital réalisée le 9 janvier 2006. Bien que réalisée à un prix supérieur de 19% à celui du 8 décembre 2005 – soit seulement un mois plus tôt – cette augmentation de capital « *n'a donné lieu à aucune diligence spécifique sur la valorisation retenue de la part de la société X* ». En outre, la forte revalorisation des titres de la société V dans le portefeuille du fonds a entraîné à elle seule le provisionnement « *de frais de gestion variables d'un montant de 522 000 € dans les comptes du fonds d'investissement (...) qui n'a pas profité aux porteurs de parts* ».

Il est retenu que l'ensemble de ces trois catégories de faits constituerait :

- un manquement au regard des premier et troisième alinéas de l'article 322-31 du règlement général de l'AMF, dans sa rédaction alors en vigueur ;
- un manquement au regard des dispositions de l'article 322-38 du même règlement général, relatives aux situations de conflit d'intérêts entre la société de gestion et les mandants ou les porteurs ;

- un manquement aux dispositions du 3° de l'article 322-40 du règlement général qui encadrent l'attribution à la SGP d'une quote-part de la surperformance des OPCVM.

Les notifications de griefs relèvent, en quatrième lieu, que les mandants investis uniquement dans les fonds Y5 et Y3 « *recherchaient avant tout une gestion prudente de leur trésorerie* » et que la « *gestion risquée* » pratiquée était éloignée du profil souhaité, tel qu'il avait été « *clairement exprimé par écrit* ». Il est indiqué que ces faits constitueraient un manquement aux premier et deuxième alinéas de l'article 322-63 du règlement général de l'AMF relatifs à la prise en compte des objectifs et de la situation des mandants.

Les notifications de griefs relèvent, en cinquième lieu, que les comptes-rendus de gestion adressés semestriellement et annuellement aux mandants ne fournissent pas d'informations précises sur la gestion réalisée dans les fonds Y3 et Y5. Ne sont notamment pas mentionnés « *l'exposition au risque d'investissement actions, la superposition des fonds dans le cas d'Y3 ainsi que les investissements en titres non cotés dans le cas d'Y5 [alors même qu'ils] s'élevaient à plus de 50% de [son] actif net* ». Les informations communiquées aux mandants ne répondraient pas aux prescriptions des premier et quatrième alinéas de l'article 322-71 du règlement général de l'AMF.

Il est relevé, en sixième lieu, que les documents commerciaux envoyés par la société aux clients potentiels indiquaient que ses fonds communs de placement étaient « *des outils de gestion de trésorerie uniques et sans équivalent sur le marché en termes de liquidité, de performance, de volatilité et de régularité de performance* ». Ces fonds étaient ainsi présentés « *comme des produits de trésorerie alors que du fait de leur composition (actions et titres non cotés) ces fonds étaient des produits risqués* ». N'auraient donc pas été respectées les prescriptions des articles 322-64, 322-66 et 411-45 du règlement général de l'AMF dans leur rédaction alors en vigueur.

Les notifications de griefs relèvent, en dernier lieu, que des titres non cotés ont fait l'objet, peu de temps après leur acquisition, d'une revalorisation « *sans qu'aucun document probant n'ait été formalisé* », que d'autres titres non cotés ont été acquis sans avoir « *fait l'objet d'aucune évaluation de la part de la société de gestion* » enfin, qu'X a souscrit à des obligations à taux très élevé « *sans qu'aucune « due diligence » ne soit réalisée sur le taux de rendement offert par ces titres* » ; en outre, la présence importante de titres non cotés dans l'actif du fonds Y5 et les problèmes relatifs à leur valorisation auraient été de nature à rendre « *incertain le calcul de (...) [la] valeur liquidative* » hebdomadaire de ce fonds et « *à mettre en cause la capacité de la société de gestion à honorer les demandes de rachat de parts* ». Il est retenu que ces faits constitueraient « *un manquement à l'article R.214-19 du Code monétaire et financier applicable lors du contrôle* ».

Copie des notifications de griefs a été transmise par le président de l'AMF, en application de l'article R.621-38 du Code monétaire et financier, par lettre du 22 février 2008 au président de la Commission des sanctions, qui a, le 17 mars 2008, désigné en qualité de rapporteur M. Jacques Bonnot, qui en a avisé les personnes mises en cause par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception en date du 26 mars 2008, en leur rappelant la possibilité d'être chacune entendue, à sa demande, dans les locaux de l'AMF, en application du I de l'article R.621-39 du code monétaire et financier.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 24 avril 2008, M. Jacques Bonnot a informé M. B de la prolongation jusqu'au 2 mai 2008 du délai qui lui avait été imparti pour présenter ses observations. Ont été présentées par M. B des observations écrites qui ont été reçues à l'AMF le 5 mai 2008.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception en date du 21 juillet 2008, la secrétaire de la Commission des sanctions a informé la société X et M. A de la prolongation jusqu'au 18 août 2008 du délai imparti pour présenter leurs observations. Ont été présentées pour la société X des observations écrites reçues à l'AMF les 11 et 18 août 2008.

Le 17 septembre 2008, le président de la Commission des sanctions a désigné en qualité de rapporteur, en remplacement de M. Jacques Bonnot, décédé, M. Alain Ferri, qui en a avisé les mis en cause par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 25 septembre 2008.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception en date du 29 septembre 2008, la secrétaire de la Commission des sanctions a informé les personnes mises en cause qu'en application de l'article 2 du décret n°2008-893 du 2 septembre 2008 relatif à la Commission des sanctions, elles disposaient d'un délai d'un mois à compter de la réception de la lettre qui leur était adressée pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R.621-39-3 et R.621-39-4 du code monétaire et financier.

Les 10 et 16 octobre 2008, le rapporteur a respectivement entendu, à leur demande, M. B et M. A, en leur qualité commune de dirigeants de la SGP à l'époque des faits. A la suite de son audition, M. A a produit des documents complémentaires qui ont été reçus à l'AMF le 27 octobre 2008.

Les personnes mises en cause ont été convoquées à la séance du 26 février 2009 par des courriers en date du 15 janvier 2009, auxquels était joint le rapport du rapporteur.

Par lettres recommandées avec demande d'avis de réception en date du 2 février 2009, la secrétaire de la Commission des sanctions a informé les personnes mises en cause de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance et de leur faculté de demander la récusation d'un membre de cette Commission, en application des articles R.621-39-2, R.621-39-3 et R.621-39-4 du code monétaire et financier.

Des observations en réponse au rapport du rapporteur présentées, d'une part, par Me Richard Fourcault pour la société X et M. A, d'autre part, par M. B ont été reçues à l'AMF respectivement le 5 février 2009 et le 12 février 2009.

II – LES TEXTES APPLICABLES

Considérant que les fonds d'investissement contractuels sont régis par les articles L.214-35-2 à L.214-35-6 du code monétaire et financier, notamment le premier alinéa de l'article L.214-35-4, aux termes duquel : « *La constitution, la transformation, la fusion, la scission ou la liquidation d'un OPCVM contractuel ne sont pas soumises à l'agrément de l'AMF mais doivent lui être déclarées, dans les conditions définies par son règlement général, dans le mois qui suit sa réalisation* » et l'article L.214-35-6, qui dispose : « *Un OPCVM contractuel ne peut être géré que par une société de gestion spécialement agréée à cet effet dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF, au vu notamment des conditions dans lesquelles s'exercera la gestion de ces organismes* » ;

Considérant que l'article L.532-9, dans sa rédaction en vigueur à l'époque des faits, disposait : « *Pour délivrer l'agrément à une SGP, l'AMF vérifie si celle-ci : / (...) 4. Est dirigée effectivement par des personnes possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adéquate à leur fonction ; / 5. Voit son orientation déterminée par deux personnes au moins remplissant les conditions fixées au 4 (...)* » ; que, dans sa rédaction actuelle, le 4 du même article est ainsi rédigé : « *4. Est dirigée effectivement par deux personnes au moins possédant l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à leur fonction, en vue de garantir sa gestion saine et prudente* » ; que l'article 322-10 du règlement général de l'AMF, dans sa rédaction en vigueur à l'époque des faits, disposait : « *La SGP est dirigée effectivement et voit son orientation déterminée par deux personnes au moins possédant l'honorabilité et la compétence nécessaires ainsi que l'expérience adaptée à leurs fonctions. / L'une au moins de ces deux personnes doit être un mandataire social habilité à représenter la société dans ses rapports avec les tiers. / L'autre personne peut être le président du conseil d'administration, ou une personne spécialement habilitée par les organes sociaux collégiaux ou les statuts pour diriger et déterminer l'orientation de la société* » ; que ces dispositions ont été reprises à l'article 312-6, dans une rédaction modifiée pour tenir compte des modifications citées plus haut de l'article L.532-9 du code monétaire et financier ;

A. En ce qui concerne les griefs tirés de la combinaison des effets de levier et du plafonnement des performances des fonds concernés

Considérant, en premier lieu, qu'aux termes des 1^{er} et 3^{ème} alinéas de l'article 322-31 du règlement général de l'AMF dans sa rédaction applicable à l'époque des faits : « *La SGP doit promouvoir les intérêts de ses mandants ou des porteurs des OPCVM gérés. A cet effet, elle doit exercer ses activités dans le respect de l'intégrité, la transparence et la sécurité du marché* » / « *La SGP doit s'abstenir de toute initiative qui aurait pour objet de privilégier ses intérêts propres, ou ceux de ses associés, actionnaires ou sociétaires, au détriment des intérêts*

de ses mandants ou des porteurs » ; que ces dispositions ont été reprises à l'article 314-3 dont les prévisions ne sont pas plus douces ;

Considérant, en deuxième lieu, que l'article 322-38 du même règlement disposait : « Les conditions de rémunération de la SGP ne doivent pas être de nature à la placer en situation de conflit d'intérêts avec les mandants ou les porteurs » ; que ces dispositions ont été reprises par les articles 313-18 et 313-19, dont les prévisions ne sont pas plus douces ; que l'article 322-40 disposait : « La Commission de gestion peut comprendre une part variable liée à la surperformance du portefeuille géré par rapport à l'objectif de gestion dès lors que : / (...) 3° La quote-part de surperformance de l'OPCVM attribuée à la société de gestion ne doit pas conduire cette dernière à prendre des risques excessifs au regard de la stratégie d'investissement, de l'objectif et du profil de risque définis dans le prospectus de l'OPCVM » ; que ces dispositions ont été reprises en des termes équivalents à l'article 314-78 ;

B. En ce qui concerne les griefs relatifs au respect des objectifs de gestion des mandants et leur information

Considérant, d'une part, en ce qui concerne les objectifs des mandants, que l'article 322-63 disposait en ses 1^{er} et 2^{ème} alinéas : « La SGP s'enquiert des objectifs, de l'expérience en matière d'investissements et de la situation du mandant » / « Les prestations proposées dans le cadre d'un mandat doivent être adaptées à la situation du mandant » ; que ces dispositions ont été reprises à l'article 314-44, aux termes duquel : « En application du I de l'article L.533-13 du code monétaire et financier, le prestataire de services d'investissement se procure auprès du client toutes les informations lui permettant d'avoir une connaissance suffisante des faits essentiels le concernant et de considérer, compte tenu de la nature et de l'étendue du service fourni, que la transaction qu'il entend recommander ou le service de gestion de portefeuille qu'il envisage de fournir satisfait aux critères suivants : / 1° Le service répond aux objectifs d'investissement du client ; / 2° Le client est financièrement en mesure de faire face à tout risque lié à la transaction recommandée ou au service de gestion de portefeuille fourni et compatible avec ses objectifs d'investissement ; / 3° Le client possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre les risques inhérents à la transaction recommandée ou au service de gestion de portefeuille fourni » ;

Considérant, d'autre part, en ce qui concerne l'information des mandants, que l'article 322-71 disposait en ses premier et quatrième alinéas : « La SGP doit assurer au mandant ou porteur toute l'information nécessaire sur la gestion de portefeuille effectuée » / « Le rapport annuel de l'OPCVM ou le compte rendu de gestion adressé, doit contenir, le cas échéant, une information sur les instruments financiers détenus en portefeuille qui sont émis par la société de gestion ou les entités de son groupe » ; que ces dispositions ont été reprises respectivement, d'une part, à l'article 314-91 en ce qui concerne les mandants et au 1^{er} alinéa de l'article 314-99 en ce qui concerne les porteurs et, d'autre part, au troisième alinéa de l'article 314-99 : « Lorsque le prestataire d'investissement fournit le service de gestion de portefeuille, il adresse à chacun de ses clients, sur un support durable, un relevé périodique des activités de gestion de portefeuille réalisées pour son compte, sauf si un tel relevé est fourni par une autre personne » et « La SGP doit assurer aux porteurs toute l'information nécessaire sur la gestion d'OPCVM effectué. / (...) Le rapport annuel de l'OPCVM doit contenir, le cas échéant, une information sur les instruments financiers détenus en portefeuille qui sont émis par la SGP ou par les entités de son groupe. Il fait mention également, le cas échéant, des OPCVM ou des fonds d'investissement gérés par la SGP ou les entités de son groupe » ;

C. En ce qui concerne le grief relatif à la publicité auprès des clients potentiels

Considérant qu'aux termes de l'article 322-64, du 1^{er} alinéa de l'article 322-66 et de l'article 411-45 du règlement général de l'AMF : « Le devoir d'information et de conseil comporte la mise en garde contre les risques encourus » / « La publicité et la documentation destinée à l'investisseur doivent être cohérentes avec le service proposé et mentionner, le cas échéant, les dispositions les moins favorables et les risques inhérents aux opérations qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés » / « Le prospectus complet est composé des documents suivants, dont le contenu est précisé dans une instruction de l'AMF : / 1° Un prospectus simplifié donnant les renseignements essentiels et nécessaires à la décision de l'investisseur (...) » ; que ces dispositions ont été reprises respectivement au 5° de l'article 314-41 et au 2^{ème} alinéa de l'article 314-11 – dont les dispositions ne sont pas plus douces – et, à l'identique, à l'article 411-45-1 ;

D. En ce qui concerne le grief relatif à la valorisation des instruments financiers non cotés

Considérant qu'aux termes de l'article R.214-19 du code monétaire et financier dans sa rédaction en vigueur à l'époque des faits, dont les dispositions, demeurées inchangées, constituent aujourd'hui le I de cet article : « *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières doivent pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors bilan ; ils doivent pouvoir à tout moment mesurer les risques associés à leurs positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille* » ;

III – SUR LES OBSERVATIONS DES PERSONNES MISES EN CAUSE

Considérant que, pour sa défense, M. B, après avoir fait valoir qu'il « *tien[t] à [se] désolidariser des actions entreprises par [l'actuel] président du directoire (M. A) de cette société* », à ses yeux seul responsable des erreurs commises, a indiqué :

- qu'il a systématiquement été tenu compte des « *remarques* » du contrôleur interne et déontologue, devenu, à compter de juillet 2006, responsable à temps plein de la conformité et du contrôle interne ;
- que « *le provisionnement des frais de gestion variables a été utilisé comme technique de gestion et non pas comme moyen de rémunération* », que les frais de gestion variables « *n'ont jamais été prélevés par la société de gestion [et qu'] à ce jour et à [sa] connaissance, ils ont été intégralement restitués aux porteurs de parts* » ;
- que ces frais de gestion variables ont été limités le 4 juin 2007, avec prise d'effet au 1^{er} juillet suivant, à 30% de la surperformance ;
- qu'il n'a pas personnellement bénéficié « *d'une accumulation des frais de gestion* » ;
- que le seul mandant qui relevait de son activité personnelle était bien informé ;

Considérant qu'au cours de son audition, M. B a réitéré ses explications selon lesquelles, si l'usage de l'effet de levier augmentait les risques pour les porteurs alors que leurs bénéfices demeuraient plafonnés, « *le coussin de sécurité était [le] corollaire* » de cette augmentation des risques ;

Considérant que M. A a soutenu que l'information sur les risques encourus avait bien été communiquée aux mandants dont il avait la charge, certains étant d'ailleurs des investisseurs avertis ;

Considérant qu'au cours de son audition, il a précisé, en ce qui concerne l'usage de l'effet de levier dans certains fonds communs de placement contractuels : « *La variable d'ajustement était l'importance de l'effet de levier. C'est là-dessus que les gestionnaires devaient jouer (à la baisse) lorsque survenait un signal d'alerte, par exemple la réduction du « coussin de sécurité » que constituait le provisionnement des frais de gestion variables dont je rappelle que nous ne les avons jamais perçus. De surcroît, nous veillions à limiter les souscriptions nouvelles de manière à ce que ce même coussin de sécurité ne voie pas son épaisseur [relative] réduite trop vite* » ; que, dans des observations produites à la suite de son audition, M. A a fait valoir :

- que l'une des causes de son désaccord avec M. B « *depuis 2006* » était la divergence de leurs anticipations relatives au cours des actions ; qu'ainsi, « *dès le mois de janvier 2007* », il « *recommandait dans sa lettre d'information aux clients et sur son site Internet* » de vendre une grande partie des portefeuilles boursiers ;
- que les investissements réalisés en Nouvelle-Calédonie « *étaient porteurs d'importantes plus-values* » et que « *seule la gestion de ces investissements par M. B au cours de l'année 2007 (...) est à l'origine du retard des programmes et du problème de liquidité des fonds qu'il a entraîné* » ;
- qu'au moment de son départ, « *il devait être mis fin au système de superposition des fonds qui, bien que n'ayant pas été constitué dans ce but, génèrait une superposition de commissions fixes d'ailleurs présente dans tous les fonds de fonds* » ;

Considérant que, pour sa défense, la société X a soutenu, en ce qui concerne les frais de gestion variables de ses fonds communs de placement contractuels, que le dispositif mis en place relevait d'une « *technique de gestion utilisant la reprise des frais de gestion variables comme amortisseur de [la] baisse des marchés (...) dans l'intérêt des porteurs* », ce choix d'une gestion « *coussin* » ayant été effectué aux fins d'apporter « *une sécurité* » aux clients de la société car il « *permettait aux porteurs de bénéficier d'une performance régulière et constante même en cas de baisse du portefeuille tant que la provision était positive et non intégralement* »

consommée » ; qu'elle a ajouté que ni l'utilisation de l'effet de levier ni la possibilité d'investir les actifs d'un fonds dans des parts d'autres fonds ne sont interdites par la réglementation et que les prospectus étaient explicites sur ces points ; que, s'agissant des investissements dans les actions non cotées de la société V, la société X a fait valoir que « *le droit n'oblige pas l'actionnaire participant à une augmentation de capital à s'enquérir de diligences particulières pour prendre part au vote* », que le prix payé était « *inférieur au potentiel de développement de la société* » et que les frais de gestion variables provisionnés à cette occasion n'ont pas été prélevés, mais seulement provisionnés, de sorte que les intérêts des porteurs et des mandants auraient été pleinement préservés ; qu'elle a ajouté que tant l'information des investisseurs que la publicité à destination des clients potentiels ont été suffisantes et que « *l'horizon d'investissement défini au prospectus [du fonds Y5 étant] de cinq ans* », les investisseurs étaient pleinement informés « *que les demandes de rachat entre-temps pouvaient être génératrices de baisse de la valeur liquidative* », la société ayant « *toujours su donner une valeur aux participations détenues* » ;

Considérant que, dans les observations écrites en réponse au rapport du rapporteur présentées pour la société X et M. A, il est soutenu que l'usage des termes « *montage en cascade* » dans la notification de griefs « *délivre d'emblée une approche négative du dossier* » et que cette approche n'est pas justifiée, dès lors que « *les montages de type OPCVM d'OPCVM sont autorisés, de surcroît un OPCVM contractuel peut investir lui-même dans un ou plusieurs OPCVM d'OPCVM* », que les porteurs de parts d'OPCVM ont été informés, par la lecture des prospectus de ces fonds, du niveau des frais perçus et que les OPCVM contractuels « *dérogent par nature aux règles d'investissement de droit commun* » ; que l'information « *des porteurs* » sur la gestion d'OPCVM effectuée n'était pas encore exigée par les textes et qu'au demeurant, le contrat de mandat « *discrétaire* » comportait une description des risques encourus ; qu'en ce qui concerne la publicité auprès des clients potentiels, « *le responsable commercial a été mis à pied à l'époque des faits pour avoir communiqué sur les produits en les présentant sans indiquer d'information particulière sur les risques sous-jacents* » ; que, s'agissant des investissements en titres non cotés, le droit n'oblige pas l'actionnaire qui participe à une augmentation de capital « *à s'enquérir de diligences particulières pour prendre part au vote* » ;

Considérant que, dans ses observations écrites en réponse au rapport du rapporteur, M. B a fait valoir, « *sur la procédure* », d'une part, que M. A a pu « *disposer d'un délai de six mois* » pour répondre à la notification de griefs et que « *ce traitement de faveur [lui] semble inégalitaire* », d'autre part, que ce n'est que le 29 janvier 2009 qu'il a pu prendre connaissance des documents complémentaires produits par ce dernier à la suite de son audition ; qu'en ce qui concerne le respect des objectifs de gestion des mandants et leur information, il rappelle n'avoir pas été directement en charge des clients non plus que de la politique commerciale ;

IV – SUR LA REGULARITE DE LA PROCEDURE

Considérant que la circonstance que des délais différents ont été accordés, à leur demande, aux différents mis en cause pour présenter leurs observations sur les notifications de griefs n'est pas de nature à entacher d'irrégularité la procédure ; que, postérieurement, chacun d'entre eux a pu produire de nouvelles observations, tant à l'occasion de son audition qu'en réponse au rapport du rapporteur ; que le moyen soulevé par M. B « *sur la procédure* » sera donc écarté ;

V – SUR LES MANQUEMENTS

A – Pour la SGP

1. En ce qui concerne la combinaison des effets de levier et du plafonnement des performances des fonds concernés :

Considérant, en premier lieu, que la superposition, sur trois niveaux, des FCP contractuels Y1, Y2 et Y3 et leur recours aux financements de la banque Z et de W ont eu pour effet d'ajouter aux frais de gestion fixes directs des frais indirects dont le montant cumulé a atteint, dans le cas des porteurs de parts du troisième de ces fonds, et compte tenu des effets de levier, un niveau cumulé de 9 à 13% ; que, pour mieux apprécier le montant réel des frais acquittés par ces porteurs indépendamment du niveau de la performance réalisée, il convient d'ajouter le prélèvement d'une commission de souscription de 3% et, le cas échéant, d'une commission de rachat de 2% qui, à l'inverse des frais de gestion fixes cumulés, sont d'un niveau clairement énoncé dans le prospectus ; que

si les mis en cause décrivent ce système comme un « *fonds de fonds* » qui n'est pas prohibé, on observera, d'une part, que le triple niveau d'investissement n'est pas admis pour les fonds non contractuels, d'autre part, que ce procédé n'a pas pour objet de diversifier les risques ou de recourir indirectement à des compétences extérieures à la société de gestion, mais bien de renforcer et de concentrer les risques sur un seul fonds, d'ailleurs géré par la société X elle-même ; que si, comme le mentionnent la société mise en cause et M. A, la dernière mise à jour du prospectus du fonds Y3 présente les « *frais facturés à l'OPCVM au cours du dernier exercice clos* », celle-ci est intervenue postérieurement aux faits objet des poursuites ;

Considérant qu'un tel dispositif, par le caractère manifestement excessif de la rémunération de la société X à laquelle il conduit, caractérise le manquement aux dispositions, dans leur rédaction alors en vigueur, de l'article 322-31 du règlement général de l'AMF relatif au respect de la primauté des intérêts des porteurs ainsi que des mandants dont les avoirs ont été investis dans ces fonds ;

Considérant, en second lieu, que l'accroissement de l'amplitude de la performance escomptable, né de ce dispositif à effet de levier, revêt apparemment un caractère asymétrique résultant de l'absence de contrepartie au regard de la performance positive espérée ; qu'en effet, celle-ci était plafonnée du fait des « *frais de gestion variables* » qui devaient amputer les « *surperformances* », alors qu'à l'inverse, le risque de performance négative, accru par l'effet de levier, n'était pas limité ; que le système ainsi mis en place était d'autant plus discutable que la quote-part de la surperformance revenant à la société sous forme de frais de gestion a été fixée à 100% jusqu'au 4 juin 2007 alors que, dans ses recommandations, l'AMF avait indiqué, dès septembre 2005, qu'elle ne devait pas excéder 30% ; que s'il est exact, comme le soutient M. B, que le seuil à partir duquel la société X constatait une surperformance était élevé (10% pour Y4), il demeure qu'en cas de forte hausse des cours, avec l'effet de levier, les frais de gestion variables de 100% auraient largement excédé le montant maximal toléré en application de la recommandation de l'AMF ; que les mis en cause font toutefois valoir que ces sommes ont été systématiquement provisionnées, sans jamais avoir été prélevées par la société, et qu'elles ont été reversées aux porteurs pour « *lisser la performance* » et atténuer les effets des baisses de cours ; que, du fait de cette restitution, le manquement aux prescriptions des articles 322-38 et 322-40 du règlement précité n'est pas caractérisé dans tous ses éléments, de sorte qu'il ne sera pas retenu ; qu'il demeure toutefois qu'ont été effectués, dans la plus grande opacité, des versements différés de provisions ayant, d'une part, introduit une inégalité de traitement entre les porteurs en fonction de leur date d'adhésion ou de départ, d'autre part, permis d'atténuer ou de gommer les mauvais résultats aux yeux de certains des souscripteurs, qui ont ainsi été incités à maintenir ou à renforcer leurs investissements ; qu'un tel artifice, procédant du dévoiement de la notion de frais de gestion variables, reste, au plan des principes, tout à fait critiquable ;

2. En ce qui concerne le respect des objectifs de gestion des mandants et leur information :

Considérant que le manquement à l'article 322-63 du règlement précité, dans sa rédaction alors en vigueur, est caractérisé pour les mandants investis uniquement dans les fonds Y5 et Y3 ; que la nature et l'importance des risques encourus du fait de la détention de parts de ces fonds contractuels, présentés comme des fonds de gestion monétaire, n'étaient pas conformes aux objectifs déclarés de la plupart de ces mandants, qui recherchaient une gestion prudente de leur trésorerie ; que cet objectif a été confirmé à l'occasion des contrôles de l'AMF ; que, certes, la gravité de ce manquement est sensiblement atténuée par le fait que les mandants ont signé des avenants aux mandats de gestion autorisant l'investissement dans des OPCVM dérogeant au droit commun ; qu'ils n'ont pas, pour autant, pu mesurer la nature et l'importance des risques encourus, que les comptes-rendus de gestion qui leur étaient adressés ne faisaient pas suffisamment apparaître ; qu'enfin, la signature des prospectus de ces fonds, qui ne comportaient pas non plus de mention claire sur les risques, ne suffit pas à démontrer que les mandants auraient approuvé en pleine connaissance de cause le profil de risque des fonds auxquels ils donnaient ainsi l'autorisation de souscrire ;

3. En ce qui concerne la publicité auprès des clients potentiels :

Considérant qu'en décrivant dans les documents commerciaux envoyés à des clients potentiels ses fonds communs de placement comme des « *outils de gestion de trésorerie* », caractérisés notamment par la régularité de leurs performances, la société X a manqué à son obligation de faire état des risques inhérents à la souscription à ces fonds et laissé accroire aux investisseurs ainsi prospectés que ces risques étaient de la nature et de l'importance de ceux relatifs à des produits de trésorerie ; que la circonstance qu'un nombre très

réduit de ces clients potentiels a effectivement souscrit à ces fonds est sans effet sur la caractérisation du manquement aux dispositions des articles 322-64, 322-66 (1^{er} alinéa) et 411-45 du règlement précité dans leur rédaction alors en vigueur ;

4. En ce qui concerne les investissements en titres non cotés :

Considérant que la société mise en cause ne disposait pas des moyens qui lui auraient permis de satisfaire, pour les instruments financiers non cotés, à l'obligation de valoriser « *à tout moment (...) de manière précise et indépendante* » ces éléments d'actif ; que l'importance des titres non cotés dans Y5, qui représentaient, à leur valeur d'acquisition, plus de la moitié de l'actif, ainsi que le défaut, jusqu'au 30 janvier 2007, puis l'insuffisance du processus de détermination de la valeur effective du fonds et de son évolution rendaient très incertaine la valorisation liquidative hebdomadaire ; que le manquement aux dispositions de l'article R.214-19 du code monétaire et financier est, par suite, caractérisé ;

B - Pour les dirigeants de la société

Considérant que les manquements analysés plus haut sont imputables, non seulement à la société, mais aussi à M. A et à M. B qui avaient tous deux, à l'époque des faits, la qualité de dirigeants de la société X, au sens de l'article L.532-9 du code monétaire et financier ;

Considérant que les nombreux différends entre M. A et M. B dont il est fait état dans leurs observations ne portent pas sur la période pendant laquelle ont été commis les manquements ; que, de surcroît, la qualité de la gestion des actifs investis en actions cotées ou en instruments financiers de la société V ou de SIO ne sont pas en cause dans cette affaire, non plus que le niveau des performances réalisées par la société de gestion ; qu'il n'y a en conséquence pas lieu de prononcer à l'égard de l'un et de l'autre des sanctions différentes ;

VI – SUR LES SANCTIONS ET LA PUBLICATION DE LA DECISION

Considérant qu'aux termes de l'article L.621-15 du code monétaire et financier : « *Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* » ;

Considérant qu'en raison de l'importance qui s'attache, dans l'activité de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, au respect de la primauté des intérêts des porteurs et des mandants, à la complète information de ces derniers et du public - qui s'impose d'autant plus que les risques pris sont considérables - ainsi qu'à la qualité et à l'exacte valorisation des instruments financiers acquis et détenus, les manquements retenus revêtent une particulière gravité justifiant le prononcé, à l'égard de la société X, d'une sanction pécuniaire de 300 000 € et, à l'égard de chacun des deux dirigeants, d'un blâme et d'une sanction pécuniaire de 30 000 € ;

Considérant que l'article L.621-15 du code monétaire et financier, dans sa dernière rédaction applicable en l'espèce, précise que « *La Commission des sanctions peut rendre publique sa décision (...) à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause* » ; que le législateur a entendu, d'une part, mettre en lumière les exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent le pouvoir de sanction de la Commission, et prendre en compte l'intérêt qui s'attache, pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs, à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès aux décisions rendues, mieux appréhender le contenu des règles qu'ils doivent observer, d'autre part, éviter qu'une telle mesure n'entraîne pour les mis en cause des conséquences par trop dommageables ;

Considérant qu'aucune circonstance de l'espèce n'est de nature à démontrer que la publication de la décision entraînerait, compte tenu de ces exigences, des conséquences disproportionnées sur la situation de la société X, de M. A et de M. B ; que la publication de la décision sera en conséquence ordonnée ;

PAR CES MOTIFS,

Et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Claude Nocquet, par MM. Jean-Pierre Morin, Antoine Courteault et Jean-Jacques Surzur, membres de la 2^{ème} section de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance,

DECIDE DE :

- prononcer une sanction pécuniaire de 300 000 € (trois cent mille euros) à l'encontre de la société X,
- prononcer un blâme et une sanction pécuniaire de 30 000 € (trente mille euros) à l'encontre de M. A,
- prononcer un blâme et une sanction pécuniaire de 30 000 € (trente mille euros) à l'encontre de M. B,
- publier la présente décision au « *Bulletin des annonces légales obligatoires* », ainsi que sur le site Internet et dans la revue de l'AMF.

A Paris, le 26 février 2009

La secrétaire de séance
Mme Brigitte Letellier

La présidente
Mme Claude Nocquet

Cette décision peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues aux articles R. 621-44 à R. 621-46 du Code monétaire et financier.