



## La Commission des sanctions

### COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 9 du 23 octobre 2020

Procédure n° 19-08  
Décision n° 9

#### Personne mise en cause :

- X  
Société anonyme  
Dont le siège social est situé [...]  
Ayant élu domicile chez Maître Kiril Bougartchev, cabinet Bougartchev Moyne Associés AARPI,  
sis 4 place Saint Thomas d'Aquin 75007 Paris  
Prise en la personne de son représentant légal

La 1<sup>ère</sup> section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, « **AMF** ») :

Vu le code monétaire et financier et notamment ses articles L. 214-24-44, L. 533-10, L. 621-15 et R. 621-38 à R. 621-40 ;

Vu le règlement général de l'AMF et notamment ses articles 318-13 et 319-3 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 2 octobre 2020 :

- M. Bruno Gizard, en son rapport ;
- Mme Lauriane Bonnet, représentant le collège de l'AMF ;
- X, représentée par A, son directeur général, assistée par ses conseils Mes Kiril Bougartchev et Nathan Morin, avocats du cabinet Bougartchev Moyne Associés AARPI, et Me Philippe Goutay, avocat du cabinet Jones Day LLP ;

La mise en cause ayant eu la parole en dernier.

#### **FAITS**

X (ci-après, « **X** »), anciennement dénommée X', est une société de gestion de portefeuille agréée pour la gestion de fonds de capital-investissement depuis le [...] et soumise partiellement au régime de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (ci-après, « **FIA** ») depuis le [...]. Constituée sous forme de société anonyme, elle est la filiale de la société [...], elle-même filiale de la société [...].



A l'époque du contrôle diligenté par l'AMF à son encontre, X gérait 21 fonds d'investissement de proximité (ci-après, « **FIP** ») et fonds communs de placement dans l'innovation (ci-après, « **FCPI** ») majoritairement en phase de liquidation ou pré-liquidation, ainsi qu'un fonds professionnel de capital investissement pour un encours total de [...] millions d'euros.

Dans le cadre de cette activité, entre avril 2015 et mai 2018 – période concernée par le contrôle de l'AMF -, X a effectué des cessions de participations entre plusieurs de ses fonds. En particulier, le 23 décembre 2016, X a procédé à la cession de la participation Deezer détenue par le FCPI A à plusieurs autres FCPI et FIP, déjà actionnaires de la société Deezer, au prix moyen de 10,85 € par action. L'année suivante, le 22 décembre 2017, cette participation Deezer a été cédée en bloc à un tiers sur le marché secondaire au prix de 1,56 € par action.

## **PROCÉDURE**

Le 26 avril 2018, le secrétaire général de l'AMF a décidé de procéder au contrôle du respect par X de ses obligations professionnelles.

Le contrôle a donné lieu à l'établissement d'un rapport daté du 18 octobre 2018.

Le rapport de contrôle a été adressé à X par lettre du 24 octobre 2018 l'informant qu'elle disposait d'un délai d'un mois pour présenter des observations.

Par lettre du 23 novembre 2018, X a déposé ses observations.

La commission spécialisée n°1 du collège de l'AMF a décidé, le 24 mai 2019, de notifier des griefs à X.

La notification de griefs a été adressée à X par lettre du 2 juillet 2019.

Il est reproché à la société de gestion un manquement à ses obligations professionnelles en matière de conflits d'intérêts à l'occasion de la cession de la participation Deezer intervenue le 23 décembre 2016 entre plusieurs de ses fonds sous gestion. Plus précisément, il est fait grief à X dans le cadre de cette cession :

- de ne pas avoir agi dans l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires, en méconnaissance des dispositions des articles L. 533-10 3° du code monétaire et financier et 318-13 et 319-3 du règlement général de l'AMF ; et
- d'avoir procédé à cette cession sans démontrer l'intérêt des fonds cessionnaires, en méconnaissance des dispositions de l'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier « *éclairé par la Position-recommandation AMF 2012-11* ».

Une copie de la notification de griefs a été transmise le 2 juillet 2019 à la présidente de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 29 juillet 2019, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Bruno Gizard en qualité de rapporteur.

Par lettre du 2 août 2019, X a été informée qu'elle disposait d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, 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.

Le 17 septembre 2019, après qu'une extension du délai lui a été accordée, X a présenté des observations en réponse à la notification de griefs.

X a été entendue par le rapporteur le 10 février 2020, et, à la suite de son audition, a déposé des observations le 24 février 2020.

Le rapporteur a déposé son rapport le 23 mars 2020.

Par lettre du 31 mars 2020 à laquelle était joint le rapport du rapporteur, X a été convoquée à la séance de la commission des sanctions du 7 mai 2020 et informée qu'elle disposait d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par lettre du 31 mars 2020, X a été informée de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 7 mai 2020 ainsi que du délai de quinze jours dont elle disposait, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander, conformément aux articles R. 621-39-2 à R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres.

Le 8 avril 2020, X a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

Par lettre du 16 avril 2020, X a été informée du report de la séance à la suite des dispositions prises par le Gouvernement en raison de l'épidémie de covid-19.

Par lettre du 20 juillet 2020, X a été convoquée à la nouvelle séance de la commission des sanctions du 2 octobre 2020.

Par lettre du 4 août 2020, X a été informée de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 2 octobre 2020.

### **MOTIFS DE LA DÉCISION**

1. Il est fait grief à X de ne pas avoir respecté ses obligations professionnelles en matière de conflits d'intérêts à l'occasion de la cession de la participation Deezer ayant eu lieu le 23 décembre 2016 entre plusieurs de ses fonds, à savoir d'une part, le FCPI A, cédant, et d'autre part, les FCPI B, FCPI C, FCPI D et FIP E, cessionnaires.
2. La notification de griefs expose qu'au moment du transfert litigieux, la mise en cause avait identifié le risque d'une « forte pression à la baisse sur le prix de cession » en raison de contraintes de liquidation pesant sur l'un des fonds cessionnaires - le FCPI B qui arrivait à échéance le 30 décembre 2017 - et de contraintes de pré-liquidation pesant sur les trois autres fonds cessionnaires. Elle en déduit que le transfert litigieux pourrait ne pas avoir été effectué dans l'intérêt des porteurs de parts des fonds cessionnaires et résulter en réalité de l'impossibilité pour la mise en cause de trouver un acquéreur tiers pour la participation dont s'agit, en violation des dispositions du 3° de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier et des articles 318-13 et 319-3 du règlement général de l'AMF.
3. La notification de griefs reproche ensuite à X d'avoir procédé à ce transfert sans démontrer l'intérêt des fonds cessionnaires, en violation des dispositions de l'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier éclairé par la position-recommandation AMF n° 2012-11. Il ressort, en outre, des termes de la notification de griefs que ces manquements seraient particulièrement caractérisés s'agissant du FCPI B dont l'échéance arrivait un an et sept jours après la date du transfert litigieux.
4. La mise en cause conteste ces griefs. Elle soutient d'abord que le second grief relatif à l'absence de démonstration de l'intérêt des fonds cessionnaires dans le transfert de la participation Deezer intervenu le 23 décembre 2016, d'une part, est dépourvu de base légale et méconnaît le principe de légalité des délits et des peines en ce qu'il repose sur la position-recommandation AMF n° 2012-11 alors que l'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier, également visé, n'instaure aucune obligation pour les sociétés de gestion d'apporter la preuve qu'aucun autre intérêt n'a été pris en compte dans la décision de transfert et, d'autre part, inverse la charge de la preuve du respect de l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et viole le principe de présomption d'innocence en posant une présomption d'absence d'intérêt des fonds cessionnaires.

5. La mise en cause soutient, en outre, qu'elle a pris toutes les mesures raisonnables aux fins d'identification, d'encadrement et de suivi des conflits d'intérêts résultant du transfert litigieux, qu'elle a agi au mieux des intérêts des porteurs de parts des fonds cessionnaires et qu'il n'est pas démontré qu'un intérêt distinct de celui des porteurs de parts de ces fonds aurait déterminé ledit transfert. La mise en cause fait valoir à ce sujet, en premier lieu, qu'elle a strictement appliqué ses procédures internes de gestion des conflits d'intérêts, lesquelles sont conformes à la réglementation. En deuxième lieu, elle souligne que la méthode de valorisation utilisée pour déterminer le prix de la participation cédée, qui s'est appuyée sur les travaux de deux experts indépendants, de même que le prix retenu permettaient de préserver à la fois l'intérêt des porteurs de parts du fonds cédant en les faisant sortir du capital de la société Deezer avec une plus-value, et l'intérêt des porteurs de parts des fonds cessionnaires en leur faisant acquérir une participation supplémentaire au capital de la société Deezer sur la base d'une valorisation attractive au regard du prix du marché tout en conservant le poids de ligne initial. Elle ajoute que ce prix n'a d'ailleurs pas été remis en cause par les contrôleurs. En troisième lieu, la mise en cause soutient que le transfert litigieux a été effectué dans le respect des ratios réglementaires de division des risques et des stipulations des règlements des fonds cessionnaires, ce qui a également été relevé par les contrôleurs. Enfin, en quatrième lieu, elle affirme que les circonstances relevées par la notification de griefs, qui tiennent à la contrainte de liquidation de l'un des fonds cessionnaires et aux difficultés de liquidité du titre concerné en 2016, ne sont pas de nature à caractériser un manquement à l'obligation d'agir dans l'intérêt des porteurs de parts de ses fonds.
6. La mise en cause fait également valoir que sa décision de procéder au transfert litigieux a été, en tout état de cause, réalisé dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts des fonds cessionnaires. Selon elle, dans le contexte actionnarial, économique et financier de la société Deezer de l'époque, indépendamment de la situation du fonds cédant, la solution la plus à même de préserver l'intérêt des porteurs de parts des fonds cessionnaires était de procéder à une cession globale de la ligne Deezer sur le marché secondaire en 2017, ce qui supposait au préalable d'acquérir la participation du fonds cédant pour conserver la totalité de la ligne détenue par les fonds et éviter son morcellement en en cédant une fraction à un tiers, en courant le risque de le faire à un prix très faible et de ce fait d'envoyer un signal négatif aux marchés. En outre, X considère avoir agi en conformité avec l'obligation légale de traitement équitable des FIA en faisant participer le FCPI B, au même titre que les autres fonds cessionnaires, au transfert litigieux.

#### **I. Sur le grief tiré de la méconnaissance de l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires**

##### Sur les textes applicables

7. Les faits reprochés à X, qui se sont déroulés le 23 décembre 2016, seront examinés à la lumière des textes applicables à cette date, sous réserve d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
8. L'article L. 533-10, 3° du code monétaire et financier, dans sa version applicable du 28 juillet 2013 au 3 janvier 2018 non modifiée depuis dans un sens moins sévère sur ces points, dispose que : « *Les prestataires de services d'investissement doivent : [...] / 3. Prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients. Ces conflits d'intérêts sont ceux qui se posent entre, d'une part, les prestataires eux-mêmes, les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ou toute autre personne directement ou indirectement liée à eux par une relation de contrôle et, d'autre part, leurs clients, ou bien entre deux clients, lors de la fourniture de tout service d'investissement ou de tout service connexe ou d'une combinaison de ces services. Lorsque ces mesures ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité, le prestataire informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale ou de la source de ces conflits d'intérêts ; [...]* ».
9. L'article 318-13 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur depuis le 14 août 2013 non modifiée depuis dans un sens moins sévère sur ces points, dispose que : « *1. - La société de gestion de portefeuille prend toute mesure raisonnable pour identifier les conflits d'intérêts qui surviennent lors de la gestion de FIA entre : / 1. La société de gestion de portefeuille, y compris ses directeurs, ses employés ou toute personne directement ou indirectement liée à la société de gestion de portefeuille par une relation de contrôle, et le FIA géré par la société de gestion de portefeuille ou les porteurs de parts ou actionnaires de ce FIA ; / 2. Le FIA ou les porteurs de parts ou actionnaires de ce FIA et un autre FIA ou les porteurs de parts ou actionnaires de cet autre FIA ; / 3. Le FIA ou les porteurs de parts ou actionnaires de ce FIA et un autre client de la société de gestion de portefeuille ; / 4. Le*



*FIA ou les porteurs ou actionnaires de ce FIA et un OPCVM géré par la société de gestion de portefeuille ou les porteurs de parts ou actionnaires de cet OPCVM ; ou / 5. Deux clients de la société de gestion de portefeuille. / La société de gestion de portefeuille maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toute mesure raisonnable destinée à identifier, prévenir, gérer et suivre les conflits d'intérêts pour éviter qu'ils portent atteinte aux intérêts des FIA et de leurs porteurs de parts ou actionnaires. [...] »*

10. L'article 319-3 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur depuis le 14 août 2013 non modifiée depuis dans un sens moins sévère sur ces points, dispose que : « *La société de gestion de portefeuille : / 1. Agit honnêtement et loyalement, avec la compétence, le soin et la diligence requis dans l'exercice de ses activités ; / 2. Agit au mieux des intérêts des FIA ou des porteurs de parts ou actionnaires des FIA qu'elle gère, et de l'intégrité du marché ; [...] / 4. Prend toute mesure raisonnable destinée à empêcher les conflits d'intérêts et, lorsqu'ils ne peuvent être évités, à identifier, gérer et suivre et, le cas échéant, révéler ces conflits d'intérêts afin d'éviter qu'ils portent atteinte aux intérêts des FIA et de leurs porteurs de parts ou actionnaires et de veiller à ce que les FIA qu'elle gère soient traités équitablement ; [...] ».*

#### Sur l'examen du grief

11. Pour apprécier le bien-fondé de ce grief, il convient de vérifier si le transfert litigieux, qui est une opération de transfert d'actifs entre fonds gérés par la même société de gestion, non prohibée en tant que telle mais présentant des risques élevés de conflits d'intérêts, a bien été réalisé dans l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires. Il ne s'agit donc pas de se prononcer sur l'opportunité de l'opération de transfert réalisée par X le 23 décembre 2016, mais de rechercher, au regard des éléments relevés dans la notification de griefs et en fonction des circonstances prévalant à la date à laquelle le transfert est intervenu, si cette opération a été effectuée sans prendre en compte des intérêts concurrents, divergents ou antagonistes de ceux des fonds cessionnaires.
12. En l'espèce, il ressort des éléments du dossier que le fonds cédant et les fonds cessionnaires étaient actionnaires de la société Deezer depuis plusieurs années. La société Deezer devait faire l'objet d'une introduction en bourse en octobre 2015, laquelle a échoué. A la suite de cet échec, des discussions sur les conditions de refinancement de Deezer ont eu lieu au cours desquelles est né un conflit entre les actionnaires historiques de la société Deezer parmi lesquels figuraient les fonds gérés par X d'une part, et l'un des actionnaires principaux, la société Y, d'autre part. Dans ce contexte, à compter de la fin de l'année 2015, X a mis en œuvre pour le compte de ses fonds, de concert avec les autres actionnaires historiques de la société Deezer, diverses démarches en vue de sortir du capital de cette dernière.
13. A ce sujet, X fait valoir tout d'abord qu'en décembre 2015, les actionnaires historiques de Deezer, dont la participation représentait alors au total 48,7% du capital de la société, ont confié conjointement à une banque conseil un mandat assorti d'une clause d'exclusivité en vue de rechercher une solution de cession. X explique, en outre, qu'a été conclu, en janvier 2016, un *term sheet* prévoyant un refinancement de Deezer par le biais d'une augmentation de capital devant se dérouler en deux tranches successives, en janvier et juin 2016, ainsi que la possibilité pour les actionnaires historiques de céder leur participation au capital sur le marché secondaire avant la seconde tranche de l'augmentation de capital précitée – soit avant juin 2016 – sous réserve du droit de préemption des actionnaires principaux dont Y. Le mandat exclusif conclu avec la banque conseil par les actionnaires historiques n'a cependant pas abouti, ce qui a été acté en mai 2016. Par la suite, entre mai et septembre 2016, les actionnaires historiques ont engagé des discussions avec Y, devenu entre-temps actionnaire majoritaire, pour tenter de lui céder leurs participations mais, malgré l'intérêt initial de ce dernier, cette démarche n'a pas non plus abouti.
14. C'est dans ces circonstances qu'à l'automne 2016, X a envisagé la possibilité de transférer la participation Deezer détenue par le FCPI A, dont la liquidation était prévue le 31 décembre 2016, à ses autres fonds actionnaires de Deezer. Elle a, à cette fin, mandaté deux experts indépendants pour valoriser la société Deezer et la participation du FCPI A, ainsi que cela ressort d'un procès-verbal du directoire de X en date du 3 novembre 2016 en ces termes : « *Dans la perspective du transfert des titres DEEZER détenus par le FCPI A, nous avons sollicité deux experts indépendants [...] dont les propositions d'intervention sont respectivement de 36 et 30 K€ TTC. Le directoire marque son accord sur ces propositions dont la charge incombera à la société de gestion* ». Enfin, les éléments du dossier révèlent qu'en décembre 2016, X a ouvert de nouvelles discussions avec l'actionnaire majoritaire Y en vue de lui céder la seule participation du FCPI A mais, malgré la rédaction d'un projet de contrat de cession, aucun accord

n'a finalement été trouvé. C'est dans ces circonstances que la participation Deezer du FCPI A a été transférée, par une décision du 23 décembre 2016, aux autres fonds gérés par la mise en cause actionnaires de Deezer.

15. Il ressort du dossier que les étapes préparatoires à la prise de cette décision ont pleinement respecté les procédures internes à la société mise en cause en ce qui concerne la prévention et la gestion de conflits d'intérêts. En effet la politique de la mise en cause en la matière, dans sa version applicable à l'époque des faits, autorise les transferts de participations entre fonds en période de pré-liquidation ou de liquidation sous réserve que l'actif transféré soit valorisé par au moins un expert indépendant, et prévoit la consignation des conflits d'intérêts identifiés dans le registre des conflits d'intérêts.
16. Or il n'est pas contesté que le registre des conflits d'intérêts de X mentionne le transfert litigieux.
17. Par ailleurs, s'agissant de la valorisation de la participation dans Deezer du fonds cédant, la mise en cause a fait appel, comme il a été dit ci-dessus, à deux experts indépendants, allant de ce fait au-delà des exigences de son dispositif interne qui n'imposaient qu'un seul expert. Ce point n'est pas contesté, et il n'est pas non plus allégué, par la poursuite, que le prix de transfert retenu sur la base de ces expertises, soit un prix moyen de 10,85 € par action, lequel intégrait une décote, ait été surévalué. A ce sujet, il ressort de la note de transfert du 22 décembre 2016 que s'agissant des fonds cessionnaires, *« la décote liée à l'horizon de liquidité du fonds vendeur permet aux fonds acquéreurs de se procurer des titres décotés en moyenne de 20% par rapport à la valorisation des expertises indépendantes et de conserver ensemble un poids de ligne (2,79 % en Fully Diluted) plus consistant dans le capital de la société dont la valeur n'est pas remise en cause. [...] »*.
18. En outre, la procédure relative aux transferts de participations entre fonds prévoit que *« compte tenu du fort risque de conflits d'intérêts qu'elles comportent, [...] les opérations de transferts doivent [...] faire l'objet d'une documentation permettant de formaliser les intérêts des fonds vendeurs et acheteurs »*, et cette procédure reproduit les termes du règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille intervenant dans le capital-investissement publié par l'AFIC et l'AFG, en précisant que *« lors de tout transfert, la SGP suivra les dispositions et les recommandations de ce Règlement relatives aux transferts de participations »*.
19. Or dans son procès-verbal du 23 décembre 2016, le directoire de X fait état de l'avis du RCCI de la société de gestion concernant le transfert, lequel formalise l'ensemble des éléments prévus par le règlement de déontologie précité, à savoir *« le processus de décision », « les types de transaction envisagés et leurs objectifs », « les précautions prises concernant la valorisation de l'opération », « la passation ou non par le marché et si oui, dans quelles conditions », « la justification de l'intérêt des porteurs de parts/fonds concernés », « le carried interest généré du fait de l'opération de transfert », « l'intervention du RCCI dans le processus de validation », et « la traçabilité du processus de décision, l'archivage des données utilisées »*.
20. De plus, la note de transfert du 22 décembre 2015, dans la suite de l'appréciation citée au point 17 concernant la détermination du prix de transfert, et l'avis du RCCI reproduit dans le procès-verbal du directoire de X du 23 décembre 2016, qui ont été établis dans le cadre de cette procédure, énoncent respectivement que : *« [...] L'amélioration des perspectives de liquidité des titres concernés sera testée dans le cadre d'une sortie conjointe qui devra être initialisée dès le début de l'année 2017 »* et que *« [...] cette acquisition leur permet de renforcer leur position dans Deezer. Dans un contexte actionnarial difficile, cela peut constituer un point de force pour rechercher une solution de liquidité sur 2017. Concernant la qualité de l'actif, à l'appui des arguments développés dans la note de transfert et dans les expertises indépendantes, Deezer évolue dans un marché concurrentiel mais (i) avec un fort potentiel de croissance et (ii) avec un actionnaire de référence (Y) très lourdement investi et donc très motivé pour faire de Deezer un succès. En outre, les expertises mettent en évidence une croissance soutenue même si, à ce stade, cette croissance n'est pas encore rentable »*.
21. Dans le même sens, les rapports des experts indépendants, établis au moment du transfert litigieux, indiquent que la société Deezer était *« un des leader[s] du marché de l'écoute à la demande »* sur *« un marché mondial de l'écoute musicale en streaming posséd[ant] un fort potentiel de croissance »* et soulignent que le plan d'affaires de la société communiqué par son management présente *« une marge d'EBITDA négative, en redressement sur la période 2016-2018 »* et *« anticipe une forte croissance du chiffres d'affaires »*. Dans ces conditions, il pouvait être raisonnablement estimé, à la fin de l'année 2016 que la société Deezer présentait des perspectives attractives.



22. Ainsi, la société mise en cause a correctement formalisé les intérêts des fonds concernés par le transfert litigieux. Il résulte de ce qui précède que le transfert litigieux a été réalisé par X en conformité avec son dispositif interne relatif à la gestion des conflits d'intérêts et aux transferts de participations.
23. Il ressort également du dossier que, lors du transfert litigieux, X a appliqué les règles de co-investissement et le principe de proportionnalité applicables aux fonds cessionnaires concernés conformément à la réglementation et à la documentation de ces fonds, de sorte que la mise en cause a traité les fonds de manière équitable.
24. Pour autant, il ressort des termes de l'article du 3° de L. 533-10 du code monétaire et financier, et des articles 318-13 et 319-3 du règlement général de l'AMF, ci-dessus cités aux points 8 et 9 et 10, applicables en l'espèce, que dans la mise en œuvre de ses procédures internes la société de gestion doit prendre toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de ses clients. Il y a donc lieu d'apprécier si, en l'espèce, la mise en cause peut être regardée comme ayant rempli cet objectif.
25. Dans les circonstances rappelées ci-dessus aux points 12, 13 et 14, il est clair que la cession de la participation du FCPI A, intervenue le 23 décembre 2016, à quelques jours de l'échéance de liquidation de ce fonds, peut être regardée comme ayant été faite, du point de vue du cédant, dans l'intérêt des porteurs de parts de ce fonds. A ce sujet, il ressort du dossier que par une lettre en date du 18 décembre 2015 les services de l'AMF avaient représenté, en ces termes, à la société de gestion la nécessité de procéder effectivement à la liquidation du FCPI A avant la fin de cette année 2016 : « *Nous attirons votre attention sur la responsabilité de la société de gestion en matière de liquidation de l'ensemble des actifs détenus par le FCPI. La société de gestion est tenue de prendre les dispositions nécessaires afin de pouvoir clore la période de liquidation du fonds au plus tard à la date de fin de vie du fonds. Dans le cas contraire, la société de gestion engage sa responsabilité dès lors qu'elle n'agit pas dans l'intérêt des porteurs de parts* ».
26. Mais dès lors qu'ainsi qu'il a été rappelé ci-dessus, une opération de cession entre fonds placés comme en l'espèce sous la même gestion n'est pas par principe prohibée, même si elle appelle une vigilance particulière en matière de prévention et de gestion des conflits d'intérêts, l'intérêt des porteurs du fonds cédant ne peut être regardé comme nécessairement incompatible avec l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires.
27. Or en l'espèce, il ressort de la chronologie, retracée au point 13, que X a privilégié pendant près d'un an une stratégie collective de sortie du capital de Deezer incluant les autres actionnaires historiques, puis qu'elle a été amenée, après l'échec de celle-ci, à rechercher une solution de liquidité pour la seule participation du FCPI A avant sa liquidation prévue le 31 décembre 2016. Dans ce contexte, le transfert de cette participation par la société mise en cause aux autres fonds gérés par elle plutôt qu'à un tiers peut être regardé comme exprimant le choix par cette société d'une cession globale de la ligne Deezer détenue par l'ensemble de ses fonds, de préférence à une vente fractionnée. Alors qu'il ne ressort pas du dossier que la cession globale à un tiers eût été impossible, une telle cession ayant eu lieu en décembre 2017, ce choix apparaît comme s'inscrivant dans la continuité de la stratégie suivie jusqu'alors de manière constante par la société mise en cause.
28. Et alors même que les fonds cessionnaires, dont l'un était en situation de liquidation et les autres de pré-liquidation, se trouvaient à partir de l'année 2017, également dans la nécessité de trouver une solution de liquidité pour se défaire de leur propres participations dans Deezer, la décision d'augmenter ces participations à proportion de celle précédemment détenue par le FCPI A pouvait raisonnablement apparaître, en décembre 2016, dans la perspective de la nouvelle cession à venir et, sur la base des analyses mentionnées aux points 20 et 21, comme correspondant à l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires. A supposer même que la situation, ci-dessus rappelée, des fonds cessionnaires ait créé dès ce moment, comme le prétend la poursuite, un risque de pression à la baisse sur le prix de la cession à intervenir, il ne résulte pas de l'ensemble des circonstances, ci-dessus retracées, que la décision de transfert puisse être considérée comme ayant aggravé ce risque. Au contraire, elle pouvait être raisonnablement considérée comme de nature à optimiser les conditions de la future cession.
29. En effet, il ressort du dossier que c'est postérieurement à cette décision, à partir de l'année 2017, que la situation de Deezer s'est dégradée au point de rendre sensiblement plus difficile qu'elle pouvait l'être envisagée en décembre 2016 la cession des participations minoritaires détenues par les fonds gérés par la société mise en cause, et de conduire à un prix de cession en décembre 2017 beaucoup plus bas que celui obtenu en décembre 2016, mais le caractère raisonnable des mesures prises pour empêcher les conflits d'intérêts identifiés de porter



atteinte aux intérêts des porteurs de parts des fonds cessionnaires doit s'apprécier exclusivement à la date du 23 décembre 2016.

30. Il résulte de tout ce qui précède qu'il n'est pas établi que la décision de X de procéder au transfert entre ses fonds de la participation Deezer le 23 décembre 2016 a été prise en considération d'intérêts concurrents, divergents ou antagonistes de l'intérêt des porteurs des fonds cessionnaires.
31. Par suite, le manquement tiré de la violation des dispositions des articles L. 533-10, 3° du code monétaire et financier et 318-13 et 319-3 du règlement général de l'AMF, qui imposent aux sociétés de gestion de prendre toute mesure raisonnable pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients, n'est pas caractérisé.

## **II. Sur le grief tiré de l'absence de justification de l'intérêt des fonds cessionnaires**

### Sur les textes applicables

32. Les faits reprochés à X, qui se sont déroulés le 23 décembre 2016, seront examinés à la lumière des textes applicables à cette date, sous réserve d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
33. L'article L. 214-27 du code monétaire et financier, dans sa version applicable depuis le 28 juillet 2013, dispose que : « *Sauf dispositions contraires, les articles L. 214-24-24 à L. 214-26-2 sont applicables aux fonds de capital investissement* ».
34. L'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier, applicable aux fonds de capital investissement par renvoi de l'article L. 214-27 du même code, dans sa version applicable depuis le 28 juillet 2013, dispose que : « *Les fonds d'investissement à vocation générale et leurs sociétés de gestion agissent de façon indépendante et dans le seul intérêt des porteurs de parts ou actionnaires. Ils présentent des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants* ».
35. La position-recommandation AMF n° 2012-11 intitulée « *Guide relatif aux fonds de capital investissement et aux fonds professionnels de capital investissement* », dans sa version applicable depuis le 1er décembre 2015, prévoit notamment que « [...] *Les sociétés de gestion doivent faire preuve d'une vigilance particulière dans l'hypothèse où elles souhaitent, dans le cadre de ce processus de liquidation, transférer des actifs non cotés vers d'autres véhicules d'investissement gérés par elles-mêmes ou une entité de leur groupe. Elle rappelle que la société de gestion doit être en mesure de démontrer que cette cession est dans l'intérêt tant de l'entité cédante que de l'entité acquéreuse, et qu'elle est réalisée dans des conditions de valorisation adaptées quand bien même de telles cessions qui n'auraient pas ou seraient susceptibles de ne pas trouver preneur sur le marché, compte tenu de la difficulté à déterminer dans ces conditions un prix de cession pour ces actifs.* [...] ».

### Sur la base légale et le respect du principe de légalité des délits et des peines

36. Au titre du second grief, la notification de griefs adressée à X vise expressément l'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier, lequel impose aux sociétés de gestion d'agir « *dans le seul intérêt des porteurs de parts* » des fonds sous gestion. Cette affirmation du principe de primauté de l'intérêt des porteurs est formulée à l'évidence d'une façon suffisamment générale pour s'appliquer aux décisions du type de celle qui est en cause dans la présente affaire et partant, au grief reproché à la société mise en cause.
37. S'il est également fait mention de la position-recommandation AMF n° 2012-11, cette dernière vise parmi ses textes de référence l'article L. 214-27 du code monétaire et financier, lequel renvoie à l'article L. 214-24-44 du même code. Elle n'a, cependant, par elle-même aucune valeur réglementaire et doit donc être regardée comme ne faisant qu'éclairer la portée de l'exigence légale, ci-dessus rappelée, dans le cas précis des transferts entre fonds gérés par une même société.



38. En conséquence il n'y a pas lieu de considérer que le grief est fondé sur ce document et, par suite, doivent être écartés les moyens tirés de la violation du principe de légalité des délits et des peines et du défaut de base légale du grief

Sur le respect du principe de la présomption d'innocence

39. Il appartient à X, en sa qualité de débitrice de l'obligation d'agir dans le seul intérêt des porteurs de ses fonds, de démontrer qu'elle a satisfait à cette obligation pour pouvoir valablement s'en prétendre libérée.
40. Au demeurant, la notification de griefs s'appuie sur un ensemble d'éléments factuels qu'elle considère concordants pour conclure à l'absence de démonstration par X de l'intérêt des fonds cessionnaires, et subséquemment pour reprocher à la mise en cause un manquement à l'obligation d'agir dans le seul intérêt des porteurs de parts de ces fonds lors du transfert litigieux du 23 décembre 2016.
41. La poursuite a ainsi articulé, de façon suffisamment précise, le reproche adressé à la société mise en cause, mettant cette dernière en mesure de s'expliquer sur la méconnaissance ainsi alléguée de l'obligation s'imposant à elle.
42. Par suite, le moyen tiré de la méconnaissance, en l'espèce, du principe de la présomption d'innocence de la société mise en cause doit être écarté.

Sur l'examen du grief

43. Ainsi qu'il a été exposé, ci-avant au titre du premier grief notifié à X, il ressort des éléments du dossier qu'à l'occasion du transfert litigieux, la mise en cause a formalisé l'intérêt des porteurs de parts des fonds cessionnaires en conformité avec les exigences de son dispositif interne en matière de gestion des conflits d'intérêts et de transferts de participations. Contrairement à ce qu'affirme la notification de griefs, il est, en effet, établi par la note de transfert du 22 décembre 2016 et le procès-verbal du directoire de X du 23 décembre 2016 que la mise en cause a justifié l'intérêt des fonds cessionnaires par l'attractivité du prix du transfert litigieux au regard des perspectives alors favorables de la société Deezer et par la stratégie de sortie conjointe choisie par la mise en cause commandant de conserver le poids global de la ligne détenue initialement par l'ensemble des fonds actionnaires.
44. En conséquence, la critique relative à l'absence de démonstration de l'intérêt des fonds cessionnaires ne peut être qu'écartée. Partant, X n'a pas agi en contrariété de l'intérêt des porteurs et le manquement tiré de la violation des dispositions de l'article L. 214-24-44 du code monétaire et financier n'est pas caractérisé.

**PUBLICATION**

45. Les faits objets de la présente procédure ont eu lieu le 23 décembre 2016.
46. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur au 11 décembre 2016, non modifiée depuis dans un sens plus favorable, dispose que : « V.- La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes : / a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données personnelles ; / b) Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. [...] ».
47. Aucun manquement n'ayant été caractérisé à l'encontre de la mise en cause, la publication de la décision sera ordonnée sous une forme anonyme, conformément à la demande de X.



**PAR CES MOTIFS,**

**Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, en remplacement de Mme Marie-Hélène Tric, présidente de la commission des sanctions, en application du I de l'article R. 621-7 du code monétaire et financier, par Mme Edwige Belliard, M. Bernard Field, Mme Anne Le Lorier et Mme Ute Meyenberg, membres de la 1<sup>ère</sup> section de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions :**

- met hors de cause la société X ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers sous une forme anonyme.

Fait à Paris, le 23 octobre 2020

La Secrétaire de séance,

Le Président,

Martine Gresser

Jean Gaeremynck

**Cette décision peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues à l'article R. 621-44 du code monétaire et financier.**