



La Commission des sanctions

DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS À L'ÉGARD DE LA SOCIÉTÉ GSD GESTION ET DE MM. A ET B

La 1^{ère} section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** »),

- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 214-3, L. 214-7, L. 214-9, L. 214-20, L. 532-9, L. 533-4, L. 533-10, L. 533-11, L. 533-12, L. 621-9, L. 621-14 et L. 621-15, ainsi que ses articles et R. 214-13, R. 214-15, R. 214-15-1, R. 214-16, R. 214-19, R. 214-30, R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits ;
- Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 311-1, 313-1, 313-54, 313-60, 313-61, 314-3, 314-10, 314-11, 322-11, 322-12, 322-15, 322-63, 322-64, 322-68, 322-71 dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits ;
- Vu l'instruction AMF n° 2006-02 du 24 janvier 2006 relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers à titre accessoire ;
- Vu l'instruction AMF n° 2008-03 du 8 février 2008 relative aux procédures et modalités d'agrément et au programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des prestataires de services d'investissement exerçant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou de conseil en investissement ;
- Vu les notifications de griefs en date du 23 mars 2011, adressées à la société GSD Gestion (ci-après « **GSD** ») et à MM. A et B ;
- Vu la décision du 4 avril 2011 du président de la Commission des sanctions désignant M. Jean-Claude Hassan, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 4 avril 2011 informant les mis en cause de la nomination en qualité de rapporteur de M. Jean-Claude Hassan et leur rappelant la faculté d'être entendus, à leur demande conformément à l'article R. 621-39-I du code monétaire et financier ;
- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 5 avril 2011 informant les mis en cause, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, de ce qu'ils disposaient de la faculté de demander la récusation du rapporteur dans un délai d'un mois ;
- Vu les observations présentées le 24 mai 2011 par Maître Claude Merkin pour le compte des mis en cause ;
- Vu la décision du 22 juin 2011 du président de la Commission des sanctions désignant Mme France Drummond en qualité de rapporteur en remplacement de M. Jean-Claude Hassan ;

- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 24 juin 2011 informant les mis en cause de la nomination en qualité de rapporteur de Mme France Drummond et leur rappelant la faculté d'être entendus, à leur demande, conformément à l'article R. 621-39 I du code monétaire et financier ;
- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 24 juin 2011 informant les mis en cause, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, de ce qu'ils disposaient de la faculté de demander la récusation du rapporteur dans un délai d'un mois ;
- Vu les procès-verbaux d'audition de la société GSD et de MM. A et B du 8 novembre 2011 ;
- Vu le rapport de Mme France Drummond en date du 2 mars 2012 ;
- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception adressées aux mis en cause, le 5 mars 2012 portant convocation à la séance de la Commission des sanctions du 13 avril 2012, auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur ;
- Vu les lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 13 mars 2012 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 ladite commission ;
- Vu les observations présentées le 21 mars 2012 par Maître Claude Merkin pour le compte de MM. A et B et de la société GSD ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 13 avril 2012 :

- Mme France Drummond en son rapport ;
- M. Brice Masselot, représentant le directeur général du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- Mme Michaëla d'Hollande d'Orazio, représentant le Collège de l'AMF ;
- M. A pour le compte de la société GSD ;
- MM. A et B ;
- Maître Claude Merkin conseil de la société GSD et de MM. A et B ;

les personnes mises en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS ET PROCÉDURE

La société GSD (ci-après « **GSD** ») est une société de gestion de portefeuille de type 2, agréée le 15 octobre 1992, qui dispose d'un programme d'activité pour la gestion collective, la gestion sous mandat, les services de réception transmission d'ordres et le conseil. Détenue à 72% par la famille Gautier, cette société a pour président-directeur général et pour directeur général délégué, respectivement, MM. A et B.

En application de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier, le secrétaire général de l'AMF a décidé, le 22 juillet 2009 de faire procéder à un contrôle du respect, par GSD, de ses obligations professionnelles.

Ce contrôle, effectué pour la période qui s'étend du 1^{er} janvier 2007 au 31 juin 2009, a principalement porté sur « *les conditions d'investissement dans certaines catégories d'instruments financiers gérés dans le cadre de mandats, et sur le respect des dispositions réglementaires visant à encadrer l'effet de levier des OPCVM* ».

A l'occasion de l'examen de la situation de deux clients désireux de placer sans risque une importante somme d'argent, pour lesquels GSD a souscrit des EMTN émis par une banque islandaise dont la mise en faillite est

intervenue avant qu'il ait été procédé au remboursement de ces titres, les contrôleurs ont constaté, au sein de GSD, des pratiques susceptibles de constituer des manquements.

Le rapport de contrôle a été notifié le 18 juin 2010 à GSD, qui a formulé ses observations le 16 juillet 2010.

La Commission spécialisée n° 2 du Collège de l'AMF a, lors de sa séance du 25 janvier 2011, décidé, au vu de ce rapport et des observations qu'il avait suscitées, de procéder à des notifications de griefs à l'encontre de GSD, M. A, président-directeur général, et M. B pris en sa seule qualité de directeur général délégué, et non en celle de responsable de la conformité et du contrôle interne.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 23 mars 2011, le président de l'AMF a notifié les griefs aux personnes mises en cause qui ont été informées, d'une part, de la transmission de ces lettres au président de la Commission des sanctions, d'autre part, du délai de deux mois dont elles disposaient pour présenter des observations écrites, ainsi que de la possibilité qui leur était offerte de se faire assister de toute personne de leur choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF.

Conformément à l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, une copie des notifications de griefs a été transmise le 23 mars 2011 au président de la Commission des sanctions qui, par décision du 4 avril 2011, a désigné M. Jean-Claude Hassan en qualité de rapporteur, ce dont MM. A et B et GSD ont été informés par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du même jour, leur précisant la possibilité qui leur était offerte d'être entendus, à leur demande, conformément à l'article R. 621-39 I du code monétaire et financier.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 5 avril 2011, les personnes mises en cause ont été informées de leur faculté de 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, dans le délai d'un mois suivant la réception de ladite lettre.

Les mis en cause ont fait parvenir leurs observations par l'intermédiaire de leur avocat, Maître Claude Merkin, et ont demandé à être entendus par le rapporteur.

Par décision de la présidente de la Commission des sanctions du 22 juin 2011, Mme France Drummond a été désignée en qualité de rapporteur en remplacement de M. Jean-Claude Hassan, appelé à d'autres fonctions au sein de la Commission. MM. A et B, GSD et le membre du Collège mentionné au 3^{ème} alinéa de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier en ont été informés par lettres du 24 juin 2011 leur rappelant la possibilité qui leur était offerte d'être entendus, à leur demande, conformément à l'article R. 621-39 I du code monétaire et financier.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du même jour, les personnes mises en cause ont été informées de leur faculté de 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, dans le délai d'un mois suivant la réception de ladite lettre.

Le rapporteur a procédé le 8 novembre 2011 à l'audition de MM. A et B et de GSD.

Le 10 novembre 2011, GSD a déposé des éléments complémentaires à la suite de son audition par le rapporteur.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 5 mars 2012, auxquelles était joint le rapport du rapporteur daté du 2 mars 2012, les mis en cause ont été convoqués à la séance de la Commission des sanctions du 13 avril 2012.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 13 mars 2012, les mis en cause ont été informés de la composition de la Commission des sanctions ainsi que du délai de quinze jours dont ils disposaient, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation, dans les conditions prévues aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4, de l'un de ses membres appelés à délibérer. Par lettre du 21 mars 2012, Maître Claude Merkin a fait parvenir des observations complémentaires pour le compte de MM. A et B et de GSD.

MOTIFS DE LA DÉCISION

Considérant qu'il résulte du dossier que :

- au début de l'année 2007, Mme Gilberte G et son fils, M. Frédéric G, qui venaient de procéder à la cession des titres de leur société de transport, se sont adressés, par l'intermédiaire d'un membre de la famille Gautier, à GSD, à laquelle ils ont exposé leur volonté d'investir dans des produits financiers destinés, notamment, à leur permettre de régler l'impôt sur la plus-value de cession exigible en novembre 2008 pour un montant de l'ordre de 8 millions d'euros ; GSD a alors réalisé un « *audit patrimonial* » au terme duquel il était indiqué à Mme Gilberte G : « *votre objectif est de définir une stratégie de placement dans un cadre fiscal optimisé et avec un risque nul (...) les revenus tirés du placement des liquidités se situent aux alentours de 300 K€ par année avec une exposition au risque inexistante (...) Un réaménagement de votre patrimoine doit être envisagé afin d'optimiser la transmission tout en conservant une sécurité maximale et en vous procurant des revenus finançant votre cadre de vie* » ; il était indiqué à M. Frédéric G : « *Un réaménagement de votre patrimoine doit être envisagé afin de diversifier vos placements et obtenir une sécurité optimale en limitant l'exposition sur un seul secteur (...) votre objectif est de définir une stratégie de placement évolutive (...) avec un niveau de risque peu élevé* » ;
- le 4 mai 2007, Mme Gilberte G a conclu auprès de GSD un mandat de gestion dit « *défensif* » ;
- le 22 mai 2007, GSD a adressé à M. Frédéric G et au comptable de Mme Gilberte G une télécopie leur proposant d'investir dans des « *euro medium term note* » (EMTN) devant être émis par Landsbanki Island HF, établissement de crédit de droit islandais ;
- le 14 juin 2007, M. Frédéric G a conclu auprès de GSD un mandat de gestion dit de « *rendement* » ;
- les avis d'opéré du 15 juin 2007 font état de l'acquisition des EMTN émis par Landsbanki Island HF, faite le 6 juin 2007 par GSD pour le compte de ses deux clients, à hauteur de 2,5 M€ pour Mme Gilberte G et de 5,5 M€ pour son fils, soit en tout 8 M€ ; ces titres venaient à échéance le 18 novembre 2008 et offraient un double coupon au cours du second semestre 2007 ;
- le 30 juin 2007, les portefeuilles de Mme Gilberte G et de M. Frédéric G comportaient en outre, pour la première, des parts du fonds Proboblig pour 1,5 M€ et de Sicav monétaire pour 1,5 M€, pour le second, des parts du fonds Probvalue pour 0,15 M€ et des titres obligataires émis par la CNCE pour 0,25 M€ ;
- le 23 juillet 2007, M. Frédéric G a conclu auprès de GSD un mandat de gestion dit « *défensif* » pour réinvestir les deux coupons de 70 K€ versés les 18 septembre et 18 novembre 2007 dans le cadre des EMTN souscrits ;
- le 18 novembre 2008, GSD a confirmé à ses deux clients que les remboursements des titres de l'EMTN ne seraient pas honorés ;
- le rapport de gestion de clôture de mandat adressé le 29 janvier 2009 à Mme Gilberte G et M. Frédéric G a fait apparaître la perte totale des fonds investis en EMTN ;

Considérant que les griefs adressés à GSD et à MM. A et B seront regroupés sous deux rubriques consacrées, la première, à l'insuffisance de l'organisation de GSD, qui ne lui aurait pas permis de mener à bien ses activités, la seconde, au reproche fait à cette société et à ses dirigeants de ne pas avoir agi de manière honnête, loyale et professionnelle, au mieux des intérêts de ses clients ;

1. SUR L'ORGANISATION INSUFFISANTE DE LA SOCIÉTÉ POUR MENER À BIEN SES ACTIVITÉS

Considérant que les prescriptions de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, reprises en substance, à partir du 1^{er} novembre 2007, par les articles L. 533-10 du même code et 313-1 du règlement général de l'AMF, ont notamment pour objet de contraindre toute société de gestion à se doter des moyens humains, matériels, techniques et financiers indispensables à la protection des investisseurs et à la régularité des opérations ; que celle-ci doit notamment respecter les limites de son agrément, disposer des compétences et des outils lui permettant d'assurer la prévention des risques et le strict respect des ratios ; que seront examinés successivement les griefs liés à la souscription des EMTN (1.1.) et ceux concernant d'autres instruments financiers (1.2.) ;

1.1. Sur les griefs liés à la souscription des EMTN

1.1.1 Sur le grief tiré du non-respect du programme d'activité

Considérant que les sociétés de gestion sont tenues, après avoir soumis à l'AMF leur programme d'activité - lequel précise, notamment, le type d'opérations envisagées - et avoir été agréées sur ce fondement, de satisfaire à tout moment aux conditions de leur agrément ;

Considérant qu'il est fait grief à GSD, d'avoir procédé en juin 2007, pour le compte de Mme Gilberte G et M. Frédéric G, à l'acquisition de titres de l'EMTN émis par Landsbanki Island HF, et de les avoir conservés jusqu'en 2008 sans respecter son programme d'activité qui excluait de telles opérations, ce qui constituerait une violation, d'abord, des articles L. 532-9 du code monétaire et financier, 322-11 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-02 du 24 janvier 2006, ensuite, à partir du 1^{er} novembre 2007, des articles L. 532-9 5° du code monétaire et financier, 311-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2008-03 du 8 février 2008 ;

Considérant que GSD a été agréée par une décision de la COB du 15 octobre 1992 ; que le programme d'activité annexé au dossier d'agrément mis à jour le 1^{er} octobre 2002 comporte un descriptif des instruments financiers susceptibles de faire l'objet de transactions et des marchés sur lesquels celles-ci peuvent être réalisées ;

Considérant qu'il résulte de cette grille (cotes 636 à 639), « *renseignée à partir du dossier d'agrément initial, des éventuels programmes d'activité spécifiques approuvés ainsi que des informations transmises à l'AMF lors des phases d'actualisation de son programme d'activité* », établie lors de l'adoption de l'instruction n° 2006-02 du 24 janvier 2006 et sur laquelle M. B n'a alors formulé qu'une observation sans portée sur la présente espèce, que GSD était autorisée à intervenir sur (ligne 1) les « *Instruments financiers (Instruments financiers cotés, TCN,...) à l'exception des lignes ci-dessous* », (ligne 2) les parts d'OPCVM et (ligne 5) les instruments financiers négociés sur les marchés à terme énumérés par l'arrêté du 6 septembre 1989 ainsi que les contrats à terme de gré à gré simples ; que, comme le précisait la ligne 1, tous les instruments figurant sur les autres lignes, non cochées, étaient exclus ; qu'il en était donc bien ainsi des investissements en EMTN, qui présentaient, en l'espèce, les caractéristiques des « *instruments financiers non cotés* » figurant en ligne 4 ;

Considérant que les EMTN sont des instruments financiers qui s'analysent comme des titres de créance négociables, mais différent des obligations par leur maturité souvent plus courte, par leur nominal souvent plus élevé, par leurs modalités d'émission et par la diversité des caractéristiques - ils peuvent être simples ou structurés à partir d'un sous-jacent - propres à chaque contrat d'émission ; qu'ainsi, ils sont régis par les dispositions de ce contrat ; qu'il résulte des documents émis par Landsbanki Island HF (*Offering circular* et *Form of final terms*) que les titres émis ne faisaient l'objet d'aucune cotation sur un marché réglementé ou organisé ;

Considérant que l'on ne saurait déduire de l'autorisation de traiter les instruments financiers négociés sur les marchés à terme énumérés par l'arrêté du 6 septembre 1989 ainsi que les contrats à terme de gré à gré simples figurant en ligne 5 de la grille susvisée dont bénéficiait GSD que celle-ci pouvait souscrire des EMTN non cotés ; que ces contrats correspondent en effet à des produits dérivés négociés sur des marchés réglementés comme le « *Future CAC 40* », ainsi qu'aux opérations de change à terme comme les *swaps* de taux, d'indices ou de change visés aux points 1, 2, 3 et 5 du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, catégories auxquelles n'appartiennent pas les EMTN ;

Considérant que si GSD pouvait « *exceptionnellement* » intervenir sur les marchés de gré à gré français, en fonction des besoins de sa clientèle, elle n'était pas, pour autant, autorisée à souscrire des instruments financiers non cotés ; qu'elle pouvait seulement effectuer, hors marché, certaines transactions portant sur les seuls instruments financiers qu'elle était habilitée à traiter : instruments financiers cotés sur des marchés réglementés ou contrats financiers à terme simples ;

Considérant qu'il ne saurait être tiré argument du fait que GSD avait la capacité de souscrire des EMTN dans le cadre de la gestion collective, cette possibilité lui étant offerte, non par l'agrément, mais par les dispositions légales spécifiques à la composition de l'actif des OPCVM, qui ne peuvent être étendues à la gestion individuelle de portefeuille ;

Considérant, enfin, que le moyen pris par GSD de ce que, à l'occasion de la révision de son programme d'activité en avril 2011, l'AMF lui a indiqué qu'elle était habilitée à intervenir « *sur le marché de gré à gré pour des instruments financiers de type obligations, TCN* » est inopérant ; qu'en effet, les EMTN, même s'ils sont des titres de créances négociables, ne constituent pas pour autant des « *TCN* », ceux-ci étant définis par l'article L. 213-1 du code monétaire et financier comme des « *titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance* » ; qu'au surplus, même dans l'hypothèse où l'AMF aurait décidé en 2011 d'étendre le périmètre de l'agrément - ce qui n'a pas été le cas en l'espèce, l'indication alors fournie ayant uniquement consisté à reprendre les éléments cochés de la grille - une telle extension aurait été sans incidence sur la caractérisation du grief, cantonné aux années 2007 et 2008 ;

Considérant que les investissements litigieux ont donc bien été faits en violation du programme d'activité et, dès lors, de l'agrément de GSD ; que le manquement est constitué en tous ses éléments ;

1.1.2 Sur le grief tiré des carences dans la gestion des risques et le suivi des positions prises par GSD

Considérant que toute société de gestion doit être dotée de procédures lui permettant de valoriser par elle-même, à tout moment, les instruments entrant dans la composition des portefeuilles gérés ;

Considérant que dans leur version applicable avant le 1^{er} novembre 2007, les articles L. 533-4 3^o du code monétaire et financier et 322-15 du règlement général de l'AMF précisaient respectivement que les prestataires de services d'investissement devaient « [...] 3. *Être doté[s] des ressources et des procédures nécessaires pour mener à bien [ses] activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité* » et que « *La société de gestion de portefeuille doit disposer de moyens matériels et techniques dédiés, suffisants et adaptés aux instruments utilisés et en particulier à la gestion proposée et de dispositifs de contrôle et de sécurité, en particulier dans le domaine informatique. La société de gestion de portefeuille doit être en mesure de suivre l'évolution des marchés et des instruments financiers qui entrent dans la composition des portefeuilles gérés et d'enregistrer et de conserver dans des conditions de sécurité satisfaisantes les éléments relatifs aux opérations effectuées afin d'en assurer la traçabilité. Elle doit pouvoir mesurer à tout moment les risques associés à ses positions et la contribution de ces positions au profil de risque général du portefeuille de l'OPCVM ou du mandat* » ;

Considérant qu'à partir du 1^{er} novembre 2007, les articles L. 533-10 1^o du code monétaire et financier et 313-54, 313-60 et 313-61 du règlement général prévoient respectivement : « *Les prestataires de services d'investissement doivent : 1. Mettre en place des règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables* » ; que la société de gestion « *utilise en permanence des moyens, notamment matériels, financiers et humains adaptés et suffisants* », « *adopte des dispositifs, des processus et des mécanismes permettant de gérer efficacement les risques liés à ses activités, processus et systèmes eu égard à son niveau de tolérance au risque* » et puisse « *mesurer à tout moment les risques associés aux positions prises dans le cadre de la gestion des portefeuilles de l'OPCVM ou du mandat et la contribution de ces positions au profil de risque général de ces portefeuilles* » ;

Considérant qu'il est fait grief à GSD de n'avoir pas mesuré ces risques, ayant été dans l'incapacité de valoriser par ses propres moyens les EMTN émis par Landsbanki Island HF, dont elle a maintenu la valorisation à 100% dans ses comptes-rendus de gestion semestriels, y compris au moment où l'émetteur a fait défaut ;

Considérant que les EMTN sont des produits simples ou structurés dont la valorisation, tout au long de leur détention, revêt une importance particulière ; que s'agissant, en l'espèce, d'instruments dédiés qui ne font pas l'objet de cotation sur un marché, la seule référence de prix est celle de la banque qui assure, tout à la fois, leur structuration et leur émission ; que les titres de l'EMTN souscrits, d'une maturité de dix-sept mois, étaient « *relativement simples* » à évaluer, selon le rapport de contrôle, leur principale particularité consistant à prévoir, dans une perspective d'« *optimisation fiscale* », la perception de deux coupons au cours du second semestre 2007, mais d'aucun en 2008 ; qu'une valorisation précise et renouvelée par GSD s'imposait d'autant plus que l'encours de 8 M€ représentait, en 2008, 20% des encours totaux gérés sous mandat et plus de 70% des avoirs investis par Mme Gilberte G et M. Frédéric G ;

Considérant que GSD a constamment valorisé les EMTN à 100% alors que plusieurs indices, tels que l'écartement des *spreads* de crédit des CDS (*credit default swaps*) sur l'émetteur de ce produit, l'abaissement par Moody's de la notation à long terme de celui-ci ou encore l'indication de cours entre 92 et 93% communiquée en avril 2008 par la filiale suisse de Landsbanki Island HF auraient dû la conduire à reconsidérer ce prix ;

Considérant que si, lors de son audition par le rapporteur et dans ses observations, GSD tente de justifier le maintien de cette évaluation et prétend avoir disposé des moyens nécessaires pour l'effectuer, il résulte du dossier qu'elle ne l'a pas fait et qu'elle n'était pas dotée du dispositif qui lui aurait permis de procéder elle-même à la valorisation des instruments non cotés entrant dans la composition des portefeuilles gérés, tels que les titres d'un EMTN ;

Considérant que, si cette insuffisance est avérée, elle ne peut être retenue au titre du grief notifié dès lors qu'au sens des articles susvisés, il n'entraîne pas dans les missions de GSD, qui n'était pas agréée pour traiter des EMTN, de procéder à la valorisation de ces titres ; que le fait de n'avoir pas disposé des moyens humains et matériels d'évaluation et d'expertise indispensables au suivi d'un tel investissement et de s'en être remise aux évaluations de l'arrangeur, sans exercer le moindre contrôle, constitue en revanche une circonstance aggravante du premier grief relatif au non respect du programme d'activité (1.1.1) ;

1.1.3 Sur le grief tiré de l'absence de supervision des personnes agissant pour le compte de GSD

Considérant qu'il est reproché à GSD d'avoir, sans délégation ni mention dans le programme d'activité, laissé intervenir dans le processus de souscription des EMTN et dans le suivi de ces investissements un membre de la famille Gautier qui ne faisait pas partie de ses effectifs et d'avoir ainsi méconnu, pour les faits antérieurs au 1^{er} novembre 2007, les articles L. 533-4 du code monétaire et financier et 322-12 du règlement général de l'AMF, pour les faits commis à partir de cette date, les articles L. 533-10 du même code et 313-54 du règlement général de l'AMF ;

Considérant, en droit, que ces textes ne sauraient constituer le fondement légal du grief, tel qu'il est formulé, pris de la violation des termes du programme d'activité, de la fourniture de services d'investissement sans agrément ou de l'entrave à la supervision, par l'AMF, d'une personne agissant pour le compte de la société de gestion ;

Considérant, en fait, qu'aucun élément du dossier ne vient conforter les reproches d'immixtion indue, au sein de GSD, de ce membre de la famille [...] ; qu'à supposer même que ce dernier soit allé au delà du simple apport d'affaire, rien ne prouve que son intervention n'aurait pas pu être faite par M. A, M. B ou l'un des autres salariés de la société ; que cette intervention ne paraît pas suffisante, à elle seule, pour démontrer l'insuffisance des moyens humains dont aurait dû disposer la société ;

Considérant qu'il convient donc, sans qu'il soit besoin d'analyser, au regard de la gestion de fait, le rôle joué par le membre de la famille [...] auprès des deux investisseurs, de l'émetteur des EMTN et des intermédiaires, d'écarter ce grief, qui n'est fondé ni en droit ni en fait ;

1.2 Sur les griefs liés à d'autres instruments financiers

Considérant qu'il est fait grief à GSD, sur le fondement des articles L. 533-11, L. 214-3, R. 214-13 et R. 214-19 du code monétaire et financier, 313-1 et 313-54 du règlement général de l'AMF, de ne pas avoir respecté les ratios d'engagement de ses fonds Espace Croissance et Proboblig, défaillances qui auraient entraîné une « *prise de risque inconsidérée* » ainsi que des pertes « *majeures* » pour les porteurs, en même temps qu'elles auraient révélé un manque de professionnalisme et de graves lacunes dans le dispositif de contrôle ;

Considérant qu'aux termes de l'article L. 533-11 du code monétaire et financier, « *lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients* » ; qu'aux termes de l'article L. 214-3 du même code « [...] *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs. Ils doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants. Ils doivent prendre les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations* » ;

[...]; qu'il résulte des articles 313-1 et 313-54 du règlement général que « *le prestataire de services d'investissement établit et maintient opérationnelles des politiques et mesures adéquates visant à détecter tout risque de non-conformité aux obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ainsi que les risques en découlant et à minimiser ces risques [...]* » et que « *I. La société de gestion de portefeuille utilise en permanence des moyens, notamment matériels, financiers et humains adaptés et suffisants* » ;

Considérant que l'article R. 214-13 du code monétaire et financier disposait, dans sa rédaction issue du décret 2007-1206 du 10 août 2007, que : « *1° L'engagement de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme ne doit pas être supérieur à la valeur de son actif* » ; que l'article R. 214-30 du code monétaire et financier dispose, dans sa rédaction issue du décret n° 2011-922 du 1^{er} août 2011 : « *L'organisme de placement collectif en valeurs mobilières veille à ce que son risque global lié aux contrats financiers n'excède pas la valeur nette totale de son portefeuille. Le risque global est calculé en tenant compte de la valeur courante des actifs sous-jacents, du risque de contrepartie, de l'évolution future des marchés et du temps disponible pour liquider les positions* » ; qu'ainsi, les modalités de calcul du numérateur du ratio d'engagement sur les instruments financiers à terme ont évolué dans le temps ;

Considérant que le ratio « *d'engagement* », qui limite l'exposition sur les instruments financiers à terme, a pour objet d'éviter les risques excessifs susceptibles de résulter de positions trop importantes prises sur de tels instruments ; que le principe en est fixé par des textes à valeur législative, qu'il s'agisse de l'article L. 214-7 du code monétaire et financier dans sa version issue de la loi n° 2003-706 du 2 août 2003 ou de l'article L. 214-20 du même code, dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2011-915 du 1^{er} août 2011 ; que les dispositions réglementaires sur le montant du ratio d'engagement, quant à elles, évoluent en fonction de la nature de l'OPCVM ainsi que de l'environnement économique et financier ; qu'elles sont, par nature, temporelles, conjoncturelles et, dès lors, dépourvues du caractère de permanence et de généralité inhérent à la loi ; que lorsque celle-ci fixe, comme en l'espèce, une contrainte dont l'existence n'est pas remise en cause, il est fait une application distributive des dispositions réglementaires successives, sans que l'intervention de ces dispositions n'emporte d'autres conséquences ;

Considérant qu'en l'espèce, l'article R. 214-13 du code monétaire et financier visé par la notification de griefs et alors applicable limitait l'engagement de l'OPCVM sur les instruments financiers à terme à la valeur de son actif ; que c'est au regard de ce ratio qu'il convient d'examiner les manquements reprochés ;

1.2.1 Sur le grief tiré du non-respect des ratios d'engagement dans le fonds Espace Croissance

Considérant qu'il est reproché au fonds Espace Croissance de ne pas avoir respecté son ratio d'engagement sur les instruments financiers à terme (ci après « *IFT* »), GSD ayant omis, pendant plus de deux ans, de tenir compte, dans le calcul de l'actif net des fonds, de la valeur des positions dérivées ;

Considérant que GSD a admis que, pour la période du 3 au 17 octobre 2008, la « *reconstitution au jour le jour en données de clôture* » avait permis de constater un « *dépassement des ratios sur huit jours de bourse dont trois effectivement significatifs* » ; que le tableau 3 du rapport de contrôle a également mis en évidence une exposition sur les IFT de 154% le 9 octobre 2008, de 150% le 10 octobre et de 155% le 16 octobre ; que ces constatations suffisent à caractériser un manquement à l'article R. 214-13 du code monétaire et financier ; que ces dépassements de seuils, outre qu'ils sont constitués même en intégrant l'erreur de comptabilisation de GSD, ne sont pas « *passifs* » en ce qu'ils ne résultent pas mécaniquement d'une baisse du marché ; qu'il s'agit de dépassements « *actifs* », provoqués par de nouvelles souscriptions d'IFT, ce qui constitue un facteur aggravant ;

Considérant que l'existence des dépassements de ratios ainsi constatés et les circonstances dans lesquelles ils se sont produits suffisent à caractériser, tout à la fois, une défaillance du système de contrôle, un manque de professionnalisme et un manquement aux articles L. 533-11, L. 214-3, R. 214-13 et R. 214-19 du code monétaire et financier ainsi qu'aux articles 313-1 et 313-54 du règlement général de l'AMF ; que l'absence de dépassement des ratios durant la période de forte volatilité de février 2009, qui peut s'expliquer par un renforcement des dispositifs de contrôle ou par un changement de stratégie, ne saurait remettre en cause les défaillances du mois d'octobre 2008 et les insuffisances structurelles que celles-ci révèlent ;

Considérant que la gravité du manquement doit s'apprécier en considération, non seulement de la moins value subie du fait du dépassement de ratio, qui serait selon la mise en cause limitée à 6%, mais aussi des « *pertes de chance* » résultant, pour les porteurs, de l'amplification de l'exposition du fonds aux mouvements du marché et au risque de défaut de l'OPCVM ;

1.2.2 Sur le grief tiré du non-respect des ratios d'engagement dans le fonds Proboblig

Considérant qu'il est également fait grief à GSD de ne pas s'être assurée du respect de la limite de 10% de l'exposition au « *risque action* » fixé dans le prospectus du fonds Proboblig et de ne pas avoir pris en compte les obligations convertibles dans le calcul de cette exposition ;

Mais considérant qu'au regard des éléments produits par GSD, un doute existe quant à la caractérisation du manquement ; que celui-ci ne sera donc pas retenu ;

2. SUR LE NON-RESPECT DE L'OBLIGATION D'AGIR AU MIEUX DES INTÉRÊTS DES CLIENTS

Considérant que l'obligation faite aux prestataires de services d'investissement d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle a pour finalité première la préservation de l'intérêt des clients ; que le respect de cette obligation implique notamment la délivrance d'une information exacte, claire et non trompeuse aux investisseurs, qui doivent être mis en mesure de prendre leurs décisions d'investissement ou de désinvestissement de manière éclairée ou de confier la gestion de leurs actifs en toute connaissance de cause, après avoir été informés tant des risques encourus que des caractéristiques de l'instrument financier qu'ils ont choisi ou du mandat qu'ils ont signé ;

Considérant que cette obligation s'impose aux sociétés de gestion de portefeuille, les fonds confiés devant être gérés en tenant compte des objectifs et du niveau d'aversion au risque du mandat et, de manière plus générale, conformément aux orientations fixées lors de la signature du mandat ;

Considérant que seront examinés successivement les griefs liés à la souscription des EMTN (1) et ceux concernant d'autres instruments financiers (2) ;

2.1 Sur les griefs liés à la souscription des EMTN

2.1.1 Sur les griefs tirés de la souscription des EMTN par GSD en violation des termes des mandats de gestion, sans se conformer à son obligation d'information et sans respecter les objectifs des clients

Considérant que seront examinés cumulativement les manquements relatifs, d'une part, à l'information incomplète et au défaut de mise en garde des mandants sur les caractéristiques des EMTN, d'autre part, à l'absence de diversification des risques dans la gestion des mandats ; qu'en effet, au travers de ces reproches, il est fait grief à GSD d'avoir investi pour le compte de Mme Gilberte G et M. Frédéric G :

- dans des instruments non prévus par les mandats de gestion et sans recueillir l'accord exprès et spécial des mandants, en méconnaissance de l'article 322-68 du règlement général de l'AMF, repris en substance à l'article 314-60 du règlement général de l'AMF (1) ;
- sans se conformer à son obligation d'information et de mise en garde sur les caractéristiques de ces instruments, en violation des articles L. 533-4 du code monétaire et financier, 322-63 et 322-64 du règlement général de l'AMF applicables avant le 1^{er} novembre 2007 et des articles L. 533-11 et L. 533-12 du même code, 314-3, 314-10 et 314-11 du règlement général de l'AMF applicables ensuite (2) ;
- sans respecter les objectifs de gestion de ces clients, en méconnaissance des articles L. 533-4 du code monétaire et financier et 322-63 du règlement général de l'AMF applicables avant le 1^{er} novembre 2007 et des articles L. 533-11 du même code et 314-3 du règlement général de l'AMF applicables ensuite (3) ;

2.1.1.1 *Sur l'investissement fait dans des instruments financiers non compris dans les mandats de gestion et sans recueillir l'accord exprès des mandants*

Considérant qu'à propos de la souscription de titres d'EMTN, les mis en cause, s'ils ne contestent pas « *que ces investissements ont été réalisés sur les comptes objet des mandats de gestion et qu'à ce titre, ils sont présumés avoir été effectués à l'initiative de la société de gestion* », relèvent qu'un mandat de transmission d'ordres aurait davantage reflété la commune intention des parties, Mme Gilberte G et M. Frédéric G ayant adhéré à la proposition d'investissement qui leur a été faite ;

Considérant, cependant, que cette souscription a bien été considérée comme ayant été réalisée en exécution des contrats signés par ces clients tant par GSD, qui fait explicitement référence, dans une requête aux fins de saisie conservatoire, aux « *mandats de gestion (...) signés respectivement par Mme Gilberte G et M. Frédéric G aux fins d'exécution sur les marchés financiers français et étrangers* » et, dans les relevés de compte, au « *portefeuille* » dans lequel il comptabilise les titres d'EMTN, que par Mme Gilberte G et M. Frédéric G ; que, s'il est établi que ceux-ci ont bien pris connaissance de la proposition de souscription formulée par GSD, cette circonstance ne saurait suffire à justifier que le contrat de gestion de portefeuille soit, sur ce point, « *disqualifié* » en une simple réception-transmission d'ordres ;

Considérant qu'il est constant que les mandats de gestion signés par ces clients les 4 mai et 14 juin 2007 n'incluaient ni l'un ni l'autre les opérations sur les instruments financiers non cotés, exclues de leur périmètre ;

Considérant qu'aux termes de l'article 322-68 du règlement général de l'AMF en vigueur au jour de la souscription, « *lorsque le mandat autorise des opérations portant sur les instruments financiers autres que ceux mentionnés au 2° ou à effet de levier, notamment les opérations effectuées sur les instruments financiers à terme, un accord spécial exprès du mandant doit être donné, qui indique clairement les instruments autorisés, les modalités de ces opérations et de l'information du mandant* » ; que cette exigence, reprise par l'article 4-2 des mandats signés par Mme Gilberte G et M. Frédéric G, ne saurait être regardée comme une contrainte purement formelle ; qu'étant destinée à protéger les intérêts du mandant, qui doit être préservé de toute prise de risques insuffisamment réfléchie, elle doit être respectée dans son esprit comme dans sa lettre ; qu'elle ne peut donc pas être considérée comme ayant été satisfaite dès lors que la preuve n'est pas rapportée de l'existence d'un accord spécial et explicite donné par ces deux clients dans les formes requises par la loi ;

Considérant que, quand bien même Mme Gilberte G et M. Frédéric G auraient spécialement et expressément consenti à l'acquisition des EMTN, leur consentement n'aurait pas pu valablement étendre à ces produits le périmètre des mandats de gestion ; qu'en effet, et ainsi qu'il a été dit (1.1.1), GSD n'était pas habilitée à souscrire des instruments financiers non cotés sur un marché réglementé ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède qu'en souscrivant, dans le cadre des mandats de gestion de portefeuille qui lui ont été confiés, des EMTN pour le compte de ses clients, GSD a agi en violation des termes de ces mandats et de son programme d'activité ; que le manquement à l'article 322-68 du règlement général de l'AMF est donc caractérisé ;

2.1.1.2 *Sur l'information incomplète et l'absence de mise en garde sur les caractéristiques des EMTN*

Considérant qu'il est reproché à GSD d'avoir donné à ses clients une information insuffisante sur les EMTN, qu'il s'agisse de l'absence de cotation, qui aurait dû être portée à leur connaissance, du niveau de notation de l'émetteur, présenté de façon approximative, ou du taux de rendement actuariel annoncé, qui était erroné, et de ne pas les avoir mis en garde contre les risques encourus ; que ces faits seront examinés au regard des seuls articles L. 533-4 du code monétaire et financier, 322-63 et 322-64 du règlement général de l'AMF, en vigueur au moment de la souscription, d'où il résulte que les prestataires de services d'investissement doivent « *communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles (...) afin (de permettre au client) de confier la gestion de ses actifs ou de prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement en toute connaissance de cause* » et que « *le devoir d'information comporte la mise en garde contre les risques encourus* » ;

Considérant que, pour prouver qu'ils se sont conformés à cette obligation d'information et de mise en garde, les mis en cause ont produit un fax adressé le 22 mai 2007 à l'expert comptable de Mme Gilberte G et M. Frédéric G ;

Considérant que ce fax est composé d'une note présentant les caractéristiques des EMTN et d'une page de couverture manuscrite, signée par le gérant de portefeuille, expliquant que cet instrument permet de « *répondre au problème fiscal* » de ses clients et que « *la signature est de très bonne qualité (1^{ère} banque islandaise) et est comparable à celle d'une banque française de 2^{ème} rang type CIC. On obtient donc sur la période un rendement actuariel de 4,56% en devise euro* » ;

Considérant que, si aucun de ces deux documents ne comporte de mise en garde sur les conséquences de l'absence de cotation, qui rendait la vente des EMTN très difficile, ce reproche apparaît, en l'espèce, inopérant ; qu'il est en effet établi que Mme Gilberte G et M. Frédéric G n'avaient pas la moindre intention de se défaire des titres, dont la cession aurait fait échec à leur plan d'« *optimisation fiscale* » ; que ce premier aspect du grief ne sera donc pas retenu ;

Considérant que les mis en cause ont indiqué qu'ils avaient « *recalculé le taux actuariel (...) qui ressort à 4,06%* » et que la différence avec le taux annoncé le 22 mai 2007 résultait du retard d'un mois dont a été affectée la souscription des EMTN, repoussée en juin 2007 ; qu'ils ajoutent que le gérant de portefeuille en a avisé Mme Gilberte G et M. Frédéric G, qui n'auraient pas formulé de contestation à ce sujet ; que, le fax litigieux étant effectivement antérieur à la souscription, rien ne permet d'écarter ces justifications ; que le deuxième aspect du grief ne sera, dès lors, pas retenu ;

Considérant, enfin, que l'examen des historiques de notation émanant de Fitch, Standard & Poor's et Moody's (cotes 198 à 211) ne permet pas non plus de retenir la critique sur la présentation approximative de la comparaison faite avec le CIC ; que cet autre aspect du grief sera donc abandonné ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que le manquement n'est pas caractérisé ;

2.1.1.3 Sur le non respect des objectifs poursuivis par Mme Gilberte G et M. Frédéric G

Considérant qu'il est reproché à GSD, aux titres de l'information incomplète et de l'absence de mise en garde d'une part, de l'absence de diversification des risques d'autre part, et sur le fondement des articles L. 533-4 du code monétaire et financier et 322-63 du règlement général de l'AMF puis, à partir du 1^{er} novembre 2007, des articles L. 533-11 du code monétaire et financier et 314-3 du règlement général de l'AMF, d'avoir :

- recommandé à ces clients un investissement qui ne respectait pas leurs objectifs ;
- insuffisamment diversifié les risques dans la gestion des mandats puisque, sur les 10,9 M€ confiés, 8 M€ ont été investis dans les EMTN, la position ayant été maintenue jusqu'au début de l'année 2009, où ce produit a été valorisé à zéro.

Considérant que l'absence de diversification des risques, déjà abordée au titre de l'organisation insuffisante de la société, ne sera examinée ici qu'au regard de l'obligation générale d'agir au mieux des intérêts des clients, au sens des articles L. 533-4, puis L. 533-11 du code monétaire et financier et de l'article 314-3 du règlement général de l'AMF ;

Considérant qu'il est établi que Mme Gilberte G et M. Frédéric G poursuivaient un objectif dit d'« *optimisation fiscale* » ; qu'après avoir vendu en 2007 l'entreprise familiale, ils souhaitaient investir dans un produit financier leur permettant de réduire le montant de l'impôt sur la plus value de cession qu'ils devraient acquitter en novembre 2008 ; qu'à cette fin, ils avaient manifesté leur intention d'accumuler, en 2007, les revenus à percevoir, mais de minorer ceux-ci le plus possible en 2008, année au cours de laquelle le mécanisme du bouclier fiscal aurait pour avantage de plafonner le montant des impositions dues à 50% des revenus perçus ;

Considérant que c'est incontestablement en fonction de cette stratégie que GSD a proposé à ses clients les EMTN Landsbanki Island HF, qui étaient assortis d'un double coupon en 2007, mais d'aucun pour l'exercice 2008 ;

Considérant que Mme Gilberte G et M. Frédéric G avaient, certes, une seconde préoccupation, reprise par GSD dans leur audit patrimonial et qui était, pour Mme Gilberte G, de « *définir une stratégie de placement dans un cadre fiscal optimisé et avec un niveau de risque nul* », la composante actions étant limitée à 35% de l'actif du compte, pour son fils, de « *définir une stratégie de placement évolutive (...) dans un cadre fiscal optimisé et avec un niveau de risque peu élevé* » (cotes 628 et 606) ;

Considérant qu'il était difficile à GSD de concilier le premier et le second objectifs, qui étaient pour le moins contradictoires ; que, d'un côté, il n'est pas contestable que ces clients étaient, à titre principal, animés de la volonté d'échapper pour une large part au paiement de l'impôt sur la plus value dû en 2008 ; que, de l'autre, les mis en cause font observer que la limitation dans le temps du blocage des fonds aurait dû réduire d'autant le risque d'un défaut de l'émetteur et que, si l'investissement dans les EMTN portait sur plus de 70% des fonds confiés, ceux-ci ne représentaient que le tiers du patrimoine de Mme Gilberte G et de M. Frédéric G ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède qu'en proposant un tel investissement, GSD a cherché à répondre aux préoccupations de ses clients ; que si le choix d'investir 8 M€ dans les titres d'un émetteur étranger unique s'analyse en un pari risqué, il demeure qu'il a été fait, non pas en méconnaissance des objectifs de Mme Gilberte G et de M. Frédéric G, mais bien pour satisfaire à leurs exigences prioritaires et, au delà, à ce qu'ils estimaient être leurs intérêts ; que, tel qu'il est formulé, le manquement ne peut donc pas être retenu ;

2.1.2 Sur le grief tiré de la communication d'informations inexactes sur la performance du portefeuille géré et inappropriées sur les risques de défaut de l'émetteur de l'EMTN

Considérant qu'il est également fait grief à GSD de n'avoir pas agi de manière professionnelle et de n'avoir pas servi au mieux les intérêts de ses clients en leur communiquant, sur la performance du portefeuille géré, des informations inexactes, trompeuses et, sur les risques de défaut de l'émetteur de l'EMTN, tout à fait inappropriées ;

Considérant que ce grief sera examiné sur le fondement, non pas des textes relatifs à l'information précontractuelle due par les sociétés de gestion, mais, pour la période antérieure au 1^{er} novembre 2007, des articles L. 533-4 3^o du code monétaire et financier et 322-71 du règlement général de l'AMF précisant respectivement que les prestataires de services d'investissement doivent « [...] 1. *Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché* ; 2. *Exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché* » et que « *La société de gestion de portefeuille doit assurer au mandant ou aux porteurs toute l'information nécessaire sur la gestion de portefeuille effectuée. Dans le cas d'une gestion individuelle sous mandat, cette information comprend au minimum un arrêté trimestriel du portefeuille ainsi qu'un compte rendu de gestion semestriel retraçant la politique de gestion suivie pour le compte du mandant, et faisant ressortir l'évolution de l'actif géré et les résultats dégagés pour la période écoulée. Lorsque le mandat de gestion autorise les opérations à effet de levier et que le portefeuille comporte des positions ouvertes (qui ne sont pas couvertes par une position ouverte symétrique ou la détention des actifs sous-jacents), une information au moins mensuelle doit être prévue comprenant notamment une appréciation des risques représentés par les positions ouvertes. La société de gestion de portefeuille doit tenir à la disposition du mandant le prospectus et les documents d'information périodique des OPCVM qu'elle a souscrits pour son compte. Le rapport annuel de l' (arrêté du 15 avril 2005) « OPCVM », ou le compte rendu de gestion adressé au mandant, 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. Il fait mention également, le cas échéant, des (arrêté du 15 avril 2005) « OPCVM ou des fonds d'investissement » gérés par la société de gestion de portefeuille ou les entités de son groupe. La clé de répartition des frais de transaction entre les différents opérateurs, quand est mise en place une commission de mouvement telle que définie à l'article 322-41, doit être portée à la connaissance du mandant par une information dans le compte rendu de gestion annuel. La clé de répartition, établie en pourcentage, doit être calculée au niveau de l'ensemble des actifs (OPCVM compris) gérés par la société de gestion de portefeuille » ; qu'à partir du 1^{er} novembre 2007, ces textes ont été remplacés par les articles L. 533-11, L. 533-12 du même code, 314-3, 314-10 et 314-11 du règlement général, prévoyant respectivement que : « *lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients* » ; « *I. - Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair**

et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel sont clairement identifiables en tant que telles. [...] » ; « Le prestataire de services d'investissement agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché. Il respecte notamment l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation sur lesquels il intervient. » ; « Le prestataire de services d'investissement veille à ce que toute l'information, y compris à caractère promotionnel, qu'il adresse à des clients, remplisse les conditions posées au I de l'article L. 533-12 du code monétaire et financier. [...] » ; « L'information inclut le nom du prestataire de services d'investissement. Elle est exacte et s'abstient en particulier de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service d'investissement ou d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants. Elle est suffisante et présentée d'une manière qui soit compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie auquel elle s'adresse ou auquel il est probable qu'elle parvienne. Elle ne travestit, ni ne minimise, ni n'occulte certains éléments, déclarations ou avertissements importants » ;

2.1.2.1 Sur l'information relayée

Considérant qu'il est reproché à GSD d'avoir relayé des informations peu de temps avant et après le défaut de l'émetteur islandais d'EMTN sans en avoir vérifié la cohérence ; que ne seront examinées que les informations antérieures à la déconfiture de Landsbanki Island HF, celles postérieures n'étant pas développées par le présent grief ;

Considérant que le 30 septembre 2008, un membre de la famille Gautier a adressé à l'expert comptable de Mme Gilberte G et M. Frédéric G un courrier électronique reprenant une courte note en anglais émanant du responsable de la conformité de Landsbanki Kepler, filiale française de l'émetteur, insérée dans un mail dont l'objet était ainsi formulé : « *No counterparty risk with LANDSBANKI KEPLER* » ; qu'il a accompagné cet envoi du message suivant : « *ci-joint un état des risques de contrepartie concernant Landbanski* » ;

Considérant que la note était précédée d'un commentaire particulier, selon lequel « *A priori, la banque est en forme, elle est en discussion avec l'Etat islandais pour racheter Glitnir (la 3^{ème} banque islandaise qui a été nationalisée hier). En outre, pas de risque de défaut avant le remboursement du produit que nous avons traité : Landsbanki n'a que 45 M€ à rembourser sur la période (incluant les 8 M€ que tu as traités)* » ;

Considérant qu'en elle même, la note était également très rassurante quant à la situation, cette fois, de Landsbanki Kepler, dont il était précisé, d'une part, que la « *Banque de France controls and protects our Company* », ces termes étant soulignés, d'autre part que « *All our cash and stock accounts are held by BNP Paribas Securities Services or Parel SA which both guarantee and are the counterparties for all related operations with the markets and clients* » ; que cette information, si elle n'était pas erronée, était de nature à créer une confusion dans l'esprit de Mme Gilberte G et M. Frédéric G, qui n'étaient ni des anglophones ni des professionnels et n'en ont pas nécessairement délimité la portée ;

Considérant, en effet, que, du fait du rapprochement entre, d'un côté, la formulation de l'objet du mail sur l'absence de risque de contrepartie, celle du commentaire sur l'absence de risque de défaut de l'émetteur et le contenu de la note, nécessairement subjective en ce qu'elle émanait de l'arrangeur du produit, de l'autre, le message d'accompagnement du membre de la famille Gautier qui se référait à « *Landsbanki* », c'est-à-dire à l'émetteur, comme l'ont précisé les mis en cause (cote 1261), et non à la filiale française, Mme Gilberte G et M. Frédéric G étaient incités à déduire du courrier qui leur avait ainsi été répercuté qu'il confirmait sans réserve la qualité de la signature de l'établissement ayant émis les EMTN ;

Considérant qu'en avril 2008, le « *spread* » du CDS Landsbanki avait atteint près de 10% alors qu'il se situait à 0,5% un an auparavant ; qu'à la date du 30 septembre 2008, la note à long terme de l'émetteur a été réduite à BBB à la suite de l'abaissement à A- de celle de l'Islande et de la nationalisation, la veille, de la banque Glitnir ; qu'en de telles circonstances, il s'imposait que GSD, si elle décidait de transmettre l'information qu'elle avait reçue à Mme Gilberte G et M. Frédéric G, ne le fasse qu'après avoir, d'abord, recoupé celle-ci avec des éléments provenant d'autres origines, ensuite, indiqué que la note et le commentaire transmis émanaient d'une source ne présentant pas toutes les garanties d'impartialité, enfin, nuancé leur contenu, notamment en précisant que la plupart des informations concernaient, non l'émetteur des EMTN, mais sa filiale française ;

Considérant que, sans prendre l'une quelconque de ces précautions, GSD a relayé auprès de ses clients, à un moment critique, une information provenant de l'arrangeur des EMT sans en avoir vérifié la cohérence et en l'accompagnant d'un message très rassurant sur la situation de Landsbanki Island HF ; qu'en répercutant ainsi des informations inadaptées, de nature à tromper Mme Gilberte G et M. Frédéric G sur les perspectives de remboursement des titres souscrits pour leur compte, elle a manqué à son obligation d'agir d'une manière professionnelle, servant au mieux l'intérêt de ses clients ; que le grief est caractérisé ;

2.1.2.2 *Sur les comptes rendus de gestion semestriels*

Considérant que la lecture des comptes rendus de gestion révèle qu'en dépit de la composition des portefeuilles de Mme Gilberte G et M. Frédéric G, la situation de Landsbanki Island HF n'a jamais été évoquée avant le rapport de gestion de clôture des mandats du 29 janvier 2009 alors que, comme on l'a vu plus haut :

- le 28 février 2008, Moody's a dégradé la note à long terme de Landsbanki de Aa3 à Aa2 ;
- en avril 2008, Moody's a abaissé la note souveraine de l'Islande à A, tandis que le *spread* du CDS Landsbanki a atteint près de 10% alors qu'il se situait à 0,5% un an auparavant ;
- le 30 septembre 2008, la note à long terme de l'émetteur a été à nouveau réduite, cette fois à BBB ;
- le 6 octobre 2008, l'Islande a adopté une loi d'urgence prévoyant notamment la nationalisation de la banque Landsbanki ;
- le 8 octobre 2008, les programmes d'EMTN destinés aux étrangers ont été transférés dans l'établissement dénommé « *Old Landsbanki* », pour lequel aucune garantie n'a été prévue et qui a donc, d'emblée, été considéré en défaut par les agences de notation ;

Considérant que ni les rapports semestriels ni le rapport annuel de 2008 n'ont fait mention de cette évolution ; qu'en omettant de tenir ses clients informés de la dégradation de la situation de la banque émettrice et de son impact potentiel sur les EMTN qu'ils détenaient, GSD leur a délivré une information incomplète et n'a donc pas agi au mieux de leurs intérêts ; qu'en conséquence, le manquement sera retenu ;

2.1. Sur les griefs liés à d'autres instruments financiers

2.2.1 Sur le grief tiré de la présentation inadéquate des fonds Probobligh et Probvalue

Considérant qu'il est fait grief à GSD d'avoir, en violation des articles L. 533-4 du code monétaire et financier et 322-71 du règlement général de l'AMF jusqu'au 1^{er} novembre 2007, des articles L. 533-11 et L. 533-12 du code monétaire et financier, 314-3, 314-10 et 314-11 du règlement général de l'AMF pour la période postérieure, procédé à une présentation trompeuse des fonds Probobligh et Probvalue dans le but d'obtenir la signature, par Mme Gilberte G le 4 mai 2007, d'un mandat de gestion ;

Considérant que les faits incriminés se situent nécessairement avant cette date du 4 mai 2007 ; que l'article 322-71 du règlement général selon lequel « *La société de gestion de portefeuille doit assurer au mandant ou aux porteurs toute l'information nécessaire sur la gestion de portefeuille effectuée*, qui ne concerne, à l'évidence, que la période d'exécution du mandat, ne saurait s'appliquer à la phase pré-contractuelle ; que, dès lors, les éléments susceptibles de fonder le grief ne seront examinés qu'au regard de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, au terme duquel les sociétés de gestion « *doivent se comporter avec loyauté et agir avec équité, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché, [...] communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients* », les articles intervenus postérieurement ne comportant aucune disposition plus douce ;

Considérant qu'après que sa cliente eut exprimé le souhait que ses investissements soient faits à « *un niveau de risque nul* », GSD a procédé, en mars 2007, à un audit patrimonial ; que la IV^{ème} partie de cet audit, intitulée « *Pistes de réflexion* », présente, en utilisant les fonds Probobligh et Probvalue, deux simulations d'investissement - « *Investissement 100% sécuritaire* » et « *Investissement plus dynamique* » - sans faire mention des risques corrélatifs aux espérances de gains, alors que ces fonds présentaient des risques proches de ceux d'un investissement sur le marché des actions comme en attestent leurs performances passées et notamment celles de 2002, où ils ont baissé respectivement de 9% et 47% ; que le fonds Probobligh, qui avait une sensibilité au risque de taux allant jusqu'à 10, pouvait investir dans une large gamme d'actifs, incluant les obligations convertibles et les titrisations ; que le fonds Probvalue pouvait, quant à lui, détenir jusqu'à 100% d'actions et

avoir, *via* l'utilisation de produits dérivés, un effet de levier global de 200% ;

Considérant qu'il importe peu que cette documentation ait été fournie au titre de « *pistes de réflexion* » dès lors que, d'une part, elle ne mentionne pas, au regard des avantages annoncés, les dispositions moins favorables et les risques inhérents aux options d'investissement proposées, d'autre part, la preuve n'est pas rapportée qu'elle ait été accompagnée, préalablement à la signature du mandat de gestion, d'autres informations, qui auraient permis à la cliente de prendre sa décision en connaissance de cause ; que la mention « *défensif* » écrite en toutes lettres de la main de Mme Gilberte G sur le contrat d'assurance vie ne saurait suffire à démontrer que celle-ci a reçu, avant la conclusion du mandat de gestion, les éléments d'information appropriés l'ayant mise en mesure de faire un choix éclairé ;

Considérant qu'en cet état, le manquement à l'article L. 533-4 5° du code monétaire et financier selon lequel le prestataire de services d'investissement doit « *5. Communiquer, d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients* » est constitué en tous ses éléments ; qu'en revanche, ne sera pas retenu, car insuffisamment caractérisé, l'aspect du grief portant sur la violation de l'obligation de loyauté ;

2.2.2 Sur le grief tiré de la communication d'informations trompeuses dans le compte rendu de clôture du fonds Probvalue

Considérant qu'il est établi que GSD n'a pas fait figurer, dans le compte-rendu de gestion du fonds Probvalue, la variation de l'indice composite - constitué, à parts égales, par l'indice Dow Jones 600 (Eur) et par l'indice EUROMTS 5-7 - qui était pourtant, selon le prospectus, l'indicateur de référence avec lequel devait être comparée la performance de ce fonds ; qu'en y substituant la variation de l'indice des marchés d'actions mondiaux, qui a évolué, en 2008, beaucoup plus défavorablement (-44%) que l'indice composite (-17%), GSD a minoré les conséquences néfastes du choix qu'elle avait fait d'investir en actions plus de 90% des actifs du fonds ; qu'elle ne saurait se prévaloir de ce choix pour justifier la modification des éléments de comparaison qui lui a permis, en violation des articles L. 533-12 I du code monétaire et financier, 314-10 et 314-1 du règlement général de l'AMF, d'atténuer artificiellement les effets de sa stratégie d'investissement ; qu'en modifiant les termes de la comparaison annoncée dans le prospectus, GSD a délivré une information faussée, et dès lors trompeuse, sur les performances du fonds Probvalue ; qu'elle n'a donc pas agi au mieux des intérêts de ses clients, de sorte que le grief est caractérisé ;

3. SUR LES SANCTIONS ET LA PUBLICATION

Considérant que les manquements aux obligations professionnelles sont, par nature, imputables aux prestataires de services d'investissement pour le compte desquels ils ont été commis ; que la responsabilité de GSD sera donc retenue au titre de l'ensemble des manquements, à l'exception, bien évidemment, de ceux qui ne sont pas caractérisés ;

Considérant qu'aux termes de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version issue de la loi n° 2005-1564 du 15 décembre 2005, les sanctions encourues par GSD sont « *l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ; la Commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés* » ; que la loi du 4 août 2008 a porté le montant de la sanction pécuniaire encourue à 10 millions d'euros ;

Considérant qu'il sera tenu compte, d'une part, de ce que GSD a déjà été sanctionnée par la présente commission et du nombre significatif des manquements qui ont été retenus, d'autre part, du fait que cette société n'en a retiré aucun profit et s'est efforcée de remédier à certains des dysfonctionnements constatés ; que seront prononcés à son encontre une sanction de 150 000 euros et un blâme ;

Considérant que MM. A et B, en leur qualité respective de président-directeur général et de directeur général délégué de la société, sont débiteurs, au premier chef, de l'obligation de s'assurer que « *le prestataire de services d'investissement se conforme à ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier* » ; que M. A assurait personnellement, avec un membre de sa famille, la gestion des portefeuilles de Mme Gilberte G et M. Frédéric G ; que M. B, quant à lui, n'a pas fait valoir « *de circonstances particulières qui auraient fait obstacle à ce qu'il exerçât ses responsabilités de dirigeant* » ; que les manquements

sont par conséquent imputables tant à l'un qu'à l'autre ;

Considérant qu'aux termes de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version issue de la loi n° 2005-1564 du 15 décembre 2005, les sanctions encourues par MM. A et B sont l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle ou l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; que la Commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 300 000 euros ou au quintuple du montant des profits éventuellement réalisés ; qu'il y a lieu, en tenant compte des circonstances ci-dessus rappelées, de prononcer un blâme à l'encontre de M. A et de M. B ;

Considérant que la publication de la présente décision, ne risquant ni de perturber gravement les marchés financiers ni de causer un préjudice disproportionné aux mis en cause, sera ordonnée ; que les demandes d'anonymisation, incompatibles avec les blâmes qui sont prononcés, seront rejetées ;

PAR CES MOTIFS,

Et après en avoir délibéré, sous la présidence de Mme Claude Nocquet, MM. Michel Pinault, Jean-Claude Hanus et Jean-Jacques Surzur, membres de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,

DECIDE DE :

- prononcer à l'encontre de GSD Gestion une sanction de 150 000 € (cent cinquante mille euros) et un blâme ;
- prononcer à l'encontre de M. A un blâme ;
- prononcer à l'encontre de M. B un blâme ;
- publier la présente décision sur le site internet de l'AMF.

À Paris, le 3 mai 2012

Le Secrétaire de séance,

La Présidente,

Marc Pierre JANICOT

Claude NOCQUET

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