



## La Commission des sanctions

### DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE LA SOCIETE X

La 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

- Vu le code monétaire et financier, notamment son article L. 214-3 dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance n° 2011-915 du 1<sup>er</sup> août 2011, ses articles L. 214-9 et L. 214-24-1 dans leur rédaction postérieure à cette ordonnance, son article L. 533-4 dans sa rédaction en vigueur avant le 1<sup>er</sup> novembre 2007, ses articles L. 533-1, L. 533-10 et L. 533-11 dans leur rédaction en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2007, ainsi que ses articles L. 621-14 et L. 621-15 et R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 322-31, 322-33, 322-36, 322-46 et 322-47 dans leur rédaction en vigueur avant le 1<sup>er</sup> novembre 2007, et ses articles 314-3, et 313-18 à 313-22 du règlement général de l'AMF dans leur rédaction en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2007 ;
- Vu la notification de griefs adressée le 2 juin 2010 à la société X ;
- Vu les observations écrites en date du 13 septembre 2010, présentées par Maître Jean-Pierre Mattout du cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP et Maître Jean Veil du cabinet Veil Jourde pour le compte de la société X ;
- Vu la décision du président de la Commission des sanctions du 28 juin 2011, désignant M. Joseph Thouvenel, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur, en remplacement de M. Alain Ferri, qui avait été nommé le 22 juillet 2010 ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 1<sup>er</sup> juillet 2011 informant la société X de la nomination de M. Joseph Thouvenel en qualité de rapporteur et lui rappelant la faculté d'être entendue, à sa demande, conformément au I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 1<sup>er</sup> juillet 2011 informant la société X, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, de ce qu'elle disposait de la faculté de demander la récusation du rapporteur nouvellement désigné dans un délai d'un mois ;
- Vu les procès-verbaux d'auditions de la société X en date du 22 février 2012 et du 17 avril 2012 ;
- Vu les documents complémentaires adressés par la société X à la suite de ses auditions, par courriers des 12 mars, 16 mars et 22 mars 2012, ainsi que du 23 avril 2012 ;
- Vu le procès-verbal d'audition d'un ancien gérant de la société X, le 29 mars 2012 ;
- Vu le procès-verbal d'audition de l'une des contreparties de marché auxquelles la société X a eu recours pour les opérations objet de la notification de griefs, le 29 mars 2012 ;

- Vu le rapport de M. Joseph Thouvenel en date du 16 mai 2012 ;
- Vu la lettre de convocation du 16 mai 2012 à la séance de la Commission des sanctions à laquelle était annexé le rapport signé du rapporteur, adressée par porteur le même jour à la société X, représentée par son président-directeur général, M. [...] ;
- Vu la lettre du 22 mai 2012 informant la société X de la composition de la Commission des sanctions et du délai de 15 jours dont la société disposait pour demander la révocation d'un ou plusieurs des membres appelés à délibérer ;
- Vu les courriers du 25 mai 2012 de Maîtres Jean-Pierre Mattout et Jean Veil pour le compte de la société X précisant que la société n'entendait pas présenter d'observations en réponse au rapport du rapporteur ni formuler de demande de récusation ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 21 juin 2012 :

- M. Joseph Thouvenel, en son rapport ;
- M. François Gautier, représentant le directeur général du Trésor qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. Alexandre Musnier, représentant le Collège de l'AMF ;
  
- la société X représentée par MM. [...] ;
- Maîtres Jean-Pierre Mattout et Jean Veil, conseils de la société X ;

la société mise en cause ayant eu la parole en dernier.

## **FAITS ET PROCEDURE**

La société X (ci-après « **X** »), est une société anonyme agréée par l'AMF en 2004 sous son ancienne dénomination, société Y (ci-après « **Y** »), comme société de gestion de portefeuille de type 1.

Le 16 octobre 2008, le service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché a établi un rapport de contrôle portant sur le respect par la société Y de ses obligations professionnelles dans un contexte de crise de liquidité.

A la suite des observations de la société X le 15 janvier 2009, un contrôle complémentaire a été diligenté le 18 mai 2009 par l'AMF, qui souhaitait « *clarifier certaines des observations formulées par la société X sur les conditions de réalisation des "transferts" de titres issus de techniques de titrisation (...) entre fonds gérés par la société X* ».

Un rapport complémentaire en date du 29 septembre 2009 a été adressé à la société qui y a répondu par des observations complémentaires le 4 décembre 2009.

Après examen du rapport initial et des observations formulées en réponse ainsi que du rapport complémentaire et des observations complémentaires en réponse, la Commission spécialisée n°1 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, a décidé le 18 mai 2010 que des griefs devaient être notifiés à la société X, pour de possibles manquements, d'une part, au respect de l'intérêt des porteurs de certains fonds gérés par la société X et, d'autre part, aux règles de gestion des conflits d'intérêts. Ces griefs ont été notifiés à la société X par courrier du 2 juin 2010.

Par lettre du 4 juin 2010, le président de l'AMF, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, a informé le président de la Commission des sanctions de la décision prise par la Commission

spécialisée du Collège de l'AMF de procéder à la notification de griefs sur le fondement des rapports établis par le service de contrôle et des observations formulées en réponse.

La société X, par l'intermédiaire de ses conseils, Maître Jean-Pierre Mattout du cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP et Maître Jean Veil du cabinet Veil Jourde, a formulé des observations en réponse à la notification de griefs par courrier du 13 septembre 2010 et a demandé à être entendue par lettre du 7 janvier 2011.

Par décision du 28 juin 2011, à la suite du renouvellement des membres de la Commission des sanctions, M. Joseph Thouvenel a été désigné en qualité de rapporteur en remplacement de M. Alain Ferri qui avait été nommé le 22 juillet 2010, ce dont la société a été informée par lettre du 1<sup>er</sup> juillet 2011.

Par lettre recommandée du 1<sup>er</sup> juillet 2011, le secrétariat de la Commission des sanctions de l'AMF a informé la société X qu'en application de l'article R. 621-39-1 du code monétaire et financier elle disposait d'un délai d'un mois 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 22 février 2012, le rapporteur a entendu à sa demande la société X, représentée par MM. [...], après l'avoir invitée à se présenter en audition par courrier du 21 décembre 2011.

Des informations complémentaires ont été fournies par la société X en mars 2012 en réponse à des demandes formulées par le rapporteur.

Deux témoins ont également été entendus lors d'auditions qui se sont tenues le 29 mars 2012 : une personne physique qui, à l'époque des faits, était gérante chez la société Y, et une société qui est l'une des contreparties auxquelles la société Y a eu recours pour les opérations objet des notifications de griefs. Ce dernier témoin a fait parvenir des éléments complémentaires par courrier du 5 avril 2012.

La société X a de nouveau été entendue le 17 avril 2012, après avoir été invitée à se présenter par courrier du 3 avril 2012. A la suite de cette audition, la société X a fait parvenir des précisions par courrier du 23 avril 2012.

Convoquée par lettre du 16 mai 2012 à la séance de la Commission des sanctions du 21 juin 2012, à laquelle était annexé le rapport signé du rapporteur, la société X a fait savoir par courriers du 25 mai 2012 qu'elle n'entendait pas présenter d'observations au rapport du rapporteur ni formuler de demande de récusation.

## **MOTIFS DE LA DECISION**

### **A. Sur l'irrecevabilité alléguée des griefs notifiés**

Considérant d'abord que ni la régularité de la procédure de contrôle, de celle de la notification de griefs et de la saisine de la Commission des sanctions ne sont contestées ;

Considérant ensuite que s'il ne lui appartient pas de se prononcer sur l'opportunité des décisions de gestion prises à l'été 2007 par la société X, la Commission des sanctions est compétente en application de l'article L. 621-15 II du code monétaire et financier pour s'assurer que, conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables, les décisions prises par la société mise en cause l'ont été dans l'intérêt exclusif des porteurs et dans le respect des règles gouvernant la prévention et la gestion des conflits d'intérêts ;

Considérant encore que la critique de la société X selon laquelle la notification de griefs poserait une présomption d'absence d'intérêt des fonds acquéreurs dans les opérations de *cross trade* en obligeant la société X à démontrer qu'elle a agi dans l'intérêt exclusif des porteurs et inverserait ainsi la charge de la preuve, n'est pas fondée ; qu'en particulier, le fait que la notification de griefs souligne l'incohérence de certaines des motivations avancées par la société X pour expliquer des opérations qui ont pu apparaître

critiquables ne manifeste aucun renversement de la charge de la preuve mais témoigne au contraire du bon déroulé de la procédure qui a pris en compte les observations de la société ; que, de même, exiger de la société qu'elle apporte la preuve de la gestion des conflits d'intérêts, lorsqu'ils ne peuvent être évités, n'est pas l'indice d'une inversion de la charge de la preuve ;

Considérant enfin que les autres critiques de la société X concernent la pertinence des arguments avancés par la notification de griefs et portent donc sur le bien-fondé des griefs formulés, qui sera examiné plus loin ;

Considérant qu'en conséquence, les moyens relatifs à l'« irrecevabilité » alléguée des griefs notifiés seront écartés ;

## **B. Sur la caractérisation des griefs notifiés**

Considérant que les opérations en cause dans la notification de griefs sont connues en pratique sous le nom de *cross trades* ; qu'un *cross trade* désigne ainsi une opération d'achat et une opération de vente simultanées, décidées par une société de gestion pour le compte d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières qu'elle gère et réalisées par une contrepartie de marché ;

Considérant plus précisément qu'en l'espèce, il ressort du rapport de contrôle complémentaire que la société de gestion a enregistré des demandes de rachat des parts du fonds Y1 à l'été 2007 et que ce fonds, qui avait un encours sous gestion d'environ 336 millions d'euros en juin 2007, a perdu 25 % de ses parts au mois de juillet 2007, soit 85 millions d'euros, et 10 % de ses parts sur les deux premières semaines d'août 2007, soit environ 24 millions d'euros supplémentaires ; que la notification de griefs porte sur les achetés/vendus simultanés et intermédiés ayant impliqué une cession de produits issus d'opérations de titrisation figurant à l'actif du fonds Y1 et une acquisition de ces instruments financiers par d'autres fonds également gérés par la société X ; qu'autrement dit, du point de vue de la société X, la décision de recourir à un *cross trade* a impliqué la prise de deux décisions de gestion : la première était une décision aux termes de laquelle une partie de l'actif composant le FCP Y1 qu'elle gérait serait cédée à une contrepartie de marché et la seconde était une décision selon laquelle ces titres seraient acquis auprès de cette même contrepartie par d'autres FCP qu'elle gérait ; qu'ainsi définis, sur une période de contrôle s'étendant du 30 juin 2007 au 31 mars 2008, les « transferts » ont représenté un montant d'environ 100 millions d'euros du 25 juillet au 29 août 2007 sur les 105 millions d'euros environ de ces instruments financiers cédés sur cette période ; que pour s'en tenir aux fonds acquéreurs qui ont plus particulièrement intéressé les contrôleurs de l'AMF, les montants acquis ont été de près de 30 millions d'euros pour le fonds Y2, de plus de 10 millions d'euros pour le fonds X1 et de moins d'un million d'euros pour les fonds Y3, Y4 et Y5 ; qu'aux termes de la notification de griefs, à partir du 25 juillet 2007, tous les titres adossés à des créances titrisées (*asset-backed securities*, ci-après « **ABS** ») acquis par les fonds Y2 et X1 résultaient des opérations litigieuses ;

Considérant que la notification de griefs ne remet pas en cause l'intérêt des porteurs du « fonds cédant » ni les conditions dans lesquelles ceux-ci ont été traités ; qu'au titre du premier grief, la notification critique en revanche la décision de la société X d'acquérir par *cross trades* les titres cédés pour le compte d'autres fonds qu'elle gérait, et en particulier les fonds Y2 et X1 ; qu'aux termes de la notification de griefs, « *plusieurs éléments montreraient de manière concordante que les transferts n'auraient été effectués que pour accroître les liquidités du fonds Y1 dans un contexte de marché atrophie et sans tenir compte de l'intérêt des porteurs des fonds acheteurs, dans la mesure où ces titres étaient faiblement liquides et ont été acquis dans un contexte d'incertitude sur leurs prix* » ; qu'elle relève à cet égard en substance que :

- les motivations de la société X pour expliquer l'acquisition des titres ne sont pas cohérentes avec la situation de crise de l'époque ; qu'ainsi, la société X dit n'avoir pas eu l'intention de soutenir le fonds Y1 mais de « *profiter de conditions de marchés dégradées pour renforcer (...) certains actifs décotés* », alors que l'assèchement de la liquidité empêchait de s'assurer de ce que le

cours d'acquisition était effectivement décoté et qu'un sondage sur les titres transférés tend à montrer que le cours n'était pas décoté ou ne l'était que de façon infime ;

- les prix auxquels les « transferts » ont eu lieu ne correspondaient pas à des prix fermes de marché mais à des prix indicatifs « *dans la mesure où la fourniture du prix par l'intermédiaire aurait été rendue possible par la seule concomitance des opérations d'achat et de vente à la demande de la société dans un contexte d'illiquidité du marché* » ; que la notification relève des indices de ce que le prix proposé n'était pas un prix de marché et note que « *les fonds acquéreurs auraient pris un risque en se portant acquéreurs de titres peu liquides, aux prix incertains fixés à partir de la valorisation du fonds cédant et en immobilisant une partie de leur actif de manière durable compte tenu de la faible liquidité de ces titres* » ;
- les « transferts » ont entraîné une augmentation du risque porté par les fonds acquéreurs d'ABS, les ABS ayant d'ailleurs perdu entre 2 % et 5 % de leur valeur sur la période de contrôle, au détriment des porteurs du fonds qui ont demandé le rachat pendant cette période ;
- « *les seules opportunités sur lesquelles ont investi les fonds Y2 et X1 étaient issues de transferts en provenance du fonds Y1 malgré des opportunités induites par les conditions de marché* » pour acquérir d'autres ABS ; que la notification de griefs souligne enfin une apparente contradiction dans les explications de la société X entre d'un côté, la motivation des fonds acquéreurs et d'un autre côté, le moment de détermination de ce prix et la responsabilité des intermédiaires dans la détermination de ce prix ;

Considérant qu'au titre du second grief, la notification de griefs critique la détection et la gestion des conflits d'intérêts lors des opérations litigieuses par la société X et s'appuie pour cela sur les fiches destinées à permettre l'exercice d'un contrôle interne par la direction de la conformité de la société X sur la régularité de chacun des *cross trades* impliquant au moins l'un des fonds entrant dans le champ du contrôle (qu'il s'agisse d'un « fonds cédant » ou « acquéreur »), sur la période du 3 juillet 2007 au 29 août 2007 ; qu'ainsi, elle relève que le signataire des fiches était souvent la même personne pour les deux fonds ou que le gérant d'un fonds approuvait également le transfert en qualité de responsable hiérarchique, que la case « prix » n'avait pas été remplie dans dix des dix-sept fiches examinées et qu'« *aucune fiche n'incluait d'analyse de cours, ce qui peut paraître singulier au regard du contexte de marché rappelé, et aurait même dû faire l'objet d'une vigilance accrue* » ; que la notification de griefs reproche à la société X de ne pas fournir « *d'éléments qui permettraient de montrer que la situation de conflits d'intérêts avait été détectée et que des mesures appropriées avaient été mises en œuvre pour les prévenir et les résoudre équitablement* » ;

#### **1. Sur le premier grief, concernant le respect de l'intérêt exclusif des porteurs**

Considérant, s'agissant des textes législatifs applicables, qu'aux termes de l'article L. 214-3 du code monétaire et financier dans sa rédaction en vigueur à l'époque des faits, « *les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, le dépositaire et la société de gestion doivent agir au bénéfice exclusif des souscripteurs* » ; que ces dispositions ont été remplacées par celles de l'article L. 214-9, qui ne sont pas plus douces ; que l'article L. 214-9 est également applicable aux sociétés de gestion pour les OPCVM non coordonnés qu'elles gèrent, par renvoi de l'article L. 214-24-1 ; que l'article L. 533-4 du même code, applicable antérieurement au 1<sup>er</sup> novembre 2007, était en particulier relatif au respect des règles de bonne conduite par les prestataires de services d'investissement et au devoir de « *se comporter avec loyauté et [d'] agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché* » ; que cet article a été notamment repris depuis aux articles L. 533-1 et L. 533-11 de ce code ;

Considérant, s'agissant du règlement général de l'AMF, que l'article 322-31 applicable à l'époque des faits est visé par la notification de griefs pour ses deux premiers alinéas, concernant l'obligation pour une société de gestion de portefeuille de promouvoir l'intérêt des porteurs des OPCVM gérés et de motiver les opérations qu'elle réalise et leur fréquence « *exclusivement* » par l'intérêt des porteurs ; que si l'article 314-3 du règlement général dans sa rédaction aujourd'hui applicable prévoit seulement que le prestataire de services d'investissement doit agir au mieux de l'intérêt des clients, l'obligation d'agir dans le seul

intérêt des porteurs perdue à l'article L. 214-9 du code monétaire et financier ; que l'article 322-33 du règlement général de l'AMF, dans sa rédaction en vigueur avant le 1<sup>er</sup> novembre 2007, rappelle que la société de gestion doit prévenir les conflits d'intérêts et, le cas échéant, les résoudre dans l'intérêt des porteurs, et qu'elle doit les informer de la façon la plus appropriée de toute situation de conflits d'intérêts ; que la société de gestion doit en particulier « *prendre toutes les dispositions nécessaires, notamment en matière de séparation des métiers et des fonctions, pour garantir l'autonomie de la gestion* » ; qu'enfin est également visé par la notification de griefs l'article 322-36 du même règlement général, qui prévoyait notamment que « *Le choix des investissements, ainsi que celui des intermédiaires, s'effectue de manière indépendante dans l'intérêt des mandants ou des porteurs* » ; qu'à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2007, des dispositions relatives aux conflits d'intérêts figurent aux articles 313-18 et suivants du règlement général de l'AMF ; que les articles 313-23 et 313-24, mentionnés aussi dans la notification de griefs, sont en revanche sans objet en l'espèce ;

Considérant que n'est pas réalisé dans l'intérêt « exclusif » des porteurs, au sens de l'article L. 214-3 cité plus haut, tout investissement dont il est démontré qu'il a pris en compte d'autres intérêts que celui-ci ; qu'en l'espèce, pour que le manquement à l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts des fonds acquéreurs soit caractérisé, il est nécessaire d'établir que la société X (à l'époque société Y) a pris en considération, pour l'opération d'achat de certains au moins des *cross-trades* litigieux, l'intérêt des porteurs du fonds vendeur qui devait faire face à d'importantes demandes de rachat ; qu'il ne s'agit donc pas de se prononcer sur l'opportunité des achetés/vendus simultanés et intermédiés pour le compte de la société X en juillet et août 2007, mais de rechercher, en fonction des circonstances dans lesquelles les acquisitions litigieuses *via cross trades* sont intervenues, si elles ont bien été décidées au seul bénéfice des porteurs des « fonds acquéreurs » ;

Considérant qu'aux fins de savoir si un manquement à l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs est caractérisé, la Commission des sanctions peut s'appuyer sur un ensemble d'éléments convergents pour en déduire que les décisions de gestion litigieuses sont intervenues dans des circonstances telles qu'elles ne trouvent pas leur pleine justification dans la seule prise en compte, par la société de gestion, de l'intérêt de ses clients ;

Considérant d'abord que, contrairement à ce qu'affirme la notification de griefs, la société X n'a pas reconnu que les achetés/vendus litigieux « *sont intervenus dans un contexte d'illiquidité et d'incertitude sur les cours des titres transférés* » ; qu'elle établit au demeurant avoir cédé hors *cross trade* pour le compte du fonds Y1, 4 millions d'euros d'ABS européens, les 25 et 26 juillet 2007 ; que s'il n'est pas contesté, d'une part, que la liquidité du marché des ABS européens était, selon la société mise en cause elle-même « *significativement perturbée* » durant l'été 2007 et notamment à partir du mois d'août 2007, ce qui explique les mesures mises en place par la société X afin de valoriser les actifs du fonds Y1 pour tenir compte de la perturbation des circuits automatisés d'information sur les prix des transactions, et, d'autre part, que dès le 16 août 2007, un document de l'Association française de la gestion financière relevait que la méthode de valorisation « *mark to market* » n'était plus efficiente et que « *les prix actuellement contribués ne sont pas nécessairement des prix de transaction* », la circonstance que le marché des ABS connaissait des difficultés en termes de liquidité et que la société X devait faire face dans ce contexte à d'importantes demandes de rachat de parts du fonds Y1 ne suffit pas à elle seule à établir que la société mise en cause a entendu soutenir le fonds cédant et à caractériser ainsi un manquement à l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts des fonds acquéreurs ; que d'autres éléments doivent donc être pris en considération pour l'appréciation du bien-fondé du grief notifié ;

Considérant qu'il y a lieu de rappeler à cet égard, que si la réalisation de *cross trades* n'est à l'évidence pas un indicateur de liquidité du marché dans la mesure où la contrepartie de marché à laquelle a recours la société de gestion dans ce type d'opération ne supporte aucun risque d'illiquidité puisque la société de gestion qui cède des actifs pour le compte d'un fonds les rachète simultanément à cette contrepartie pour le compte d'autres fonds qu'elle gère, les opérations d'acheté/vendu simultanés et intermédiés pour le compte d'une même société de gestion ne sont pas par elles mêmes contraires à la réglementation et n'interdisent pas, par principe, que la décision de vendre soit prise dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts du « fonds vendeur » et que la décision d'acheter, seule critiquée en l'espèce, soit prise dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts des « fonds acquéreurs » ; que plus encore, il n'y a pas lieu de déduire de la

circonstance que la fourchette de prix communiquée par la contrepartie de marché est une fourchette resserrée que les prix des achetés/vendus simultanés et intermédiés auraient été critiquables ; qu'en effet, cette fourchette resserrée ne consistait pas en la fourchette des prix auxquels la contrepartie serait prête à acheter ou à vendre en prenant à sa charge un risque de liquidité – laquelle a tendance à s'écarter en période de crise – mais correspondait à la rémunération de l'opération de *cross trade* par l'application d'un écart de cours entre l'opération de vente et celle, simultanée, d'achat ; que cette fourchette portant indication de la rémunération de l'opération de *cross trade* envisagée était déterminée par les contreparties auxquelles la société X avait recours après que celles-ci avaient d'abord évalué le prix de l'actif cédé ; que la société de gestion explique à ce propos que les demandes de « cotation » étaient adressées à des personnes bénéficiaires d'une double expertise, d'une part, sur les produits à valoriser, d'autre part, sur le marché de ces produits, de sorte que « *leurs réponses précises à un instant donné, apportées aux requêtes de la société – auxquelles ils étaient libres de ne pas donner suite – ne sont donc pas comparables à des contributions à forte volumétrie que les banques ont pu fournir quotidiennement aux fournisseurs de données* » ; qu'à cet égard, il est établi, notamment par l'attestation écrite de plusieurs contreparties de marché auxquelles la société X avait eu recours, que le prix était déterminé par les traders de ces contreparties et non, contrairement à ce que soutient la notification de griefs, à partir de la valorisation des fonds cédants, qui au demeurant n'est pas critiquée ; que la société X a également montré qu'elle avait le plus souvent interrogé comme à son habitude plusieurs contreparties et que lorsque les prix étaient disparates, comme ils pouvaient l'être à l'époque, la table de négociation de la société X (filiale de la société X en charge de l'activité d'intermédiation), qui informait les gérants des prix communiqués par les contreparties, calculait une moyenne et soumettait le prix retenu à l'une des contreparties qui exécutait l'obligation ; qu'il ressort des attestations des contreparties présentes au dossier, dont le comportement n'a pas été mis en cause, que ces dernières s'assuraient de ce que les prix ne s'éloignaient pas de ce qu'elles considéraient être les prix du marché ;

Considérant ensuite, que replacées dans leurs contextes et lues dans leur intégralité, les déclarations de la société X citées et critiquées par la notification de griefs, en ce qu'elles insistent sur l'importance pour la société de gestion de reconstituer des liquidités à l'actif du fonds Y1 ou sur le souci de celle-ci de faire face aux demandes de rachat, ne permettent pas d'y trouver la motivation de la décision de la société de gestion d'acquérir les produits cédés par le fonds Y1 pour les loger dans l'actif d'autres fonds sous sa gestion ; qu'en effet, elles concernaient la motivation de la décision de cession par *cross trade*, qui n'est pas en cause ; qu'aucun élément ne permet de dire que le comité *ad hoc*, qui s'est réuni à l'été 2007 pour décider que le fonds Y1 devait garder 10 à 20 % de liquidités pour faire face aux rachats, mention qui figure dans les fiches de suivi de la direction de la conformité de la société X, a décidé ou a été informé des opérations de *cross trades* ; qu'il convient en outre de faire la différence entre la défiance des investisseurs face aux produits issus d'opérations de titrisation en général et l'appréciation que la société portait sur la qualité des produits à l'actif du fonds Y1 dont elle fait valoir que la note n'a pas été dégradée pendant toute la période de contrôle ; que la société X montre de surcroît que des fonds qu'elle gérait sont demeurés acquéreurs d'ABS hors *cross trades* en septembre et octobre 2007 alors que la crise s'aggravait ;

Considérant par ailleurs, que si la notation AAA de 65 % des actifs cédés ne suffit pas à établir l'intérêt des porteurs des fonds Y2 et X1 à acquérir ces titres dans la mesure où même des titres très bien notés étaient touchés par la crise de liquidité, la société X a expliqué que l'acquisition de ces ABS n'avait en rien gêné la liquidité globale des portefeuilles et n'empêchait donc pas la sortie des porteurs de parts ; qu'il est à ce propos établi que la part des ABS dans les deux principaux fonds acquéreurs parmi ceux auxquels les contrôleurs se sont plus particulièrement intéressés est restée modérée, passant de 4,16 % à 9,41 % pour le premier, et de 14,05 % à 14,55 % pour le second entre juin et septembre 2007 ; que selon le prospectus du premier, et en fonction de la qualité des titres, le pourcentage d'exposition maximum aux ABS était compris entre 40 % et 100 % de l'actif du fonds et que pour le second, le pourcentage d'exposition maximum était de 50 % ; que la société X fait également valoir que le pourcentage des titres acquis par *cross trade*, dont certains types étaient déjà détenus dans des proportions plus ou moins importantes par ces fonds, a représenté 4,7 % de l'actif du fonds Y2 et 0,9 % de l'actif du fonds X1 ; que s'agissant des fonds Y3, Y4 et Y5, la part des ABS entre juin et septembre 2007 a augmenté de 3 à 5 % environ ; que plus encore, la société X a expliqué précisément sa stratégie d'investissement sur ce point en faisant valoir que « *l'objectif de ces acquisitions n'était donc pas de revendre ces titres à court terme*

*mais de les porter si possible jusqu'à leur terme à tout le moins pendant une durée de temps significative [...] D'où un calibrage de la poche titrisation de nos fonds qui a toujours été conservatrice* » ; que la société de gestion a encore expliqué que « *pour l'essentiel, les titres ont été gardés jusqu'à leur échéance qui avait été choisie en fonction des orientations de gestion de chaque portefeuille* » ; qu'au vu de ces éléments, le risque que, selon la notification de griefs, les fonds acquéreurs auraient pris en acquérant les actifs cédés par *cross trades*, n'est pas établi ; qu'au surplus, l'élément relatif à l'évolution à la baisse de la performance des fonds acquéreurs, entre 2 et 5 % sur une période longue de neuf mois, selon la notification de griefs – chiffres au demeurant contestés en détail par la société X – est indifférent à la caractérisation du grief qui porte sur la régularité de la décision prise par la société de gestion à la date à laquelle elle a été prise, dès lors qu'il n'est ni établi ni même allégué que cette baisse de performance éventuelle résulterait d'un rattrapage à la baisse effectué sur des valeurs d'acquisition trop élevées des ABS ;

Considérant de surcroît que la société X a souligné que certains calculs effectués par la notification de griefs, calculs visant à contester l'intérêt à acquérir les actifs cédés par le fonds Y1 en montrant qu'ils n'avaient pas été acquis à un prix décoté, reposaient sur une erreur de méthode, notamment pour s'être attaché aux seules apparences et n'avoir pas pris en compte le fait qu'à partir du 13 août 2007, les valorisations de l'actif du fonds Y1 ont été revues et étaient précisément actualisées en fonction des prix auxquels se réalisaient les *cross trades* ; que l'autorité de poursuite ne s'est pas davantage expliquée sur cette critique ; que pour d'autres *cross trades*, une décote est constatée, mais son niveau est jugé insuffisant par la notification de griefs, point sur lequel la Commission des sanctions ne saurait ici se prononcer ; qu'en effet, dans les circonstances de l'espèce, cela reviendrait à se prononcer, en dehors de ce qui a été dit plus haut en ce qui concerne la méthode de fixation du prix de ces transactions, sur l'opportunité des décisions de gestion prises à l'été 2007 ; que la société X explique par ailleurs que les fonds Y2 et X1 disposaient à l'époque de liquidités à investir ; qu'ainsi entre fin juin et fin août 2007, l'actif net du fonds Y2 est passé de 578,86 à 617,69 millions d'euros et le fonds a investi un peu moins de 30 millions d'euros dans les ABS cédés par le fonds Y1 ; que le fonds X1, tout en subissant une augmentation des demandes de rachat en juillet et août 2007, a enregistré des remboursements d'ABS pour un montant de 14 millions d'euros et a investi 10,3 millions d'euros en titres de même nature cédés par le fonds Y1 ; que les pourcentages maximums d'exposition de l'actif des fonds aux types d'instruments financiers en cause ont manifestement été respectés ; que plus encore, la société X s'est expliquée en détail sur la raison pour laquelle l'intérêt des porteurs de parts des fonds acquéreurs était d'acheter précisément les actifs cédés par le fonds Y1, alors même que d'une part, le profil des fonds était différent et que, d'autre part, les durées de placement recommandées étaient sensiblement inférieures à la maturité moyenne des actifs acquis ; qu'elle a également rappelé que « *si les fonds gérés par la société avaient acquis cette catégorie de titres auprès d'autres contreparties, le prix aurait été plus élevé (c'est-à-dire en haut de la fourchette et non au milieu)* » ; qu'enfin la société X rappelle qu'il n'est pas surprenant que la décision d'acquérir des titres ait été antérieure au calcul du prix, qui supposait de recueillir les propositions des contreparties, et qu'il demeurerait possible de ne pas traiter si jamais les gérants, qui suivent en permanence le marché, s'apercevaient que le prix déterminé n'était pas satisfaisant ou qu'un tiers proposait une offre plus intéressante ;

Considérant qu'en définitive, au regard de l'ensemble des éléments examinés, il n'est pas démontré que les décisions de la société X d'acquérir par *cross trades* pour le compte de fonds qu'elle gérait des actifs issus d'opérations de titrisation cédés par le fonds Y1, ne peuvent pas trouver leur explication par la prise en compte de l'intérêt exclusif des porteurs de parts des fonds acquéreurs Y2 et X1 ; que le grief tiré d'un manquement à l'obligation pour la société de gestion d'agir au bénéfice exclusif des porteurs, qui n'est pas davantage établi à l'encontre des autres fonds acquéreurs, sera donc écarté ;

## **2. Sur le second grief, concernant la gestion des conflits d'intérêts**

Considérant, s'agissant des textes applicables, que les dispositions de l'article L. 533-4, 6° du code monétaire et financier visé par la notification de griefs et imposant aux prestataires de services d'investissement de s'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, de veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement, ont été remplacées par celles de l'article L. 533-10, qui ne sont pas plus douces ; que les dispositions des articles 322-46 et 322-47 du règlement



général de l'AMF dans leur rédaction applicable à l'époque des faits exigent que l'organisation de la société de gestion d'OCPVM lui permette d'agir avec impartialité au bénéfice exclusif des porteurs et de réduire les conflits d'intérêts en prévoyant que les fonctions susceptibles d'en entraîner soient strictement séparées ; qu'aujourd'hui, des dispositions relatives à l'identification et à la gestion des conflits d'intérêts figurent aux articles 313-18 à 313-22 ; que la mention dans la notification de griefs des articles 313-23 et 313-24 est en revanche sans objet ;

Considérant d'abord que la notification de griefs reproche à la société X de ne pas fournir « *d'éléments qui permettraient de montrer que la situation de conflits d'intérêts avait été détectée et que des mesures appropriées avaient été mises en œuvre pour les prévenir et les résoudre équitablement* » ; que pourtant, comme la notification le relève elle-même, la direction de la conformité de la société X avait rédigé une procédure en date du 11 février 2005 (mise à jour le 28 août 2006) concernant le contrôle des opérations d'arbitrage entre portefeuilles et que la société X notait dans ce document que « *par leur nature même, ces transactions [les cross trades] méritent d'être surveillées, autorisées, documentées et enregistrées* » ; que la procédure impose que la demande d'autorisation précise les portefeuilles concernés, la nature et la quantité de titres traités, la contrepartie de marché avec laquelle l'opération sera traitée et la méthode de détermination du cours appliqué à l'opération d'arbitrage et les motivations de l'opération pour le fonds vendeur et pour le fonds acquéreur ; que force est de constater que les fiches de contrôle sont annexées à des demandes d'autorisation envoyées par les gérants *via* courriel, ce qui permet d'en attester la date, et que la direction de la conformité répond ensuite par courriel à ces demandes d'autorisation ; qu'il n'est pas établi que cette procédure, qui a été respectée, aurait été insuffisante ;

Considérant ensuite, s'agissant de l'identité des gérants ou des responsables hiérarchiques relevée pour certaines opérations par la notification de griefs, que celle-ci n'indique pas en quoi cette identité de personnes résultant de l'organisation du service et des attributions de compétences des différents gérants concernés, poserait un problème par principe ; que si la société X ne nie pas que la situation doive être surveillée, elle explique, d'une part, que la concentration des expertises peut conduire à l'intervention des mêmes spécialistes pour une opération et d'autre part, que l'ensemble des achetés/vendus simultanés ont précisément été soumis à l'accord de la direction de la conformité, rappelant que « *la réglementation n'interdit pas une telle situation* » ; qu'à cet égard, il ne semble pas non plus que par principe, un même gérant ne puisse prendre les décisions d'acheter et vendre pour plusieurs fonds qu'il gère, en estimant qu'il est dans l'intérêt des porteurs de parts du fonds cédant de vendre, eu égard aux caractéristiques du fond cédant et des titres cédés, et dans le même temps qu'il est intéressant pour les porteurs de parts des fonds acquéreurs, d'acheter ces titres, toujours au vu des caractéristiques des fonds acheteurs et des titres achetés ; qu'il faut simplement s'assurer qu'une telle circonstance ne nuise pas au respect des exigences relatives à l'indépendance de la gestion et à l'intérêt des porteurs ;

Considérant enfin s'agissant de l'absence ou de l'insuffisance de certaines mentions dans les fiches de contrôle, point qui intéresse l'appréciation de l'effectivité de la mise en œuvre des procédures élaborées, qu'il ressort, en dépit de certaines imprécisions dans les réponses de la société mise en cause, que la procédure prévoit que soit indiquée la méthode de détermination du prix, sans exiger que le prix soit mentionné, contrairement à ce qu'affirme la notification de griefs ; qu'à ce propos, la société X a contesté à plusieurs reprises qu'il incombait à la direction de la conformité de vérifier le prix dans la mesure notamment où le prix fourni par les contreparties extérieures est communiqué ensuite à la filiale de la société X en charge de l'intermédiation, la table de négociation en informant ensuite le gérant ; qu'en outre, l'argument de la notification de griefs selon lequel le contexte de crise aurait dû inciter à un contrôle des prix par la direction de la conformité n'est pas convaincant, faute d'établir que la direction de la conformité pouvait et devait, au regard des obligations législatives et réglementaires qui s'imposaient à elles, effectuer un tel contrôle sur des prix définis par des tiers ; que le recours à des tiers dans le processus de détermination du prix des *cross trades* peut expliquer également l'absence d'analyse de cours dans les fiches communiquées par les gérants, étant précisé que la notification de griefs ne montre pas non plus en quoi une telle analyse aurait été requise ; qu'au surplus, s'agissant de la brièveté dans l'énoncé des motivations des fonds acquéreurs, tel qu'il figurait sur les fiches de suivi de la direction de la conformité, la société X a répondu que « *le gérant qui communique des informations à la compliance s'engage sur sa réponse qui reflète ses motivations immédiates. C'est bien ce qui s'est passé, c'est cohérent avec l'objectif des fonds. La compliance connaît le profil des fonds et l'on sait que ces ABS*

*pouvaient être recherchés par ces fonds* » ; qu'il a également été indiqué par l'ancien gérant interrogé au cours de l'instruction que « *sur la mention « recherche du papier », cela peut sembler rapide mais comme nous étions dans un processus normé, il était clair en interne que le fonds acheteur était en période d'investissement et donc que dans son processus, il recherchait des opportunités de placement* » ; que si, contrairement cette fois aux exigences de la procédure interne, l'identité de l'intermédiaire et le processus de détermination du prix ne sont pas décrits dans les demandes d'autorisation adressées à la direction de la conformité par les gérants, ces circonstances n'apparaissent pas permettre de caractériser un manquement, dans la mesure où l'étude des documents fournis par la société X montre que tant le processus de détermination du prix de chaque opération de *cross trade*, qui passait par l'interrogation d'une ou plusieurs contreparties, que l'identité de la contrepartie choisie (et, au demeurant, le prix de l'opération) faisaient l'objet d'un suivi détaillé par la société de gestion ; que, de manière générale, il résulte de l'instruction que la procédure relative à la détermination des prix de transaction a été respectée, en dépit de ce qu'il en a été incomplètement rendu compte par écrit à la direction de la conformité, dont l'attention a été cependant suffisamment attirée sur chacune des opérations litigieuses, pour lesquelles elle pouvait par suite exiger la communication d'informations complémentaires avant de fournir sa réponse ;

Considérant en conséquence, qu'il n'est pas établi que les insuffisances relevées constituent une violation des articles visés par la notification de griefs ;

#### **SUR LA PUBLICATION**

Considérant que l'article L. 621-15 du code monétaire et financier prévoit que « *la décision de la Commission des sanctions est rendue publique (...). Toutefois, lorsque la publication risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause, la décision de la commission peut prévoir qu'elle ne sera pas publiée* » ; que rien ne s'oppose à la publication de la présente décision dans des conditions propres à assurer l'anonymat de la société mise en cause ;

#### **PAR CES MOTIFS,**

**Et après en avoir délibéré sous la présidence de M. Jean-Claude Hassan, par Mme Marie-Hélène Tric et MM. Bernard Field, Pierre Lasserre et Guillaume Jalenques de Labeau, membres de 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance,**

#### **DECIDE DE :**

- mettre hors de cause la société X ;
- publier la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers dans des conditions propres à assurer l'anonymat de la société mise en cause.

A Paris, le 10 août 2012

La Secrétaire de séance  
Anne Vauthier

Le Président  
Jean-Claude Hassan

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