

N° 363327

Président de l'Autorité des marchés financiers

6^{ème} et 1^{ère} sous-sections réunies

Séance du 3 mars 2014

Lecture du 24 mars 2014

CONCLUSIONS

Mme Suzanne von COESTER, rapporteur public

Le présent litige porte sur des opérations réalisées par une société de gestion de portefeuille, la société Amundi anciennement Crédit Agricole Asset Management, pendant la crise de liquidité, en 2007-2008.

Un rapport de contrôle a été établi le 16 octobre 2008 par les services de l'AMF, suivi d'un contrôle diligenté en mai 2009 pour clarifier les conditions de réalisation d'opérations dites de cross-trade, c'est-à-dire de cessions de titres entre des fonds tous gérés par la même société : celle-ci acquiert, pour le compte d'un fonds acheteur dont elle gère le portefeuille, des titres détenus par un fonds vendeur également géré par elle.

Ces opérations simultanées d'achat et de vente sont réalisées par une contrepartie de marché, tierce par rapport à la société de gestion.

L'intérêt d'une telle opération réside dans le fait qu'elle permet d'économiser la prime de risque qui serait normalement exigée pour rémunérer le risque de liquidité, puisque la contrepartie qui achètera un titre au fonds vendeur sait avec certitude qu'elle le revendra immédiatement au fonds acheteur.

En l'espèce, il s'agissait de titres dits « asset backed securities » ou ABS, c'est-à-dire des titres adossés à un portefeuille d'actifs sous-jacents. Les opérations contrôlées portaient sur un transfert de titres à l'été 2007 et jusqu'en mars 2008 depuis le fonds CAAM TRESO ABS vers deux fonds généralistes, CAAM TRESO 1 an (pour 27,6M€) et Portfolio Monindex (pour 10,3 M€).

Ces opérations se sont tenues dans un contexte de crise de liquidité, alors que CAAM TRESO ABS faisait face à une forte demande de rachat de ses titres, du fait de la contagion sur le marché européen du mouvement de défiance qui touchait alors les ABS américains.

L'AMF a donc suspecté Amundi d'avoir suscité une vente de titres de ce fonds en interne, pour le mettre en mesure de faire face aux demandes de rachat. Elle lui a notifié des griefs le 2 juin 2010, lui reprochant d'avoir manqué à ses obligations en matière de gestion

des conflits d'intérêt et surtout à son obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des porteurs des titres des fonds acquéreurs.

Par une décision du 10 août 2012, la commission des sanctions a estimé que ces manquements n'étaient pas caractérisés, conformément aux conclusions du rapporteur. C'est la décision attaquée par le président de l'AMF sur le fondement de l'article L.621-30 du code monétaire et financier (et l'un de ses premiers recours). Il vous demande d'annuler cette décision de la commission des sanctions et de condamner la société Amundi à une sanction de 150.000 euros, à publier.

A l'appui de sa requête, le président de l'AMF reprend les deux griefs développés devant la commission des sanctions, que vous examinerez au titre de votre contrôle de plein contentieux.

Le premier est tiré de l'atteinte aux intérêts des fonds acquéreurs, en violation des dispositions de l'article L.214-3 (devenu L.214-9) du code monétaire et financier et de l'article 314-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui prescrivent aux sociétés de gestion de portefeuille d'agir « dans le seul intérêt des porteurs de parts », pour servir « au mieux l'intérêt des clients ». Vous n'avez jamais eu à faire application de ces dispositions, mais elles ont donné lieu à un assez grand nombre de décisions de la commission des sanctions. Celle-ci l'interprétait d'abord de façon pour le moins stricte, comme interdisant tout investissement « dont il est démontré qu'il a pris en compte d'autres intérêts que l'intérêt exclusif des porteurs de parts » (AMF, 30 sept. 2010, *Sté A* ; 20 mars 2013, *société 123 Venture* ; 20 déc. 2012, *Sté OFI Asset Management et alii* ; 7 oct. 2011, *SGAM*). Elle a toutefois récemment nuancé cette interprétation, avec raison nous semble-t-il, en précisant qu'une opération peut légalement servir des intérêts convergents : ce qui doit être interdit, ce n'est pas la prise en compte de tout intérêt autre que celui des porteurs de parts, mais seulement la prise en compte « d'intérêts concurrents, divergents ou antagonistes », selon la formule retenue dans une décision du 30 avril 2013, *Société Viveris Management*. S'agissant de la jurisprudence judiciaire, la Cour de cassation juge qu'un manquement à cette obligation est caractérisé par « une gestion fondée sur un intérêt autre que celui des souscripteurs » (Ch. com., 25 janv. 2000, n° 98-13202), ce qui exempté nous semble-t-il les situations dans lesquelles la gestion a bien été fondée sur l'intérêt des souscripteurs, fût-il convergent avec celui de tiers. C'est la lecture que nous vous proposons de retenir.

En l'espèce, c'est une même société qui servait à la fois les intérêts du fonds vendeur et ceux du fonds acheteur, ce qui n'est pas sans susciter d'emblée une certaine perplexité sur sa capacité à servir de façon simultanée des intérêts a priori divergents.

Le président de l'AMF soutient ainsi que l'opération d'achat des titres ABS n'aurait pas tenu compte de l'intérêt des porteurs des fonds acheteurs, dans la mesure où ces titres étaient faiblement liquides et acquis dans un contexte de fortes incertitudes sur leur prix, ce qui aurait contribué à un accroissement du risque supporté par les fonds acquéreurs. Il soutient par ailleurs que le prix d'acquisition correspondant à une moyenne de prix était nécessairement supérieur à ce que le fonds acquéreur aurait pu trouver sur le marché.

Mais la décision de la commission des sanctions, fort longuement motivée, répond de façon convaincante sur ces points.

Il faut d'abord préciser que si le prix fixé correspond en effet à une moyenne des prix proposés sur le marché, cela n'est pas au détriment du fonds acquéreur – même si cela peut a priori sembler contre-intuitif.

Les titres ABS font en principe l'objet de transactions de gré à gré, ils ne s'échangent pas comme les actions sur des marchés réglementés. Des banques animent le marché des ABS, en affichant pour chaque titre un prix acheteur, dit « bid », et un prix vendeur, dit « ask ». Plus le marché est stable et liquide, plus l'écart entre ces deux prix, qui équivaut au montant de la prime de risque, sera faible.

L'intérêt d'opérations entre des fonds gérés par la même société est comme nous l'avons dit de supprimer complètement le risque d'illiquidité : il s'en suit que le prix de transaction se situera au milieu de la fourchette, dit « mid ». Ce prix est plus élevé, pour le fonds vendeur, que le prix bid affiché par la contrepartie et plus faible que son prix « ask » pour l'acheteur.

Ainsi, une opération de cross trade peut permettre d'obtenir le meilleur prix à la fois pour le fonds vendeur et pour le fonds acheteur, en ce qu'il permet à chacun d'économiser la moitié de la prime de risque d'illiquidité – sans compter des frais de transaction réduits par rapport à une opération externe.

Le fait qu'il s'agisse d'une moyenne de prix n'obère en rien ce gain pour le fonds acheteur : il ne s'agit pas d'une moyenne des prix « ask » proposés par les vendeurs sur le marché (cas dans lequel il serait en effet plus intéressant pour l'acheteur d'acheter au prix le plus bas de la fourchette des prix constatés) ; il s'agit de la moyenne des moyennes des prix acheteur et vendeur de chaque contrepartie. Cette moyenne résulte de la confrontation de leurs offres de fourchettes, pour désigner la contrepartie dont l'offre est la plus proche de cette moyenne. Elle a pour seul objet de choisir la contrepartie qui réalisera l'opération de transfert. La perte qui peut en résulter pour le fonds acheteur, par comparaison avec l'offre d'une autre contrepartie, sera vraisemblablement très minime par rapport à l'économie de la prime de risque correspondant à la moitié de l'écart entre les prix acheteur et vendeur.

En l'espèce, et en dépit des apparences, le choix de procéder à cette opération ne paraît pas uniquement déterminé par le souhait de la société Amundi de renflouer le fonds CAAM TRESO ABS. La société a certes vendu un nombre massif de titres de ce fonds sur le seul mois d'août 2007, de l'ordre de plus de 100 M€, dans un contexte de perte de liquidité. Mais il résulte de l'instruction menée par la commission des sanctions que l'acquisition de tels titres se trouvait correspondre au choix stratégique des deux fonds acquéreurs, qui disposaient alors de liquidités à investir et souhaitaient acquérir des titres ABS, non pour les revendre à court terme, mais pour les porter jusqu'à leur terme, ou à tout le moins pendant une durée de temps significative. C'est bien ce qui a été fait, puisqu'ils ont pour la plupart été conservés jusqu'à leur maturité. Les titres ABS étaient en effet conformes aux conditions de placement exigées par ces fonds, et c'est d'ailleurs parce que nombre de ceux qu'ils détenaient déjà venaient à échéance qu'ils disposaient d'excès de liquidités à placer à l'été 2007 (110 M€ pour CAAM TRESO 1 an et 41 M€ pour Portfolio Monindex). Or, les opérations de transfert ou cross-trade sont encore plus intéressantes, comparativement au recours au marché, dans un contexte de perte de liquidité, puisqu'elles permettent d'économiser une prime de risque qui est d'autant plus importante que les incertitudes sont fortes. La commission des sanctions a en outre relevé que les fonds acquéreurs connaissaient

bien les caractéristiques de ces ABS et leur qualité. Ils en détenaient déjà avant les opérations d'août 2007 et ils ont continué à en acquérir postérieurement. Ils ont d'ailleurs acquis d'autres titres ABS européens sur le marché, hors transferts internes, dans la mesure des seuils de détention d'ABS fixés par leurs prospectus.

Aucun de ces éléments n'est sérieusement mis en cause par le président de l'AMF dans son recours, qui se borne à dénoncer l'incidence des ABS sur la performance des fonds acquéreurs, qui aurait baissé de 2 à 5% sur la période contrôlée. Mais ce chiffre même est contesté, alors que la commission des sanctions relève que 65% des encours concernaient des titres notés AAA et que la note des ABS acquis n'a nullement été dégradée pendant la période de contrôle.

Bien sûr, nous n'avons pas de certitudes sur les motivations de la société Amundi, et il serait illusoire d'espérer en avoir. Ce n'est qu'au moyen d'un faisceau d'indices, comme en matière de manquement d'initié (30 décembre 2010, *T...*, n° 326986, au recueil) ou de manipulation de cours (20 mars 2013, *T...*, n° 356476, aux tables), que vous pourriez caractériser un manquement à l'obligation d'agir dans l'intérêt des porteurs de parts des fonds acquéreurs et censurer pour ce motif l'appréciation de la commission des sanctions ; or les indices concordants manquent en l'espèce nous semble-t-il.

Il est certain qu'il était de l'intérêt du fonds vendeur de céder des titres ABS. Mais cet intérêt n'est nullement incompatible avec le fait qu'il était de l'intérêt des porteurs de parts des fonds acquéreurs d'acquérir ces titres, qu'ils recherchaient, par transfert interne et à un prix plus intéressant que celui auquel ils auraient pu les acheter sur le marché. En l'espèce, le prix a été fixé selon le mécanisme que nous vous avons présenté, à partir d'une table de négociation composée de banques de premier plan.

Rien ne permet de mettre en doute la sincérité des prix issus de la table de négociation et la prise en compte du contexte de marché, étant entendu que la décote des titres a bien été intégrée. Les auditions menées par la commission des sanctions le confirment. Dès lors, il était de l'intérêt de l'acquéreur d'acheter les titres au prix mid, nécessairement inférieur au prix ask des vendeurs sur le marché.

Reste le second moyen de la requête, tiré du manquement de la société à ses obligations en matière de gestion des conflits d'intérêts. Ce moyen semble très proche du premier mais renvoie aux dispositions prises en termes d'organisation interne, pour prévenir les conflits d'intérêts, ainsi que l'exige le code monétaire et financier. Le président de l'AMF soutient que les procédures effectivement mises en place au sein de la société pour traiter les opérations d'arbitrage entre portefeuilles distincts n'ont pas été correctement respectées.

Cette procédure prévoit une autorisation préalable de l'opération par la direction de la conformité et des outils de surveillance, avec une documentation et un enregistrement des transferts de titres entre fonds. Ces documents doivent comporter un certain nombre d'informations (nature et quantité de titres traités, motif de l'opération, identité de la contrepartie de marché, méthode de détermination du cours, ...). Il est indéniable qu'en l'espèce, des insuffisances ont été constatées, avec notamment l'absence de mention du prix de transfert et du mode de détermination de ce prix dans les informations portées sur les formulaires communiqués à la direction de la conformité.

De là à sanctionner la société pour manquement à ses obligations de prévention des conflits d'intérêt, il y a un pas que la commission des sanctions n'a pas jugé justifié, au terme d'une appréciation que nous partageons.

A supposer que les informations aient dû figurer dans ces documents (Amundi le conteste s'agissant du prix, de toutes façons déterminé ex-post par la table de négociations composée de contreparties extérieures à la société), la procédure mise en place n'implique pas que tout écart révèle un manquement à la prévention des conflits d'intérêts, alors qu'il n'est pas contesté que toutes les opérations en cause ont bien été soumises à l'aval de la direction de la conformité. La méthode de détermination des prix était en l'espèce bien connue, s'agissant du recours à une table de négociations, et l'identité de la contrepartie de peu d'utilité, puisqu'elle résultait de la confrontation des prix mid proposés à la table de négociation. Le fait que la même personne ait pu signer pour différents fonds n'est pas non plus une infraction en soi, et a bien été porté à la connaissance de cette direction. Enfin, s'agissant du motif de l'opération d'acquisition, la mention « recherche de papiers » peut sans grand effort être retenue comme suffisamment claire.

Nous ne pensons donc pas devoir censurer en l'espèce l'appréciation de la commission des sanctions, lorsqu'elle conclut « que la procédure de détermination des prix a été respectée, même s'il en a été incomplètement rendu compte par écrit. L'attention de la direction de la conformité a été suffisamment attirée sur chacune des opérations litigieuses. »

Une autre branche du moyen porte sur le reproche fait à Amundi d'avoir renoncé à contrôler la détermination du prix proposée par la table de négociations, formée de contreparties qui ne prenaient eux-mêmes aucun risque, puisqu'ils étaient assurés de lui revendre immédiatement les titres qu'ils lui achetaient. Mais nous ne croyons pas qu'il était du rôle de la direction de la conformité de s'immiscer dans les négociations à la table des contreparties, qui sont justement censées décider de façon tout à fait indépendante, la détermination du prix par la table de négociations étant la garantie de son objectivité.

PCMNC au rejet de la requête et à ce que l'Autorité des marchés financiers verse la somme de 3000 euros à la société Amundi au titre des dispositions de l'article L.761-1 du code de justice administrative.