



## La Commission des sanctions

### COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 6 du 28 avril 2021

Procédure n° 19-10

Décision n° 6

#### Personnes mises en cause :

- La société DIANA HOLDING  
Dont le siège social est situé dans les bureaux administratifs du Domaine Zniber, Ait Harzallah, province d'El Hajeb Tafi à Meknès (Maroc)  
Prise en la personne de son représentant légal, Mme Rita ZNIBER  
Ayant élu domicile chez Me Franck Martin Laprade du cabinet Jeantet, 11 rue Galilée à Paris (75116)
- Mme Rita ZNIBER  
Née le [...] à [...]  
Domiciliée [...]  
Ayant élu domicile chez Me Franck Martin Laprade du cabinet Jeantet, 11 rue Galilée à Paris (75116)
- M. Serge HERINGER  
Né le [...] à [...]  
Domicilié [...]  
Ayant élu domicile chez Me Franck Martin Laprade du cabinet Jeantet, 11 rue Galilée à Paris (75116)
- La société DF HOLDING  
Dont le siège social est situé 34-38 avenue de la Liberté à Luxembourg (Grand-Duché de Luxembourg)  
Prise en la personne de son représentant légal, M. Gilles Martignac
- La société Compagnie Financière Européenne de Prises de Participation  
Dont le siège social est situé 85 rue de l'Hérault à Charenton-le-Pont (94220)  
Ayant élu domicile chez Me Nicolas Mennesson du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier, 69 avenue Victor Hugo à Paris (75116)

La 2<sup>ème</sup> section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, « **AMF** ») :

- Vu le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et notamment ses articles 3, 7, 8, 9, 10, 14 et 19 ;
- Vu le code monétaire et financier et notamment ses articles L. 621-15, L. 621-18-2, R. 621-43-1 ;
- Vu le règlement général de l'AMF et notamment ses articles 223-22, 223-23, 621-1, 622-1 et 622-2.



Après avoir entendu au cours de la séance publique du 26 mars 2021 :

- M. Christophe Lepitre, en son rapport ;
- Mme Virginie Adam, représentant le collège de l'AMF ;
- Me Martin Laprade, avocat du cabinet Jeantet, représentant Mme Zniber, la société Diana Holding, dont cette dernière est le président directeur général et M. Heringer ;
- DF Holding, représentée par M. Martignac, son représentant légal et assistée par son conseil Me Pons-Henry, avocat du cabinet Gide Loyrette Nouel ;
- COFEPP, représentée par M. Cayard, son représentant légal et assistée par son conseil Me Mennesson, avocat du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier.

Les mis en cause ou leurs conseils ayant eu la parole en dernier.

## **FAITS**

Marie Brizard Wine & Spirits (ci-après, « **MBWS** ») est une société anonyme à conseil d'administration spécialisée dans les vins et spiritueux, dont les actions sont cotées sur le compartiment B d'Euronext Paris depuis 1997. M. Jean-Noël Reynaud était le directeur général de MBWS à l'époque des faits.

Au 31 décembre 2014, le capital social de MBWS était composé de 26 486 482 actions. A cette date, MBWS avait procédé à plusieurs émissions de bons de souscription d'actions (ci-après, « **BSA** »), et notamment des BSA attribués à des actionnaires historiques (ci-après, « **BSA Actionnaire 2** ») et des BSA émis au profit de porteurs d'obligations subordonnées (ci-après, « **BSA OS** »), ainsi qu'à une émission de bons de souscription d'actions remboursables.

Le 16 septembre 2014, Mme Rita Zniber, président-directeur général de la société de droit marocain Diana Holding, spécialisée dans l'industrie agroalimentaire, a été nommée au conseil d'administration de MBWS. Diana Holding était à cette époque l'actionnaire majoritaire de MBWS.

Le 24 octobre 2014, M. Serge Heringer, représentant et expert de Diana Holding, a été désigné comme invité permanent sans voix délibérative au conseil d'administration et au comité d'audit de MBWS.

Le 16 décembre 2014, MBWS a communiqué son plan stratégique « *Back in the Game 2018* » (ci-après, « **BIG 2018** ») devant permettre au groupe d'afficher en 2018 un chiffre d'affaires compris entre 420 et 460 M€ et un EBITDA compris entre 50 et 70 M€.

Le 13 février 2015, MBWS a confirmé son objectif d'un EBITDA au second semestre 2014 « *au moins égal à celui du premier semestre 2014 (1,9 M€)* ».

Entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, Diana Holding a acquis 1 050 000 actions MBWS ainsi que 30 000 BSA Actionnaire 2.

Le 12 mai 2015, à l'occasion de la communication de ses résultats annuels, MBWS a annoncé un EBITDA 2014 de 5,2 M€.

Le 13 mai 2015, DF Holding, société de droit luxembourgeois appartenant au groupe Castel, spécialisée dans le commerce viticole et la brasserie, a acquis 1 500 000 actions MBWS.

Le 30 juin 2015, DF Holding et M. Jean-Pierre Cayard, président du directoire de la société Compagnie Financière Européenne de Prises de Participation (ci-après, « **COFEPP** »), maison mère du groupe de vins et spiritueux La Martiniquaise, ont été nommés au conseil d'administration de MBWS.

Le 19 novembre 2015, Diana Holding a acquis 1 000 000 de BSA OS de MBWS.

Le 23 novembre 2015, MBWS a confirmé la revue à la hausse de ses objectifs financiers pour 2018.



Le 22 mai 2017, COFEPP a été cooptée en tant que nouvel administrateur de MBWS et, les 24 et 25 août 2017 elle a acquis respectivement 63 300 et 34 311 actions MBWS.

Le 20 septembre 2017, MBWS a publié ses résultats consolidés du 1<sup>er</sup> semestre 2017.

## **PROCÉDURE**

Le 27 août 2015, le secrétaire général de l'AMF a décidé de l'ouverture d'une enquête portant sur « *l'information financière et le marché du titre MARIE BRIZARD WINE & SPIRITS (FR0000060873), à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015* », enquête étendue « *à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2014* » par décision du 17 juin 2016.

Le 17 janvier 2019, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à Diana Holding, DF Holding, Mme Zniber, M. Heringer et COFEPP des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

COFEPP a présenté des observations en réponse le 8 février 2019 et Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer le 18 février, tandis que DF Holding, ayant bénéficié d'une prolongation du délai qui lui était initialement imparti, a déposé ses observations en réponse le 15 mars 2019.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 6 juin 2019.

La commission spécialisée n° 2 du collège de l'AMF a décidé, le 20 juin 2019, de notifier des griefs à Diana Holding, Mme Zniber, M. Heringer, DF Holding et COFEPP et les notifications de griefs leur ont été adressées par lettres du 14 octobre 2019.

Il est reproché à Diana Holding :

- l'utilisation de deux informations privilégiées, la première relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 et la seconde relative à l'actualisation du plan stratégique BIG 2018 revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ; et
- l'absence de déclaration à l'AMF des opérations réalisées sur le titre MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

Il est reproché à Mme Zniber :

- l'utilisation des deux informations privilégiées précitées, en méconnaissance des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ; et
- la recommandation à DF Holding d'investir dans MBWS sur la base de l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015, en méconnaissance des dispositions de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF.

Il est reproché à M. Heringer d'avoir communiqué à DF Holding l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 ou, à tout le moins, d'avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS sur la base de cette information, en méconnaissance des dispositions de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF.



Il est reproché à DF Holding :

- l'utilisation de l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 ou, à tout le moins, la tentative d'utilisation de cette information, en méconnaissance des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ; et
- l'absence de déclaration à l'AMF d'opérations réalisées sur le titre MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

Enfin, il est reproché à COFEPP :

- l'acquisition de titres MBWS pendant une période de fenêtre négative, en méconnaissance des dispositions de l'article 19.11 du règlement MAR ; et
- l'absence de déclaration à l'AMF d'opérations réalisées sur le titre MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 14 octobre 2019 à la présidente de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 23 octobre 2019, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Christophe Lepitre en qualité de rapporteur.

Par lettres du 29 octobre 2019, Diana Holding, Mme Zniber, M. Heringer, COFEPP et DF Holding ont été informés, par M. Lepitre, de sa désignation puis, par lettres du 13 novembre 2019, il leur a été indiqué qu'ils disposaient d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander sa récusation dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du code monétaire et financier.

Le 16 décembre 2019, Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer ont présenté des observations en réponse à la notification de griefs, tandis que COFEPP et DF Holding, ayant bénéficié d'une prolongation du délai qui leur était initialement imparti, ont communiqué leurs observations en réponse respectivement le 31 décembre 2019 et le 10 janvier 2020.

Par lettres du 18 mai 2020, le rapporteur a convoqué Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer en audition. Ces derniers ont indiqué être empêchés en raison de leur résidence au Maroc et de la crise sanitaire liée à l'épidémie de COVID-19. En remplacement et avec leur accord, des questionnaires écrits leur ont été transmis par lettres du 25 juin 2020, auxquels ils ont répondu le 6 juillet 2020.

COFEPP et DF Holding, représentées par M. Jean-Pierre Cayard et M. Gilles Martignac, ont été entendues par le rapporteur respectivement les 26 et 30 juin 2020, et, à la suite de leur audition, ont communiqué des éléments complémentaires respectivement les 10 et 6 juillet 2020.

Le rapporteur a déposé son rapport le 30 juillet 2020. Par lettres du même jour, auxquelles était joint le rapport du rapporteur, Mme Zniber, M. Heringer, Diana Holding, COFEPP et DF Holding ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions devant se tenir le 16 octobre 2020 et informés qu'ils disposaient d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.



Par lettres du 15 septembre 2020, COFEPP, Diana Holding, M. Heringer, Mme Zniber et DF Holding ont été informés de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 16 octobre 2020 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, conformément aux articles R. 621-39-2 à R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres.

Des observations en réponse au rapport du rapporteur ont été déposées le 14 août 2020 par Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer, tandis que COFEPP et DF Holding, ayant bénéficié d'une prolongation du délai qui leur était initialement imparti, ont communiqué leurs observations en réponse le 31 août 2020.

Par lettre du 5 octobre 2020, Mme Zniber et M. Heringer ont indiqué, au vu de l'évolution de l'épidémie de COVID-19, leur impossibilité de participer à l'audience du 16 octobre 2020 et ont sollicité un report de celle-ci à une date ultérieure, une participation par visioconférence ou une représentation par leur conseil.

Par lettre du 8 octobre 2020, la présidente de la commission des sanctions a indiqué que la séance était maintenue à la date prévue, que la visioconférence était impossible et que la meilleure solution était, comme ils le proposaient eux-mêmes, de donner mandat plein et entier à leur conseil.

Par lettre du 9 octobre 2020, le conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer a réitéré sa demande de report, faisant valoir que « *les conditions sanitaires actuelles (qui font l'objet de mesures très strictes au Maroc) interdisent [à Mme Zniber] tout déplacement à Paris en ce moment* » et, sans mentionner à nouveau la possibilité de représenter ses clients, a sollicité, *a minima*, la tenue d'une séance par visioconférence en raison notamment du souhait de Mme Zniber de participer personnellement à la séance.

Par lettre du 13 octobre 2020, après avoir rappelé la proposition initiale de Mme Zniber et de M. Heringer, finalement abandonnée, d'être représentés par leur conseil, la présidente de la commission des sanctions a informé le conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer du report de la séance « *à titre exceptionnel* », dès lors que la représentation des mis en cause par leur conseil n'était désormais « *plus envisageable et compte tenu de l'impossibilité pour [Mme Zniber et M. Heringer] de se rendre en France* ».

Par lettres du même jour, adressées à chacun des mis en cause, le secrétariat de la commission a indiqué que la séance ne pourrait avoir lieu le 16 octobre 2020 « *en raison d'une demande du conseil de la société Diana Holding, de Madame Rita Zniber et de Monsieur Serge Heringer [...] du 9 octobre 2020* ».

Par lettre du 30 octobre 2020, le conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer a transmis à la présidente de la commission des sanctions deux arrêts rendus par la Cour de cassation le 14 octobre 2020 invalidant la saisie documentaire réalisée le 25 avril 2017 par les enquêteurs dans les locaux de MBWS et a demandé à ce qu'il lui soit indiqué « *la suite qui sera éventuellement réservée, au cas d'espèce, à la procédure* ».

Par lettres du 29 janvier 2021, les mis en cause ont été convoqués à la séance de la commission du 26 mars 2021.

Par lettre du 9 février 2021, le conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer a sollicité un sursis à statuer « *tant que [sa] cliente ne pourra pas se rendre en France dans des conditions sanitaires satisfaisantes et que la cour d'appel de Paris n'aura pas statué* », précisant que les frontières marocaines étaient à nouveau fermées et qu'il estimait que le dossier n'était « *absolument pas en état* ».

Par lettre du 15 février 2021, la présidente de la commission des sanctions a répondu en indiquant que « *la question d'un report de séance en raison des restrictions de déplacement liées à la situation sanitaire doit être examinée à une date plus proche de la séance compte tenu de l'évolution possible des règles en la matière* ».

Le 15 février 2021, le représentant du collège a déposé des observations écrites sur les conséquences sur la présente procédure des arrêts rendus par la Cour de cassation le 14 octobre 2020.

Le 25 février 2021, Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer ont déposé des observations en réponse à celles déposées par le représentant du collège.



Par lettre du 19 mars 2021 adressée au conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer, la présidente de la commission des sanctions, après avoir constaté qu'aucun justificatif de l'impossibilité de se rendre à la séance n'avait été produit et indiqué que les conditions en vigueur permettaient l'entrée sur le territoire français de citoyens de pays non membres de l'Union Européenne en cas de motif impérieux, a confirmé le maintien de la séance prévue le 26 mars 2021.

Le jour même, ce conseil a, dans un courrier adressé à la présidente de la commission des sanctions, répondu que Mme Zniber « *serait [...] dans l'impossibilité d'assister physiquement à cette audience compte tenu des restrictions sanitaires en vigueur* » et sollicité en conséquence son report « *à une date où [sa] cliente pourra voyager sans mettre sa santé en danger* »

Par lettre du 22 mars 2021, la présidente de la commission des sanctions a confirmé le maintien de la séance prévue le 26 mars 2021.

Par courriel du 22 mars 2021, le conseil de Diana Holding, de Mme Zniber et de M. Heringer a produit trois documents en précisant que ceux-ci n'avaient pas été versés au dossier par les enquêteurs.

Par courriel du 23 mars 2021, le conseil de Mme Zniber a produit un certificat médical daté du 19 mars 2021 qui « *confirme que [l'] état de santé [de Mme Zniber] ne lui permet toujours pas de prendre l'avion et ce pour une durée indéterminée* ».

Par courriel du 25 mars 2021, le conseil de Mme Zniber a indiqué que « *compte tenu des montants de sanction réclamés par le représentant du collège, [il réitérait] de plus fort sa demande d'ajournement, car Mme Zniber insiste pour assister en personne à l'audience qui statuera sur sa culpabilité ou son innocence à défaut de pouvoir y participer par visioconférence* ».

En tout état de cause, il a demandé également le huis clos, « *afin de limiter les risques d'une médiatisation immédiate de ces montants, laquelle serait susceptible d'avoir un fort retentissement au Maroc, où ce dossier est diplomatiquement sensible, au vu du rôle économique de premier plan tenu par le groupe familial Zniber, sachant que la Caisse de dépôt et de gestion (CDG) [...] y est investie à hauteur de 37 millions d'euros en qualité d'actionnaire minoritaire (22 %) de l'une de ses principales filiales* ».

Considérant que la demande de huis clos ne correspondait pas aux cas prévus par l'article L 621.15 IV *bis* du code monétaire et financier, la présidente de la commission des sanctions n'a pas interdit au public l'accès à la salle.

## **MOTIFS DE LA DÉCISION**

1. Avant toute défense au fond, le conseil représentant Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer a réitéré sa demande d'ajournement et demandé à ce que les éléments résultants directement ou indirectement de la saisie du 25 avril 2017 soient retirés des débats, en particulier les échanges de mail du 15 mars 2017.
2. Il lui en a été donné acte.
3. La commission des sanctions a décidé que les demandes de sursis à statuer et de retrait des débats de pièces seraient examinées avec le fond du dossier.

### **I. Sur les conséquences de l'invalidation d'une partie de la saisie réalisée au cours de la visite domiciliaire diligentée au siège de MBWS le 25 avril 2017**

4. Par ordonnance du 19 avril 2017, le juge des libertés et de la détention du tribunal de grande instance de Créteil a autorisé les enquêteurs à effectuer une visite domiciliaire au siège de MBWS, à l'occasion du prochain conseil d'administration de la société annoncé comme devant se tenir le 25 avril 2017 ainsi qu'à procéder à la saisie de toute pièce ou document utile à la manifestation de la vérité et susceptible de caractériser la communication et/ou l'utilisation d'une information privilégiée, et ce, quels qu'en soient la nature et le support et notamment des téléphones portables des représentants de Diana Holding au conseil d'administration de MBWS (Mme Zniber, M. Heringer et M. Belghiti) et de DF Holding.

5. Saisi des recours formés par Mme Zniber et M. Belghiti contre cette ordonnance, le magistrat délégué du premier président de la cour d'appel de Paris l'a confirmée en toutes ses dispositions, par deux ordonnances du 4 avril 2018, et a déclaré régulières les opérations de visite et de saisie réalisées le 25 avril 2017.
6. Sur les pourvois formés par Mme Zniber et M. Belghiti contre les deux ordonnances du délégué du premier président de la cour d'appel de Paris, la chambre commerciale de la Cour de cassation, par deux arrêts du 14 octobre 2020 (n°18-15.840 et n°18-17.174), a dit que « seuls sont saisissables les documents et supports d'information qui appartiennent ou sont à la disposition de l'occupant des lieux, soit la personne qui occupe, à quelque titre que ce soit, les locaux dans lesquels la visite est autorisée, à l'exclusion des personnes de passage au moment de la visite domiciliaire, ce passage serait-il attendu », et que la simple présence de Mme Zniber et M. Belghiti au siège social de MBWS le jour de la visite des enquêteurs ne leur conférerait pas la qualité d'occupants des lieux au sens de l'article L. 621-12 du code monétaire et financier, de sorte que le premier président de la cour d'appel avait violé les dispositions de cet article et celles de l'article 8 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales sur le droit au respect de la vie privée et familiale.
7. En conséquence, la Cour de cassation a cassé et annulé en toutes leurs dispositions ces ordonnances, remettant l'affaire et les parties dans l'état où elles se trouvaient antérieurement et les renvoyant devant le premier président de la cour d'appel de Paris.
8. Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer demandent à la commission des sanctions de surseoir à statuer dans l'attente de la décision qui sera prise par le premier président de la cour d'appel de Paris sur renvoi après cassation et, à défaut, de décider « elle-même des conséquences de l'arrêt de la Cour de cassation sur les éléments de la procédure qui ont trait au contenu des courriels considérés comme irrégulièrement saisis ».
  - *Sur la demande de sursis à statuer formulée par Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer*
9. Si le premier président de la cour d'appel de Paris doit se prononcer, sur renvoi après cassation, sur la validité des opérations de saisie réalisées le 25 avril 2017, il appartient à la commission de statuer sur les conséquences de cette cassation sur la présente procédure et il ne serait pas d'une bonne administration de la justice d'attendre pour ce faire que le premier président ait statué alors que les faits et l'ouverture de l'enquête remontent à six ans, et que la séance a déjà été reportée une fois.
10. Il n'y a donc pas lieu de surseoir à statuer.
  - *Sur les conséquences des arrêts rendus par la Cour de cassation le 14 octobre 2020 sur la présente procédure*
11. Dans leur courrier du 30 octobre 2020, Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer soutiennent que tous les actes d'enquêtes subséquents aux saisies irrégulières réalisées lors de la visite domiciliaire au siège de MBWS doivent être déclarés nuls, ajoutant que cela « risque par conséquent d'entraîner l'annulation de l'ensemble de la procédure devant la Commission des sanctions ».
12. Dans leur courrier du 9 février 2021, ces mis en cause, sans plus faire référence à une éventuelle annulation de la procédure, soutiennent que doivent être retirées du dossier les pièces qui proviendraient directement ou indirectement de la visite domiciliaire à laquelle ont procédé les enquêteurs de l'AMF et « rappelle[nt] qu'il faudra également « nettoyer » le dossier de toute référence auxdites pièces, lesquelles ont non seulement servi aux enquêteurs à poser des questions à mes clients lors de leurs auditions, mais sont aussi citées dans le rapport d'enquête et les notifications de griefs [...] [ainsi que] dans nos propres écritures et dans le rapport initial de Monsieur Lepitre ».
13. Ils ajoutent, dans leurs observations du 16 février 2021, que dans la mesure où le courriel litigieux ne figurait qu'en un seul exemplaire au dossier, il ne sera pas possible de déterminer si ce document provenait des opérations de saisies du 25 avril 2017, invalidées par la Cour de cassation, ou de la visite sur pouvoirs propres du 5 mai 2017. Ils soutiennent, en conséquence, qu'en raison du doute qui subsiste sur la provenance du document versé au dossier,





que les enquêteurs avaient connaissance de l'intervention de l'agence de communication aux côtés de cette mise en cause dès avant la visite domiciliaire dans les locaux de MBWS.

24. En conséquence, les éléments saisis dans les téléphones portables de Mme Zniber et M. Belghiti le 25 avril 2017, dont la liste figure dans le procès-verbal de constatation du 16 mai 2019 adressé à Mme Zniber (cotes D590 à D592) et dans le procès-verbal de constatation du 16 mai 2019 adressé à M. Belghiti (cotes D616 à D618), doivent être écartés des débats. En revanche, les éléments de la chaîne de courriels des 15 et 16 mars 2016 dont l'objet concerne l'« *entrée DNCA* » qui ont, aussi, été recueillis au cours de la visite sur pouvoirs propres diligentée au siège de l'agence de communication prestataire de Diana Holding le 5 mai 2017 et mentionnés sur le procès-verbal de constatation du 16 mai 2019 adressé à cette agence de communication (cotes D73 à D75) doivent être conservés, sans que le fait qu'un exemplaire unique de ces documents soit coté au dossier ait une quelconque incidence.

## **II. Sur les manquements d'initiées reprochés à Diana Holding et Mme Zniber**

25. Il est fait grief à Diana Holding et à Mme Zniber d'avoir utilisé, la première pour son propre compte et la seconde pour le compte de Diana Holding, d'une part, l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015, en ayant procédé à des acquisitions d'actions MBWS et de BSA Actionnaire 2 entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, et, d'autre part, l'information privilégiée relative à l'actualisation du plan BIG 2018, revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS, en ayant procédé à l'acquisition de 1 000 000 de BSA OS de MBWS le 19 novembre 2015, en méconnaissance des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

### **1. Sur l'utilisation de l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015**

#### **1.1. Sur les textes applicables**

26. Les faits litigieux, qui se sont déroulés entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, seront examinés à la lumière des textes applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.

#### *– Sur la définition de l'information privilégiée*

27. L'article 621-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016, disposait : « *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. [...].* »

28. Les dispositions de l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, « **règlement MAR** »), entrées en application le 3 juillet 2016, qui définissent l'information privilégiée en des termes équivalents de ceux précités de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, ne sont pas moins sévères et ne sont donc pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.

#### *– Sur la définition de l'opération d'initié*

29. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, exigeait que : « *Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit*



*s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers [...] auxquels se rapporte cette information [...]. »*

30. L'article 622-2 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, indiquait : « *Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de : / 1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; [...]. »*
31. Les dispositions des articles 8 et 14 du règlement MAR, qui définissent les opérations d'initiés en des termes équivalents aux dispositions précitées des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF, ne sont pas moins sévères que ces dernières et ne sont donc pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.
32. Cependant, les dispositions de l'article 9.1 du règlement MAR, entrées en vigueur le 3 juillet 2016, précisent : « *Aux fins des articles 8 et 14, il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne morale est en possession ou a été en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, lorsque cette personne morale: / a) a établi, mis en œuvre et maintenu à jour des mesures et procédures internes appropriées et efficaces pour garantir de manière effective que ni la personne physique qui a pris la décision pour son compte d'acquérir ou de céder des instruments financiers auxquels l'information privilégiée se rapporte ni aucune autre personne physique qui aurait pu exercer une quelconque influence sur cette décision n'étaient en possession de l'information privilégiée; et / b) n'a pas encouragé, recommandé, incité ou influencé d'une quelconque manière la personne physique qui a, pour le compte de la personne morale, acquis ou cédé des instruments financiers auxquels se rapporte l'information ».* À défaut de disposition équivalente antérieure, ces dispositions relatives à un éventuel comportement dit légitime sont moins sévères et doivent donc s'appliquer rétroactivement.
33. Les faits reprochés seront donc examinés à la lumière des dispositions précitées des articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ainsi que de celles de l'article 9.1 du règlement MAR.

## **1.2. Sur le caractère privilégié de l'information**

34. Les notifications de griefs retiennent qu'au plus tard le 14 mars 2015, ladite information revêtait les caractéristiques d'une information privilégiée, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, dès lors qu'elle était à cette date (i) précise, puisque les éléments communiqués par le directeur général de MBWS aux administrateurs, par courriel du 14 mars 2015, reposaient sur des données de gestion du dispositif de *reporting* interne transmises par le directeur financier, qu'il avait indiqué que ces résultats étaient « *suffisamment proches du résultat final* » pour être partagés, et que le niveau anticipé d'EBITDA 2014 (5,7 M€) communiqué aux administrateurs s'était révélé relativement fiable au vu du montant finalement communiqué au marché le 12 mai 2015 (5,2 M€), soit un écart de 8,77 % seulement, (ii) non publique, jusqu'à son annonce le 12 mai 2015 lors de la publication par MBWS de ses résultats 2014 et (iii) susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours car l'EBITDA était un indicateur de performance clé de MBWS utilisé pour communiquer sur ses objectifs financiers et que, de fait, à la suite de l'annonce des résultats 2014, les cours liés de l'action MBWS et des BSA Actionnaire 2 ont clôturés à la hausse (respectivement +10,17 % et +14,81 % par rapport aux cours de clôture de la veille) avec un volume de titres échangés élevé.
35. Les mises en cause contestent le caractère privilégié de l'information et la date retenue par la poursuite. Elles font valoir que des estimations du montant d'EBITDA 2014 avaient déjà été communiquées aux administrateurs de MBWS en décembre 2014 et janvier 2015 et que l'information communiquée au marché le 13 février 2015 mentionnait un montant minimum d'EBITDA au second semestre 2014 « *au moins égal à celui du premier semestre (1,9 M€)* ». Elles font observer que si l'information avait été privilégiée, le conseil d'administration de MBWS du 12 mars 2015 n'aurait pas pu procéder à une attribution de stock-options et MBWS aurait dû être poursuivie pour diffusion d'information non exacte, précise et sincère et communication tardive d'une information privilégiée, sur le fondement des articles 223-1 et 223-2 du règlement général de l'AMF.
36. Au préalable, il convient de rappeler que la décision de ne pas notifier des griefs appartient, conformément au I de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, au collège de l'AMF qui en apprécie seul l'opportunité, de sorte



qu'il n'est pas possible de tirer une quelconque conséquence sur le caractère privilégié de l'information de l'absence de notification à MBWS de griefs tirés de la diffusion d'information non exacte, précise et sincère et de la communication tardive d'une information privilégiée.

### **1.2.1. Sur le caractère précis de l'information**

37. Par communiqué de presse du 13 février 2015, MBWS a annoncé au marché « *Une confirmation des objectifs d'un EBITDA S2 2014 au moins égal à celui du S1 2014* » et « *Un EBITDA au second semestre 2014 au moins égal à celui du premier semestre 2014 (1,9 M€)* », étant précisé que dès lors que l'exercice comptable de MBWS avait été clôturé au 31 décembre 2014, l'objectif d'un EBITDA S2 2014 mentionné dans le communiqué ne pouvait pas s'entendre comme une prévision d'EBITDA S2 2014 mais comme un chiffre établi sur la base de premières estimations disponibles après la clôture de l'exercice et devant encore être affiné puis audité.
38. Par courriel du 14 mars 2015 à 10h21, le directeur financier a écrit au directeur général de MBWS : « [...] *Comme discuté, tu trouveras ci-dessous les résultats au 31 décembre 2014 à date : / - EBITDA : 5,7 MEUR [...] Ces résultats sont bien entendu toujours en cours d'audit. [...]* ». Il convient de souligner que la direction financière de MBWS disposait, à cette date, des données fiables concernant l'atterrissage des résultats de l'exercice clos, l'exercice comptable de MBWS clôturant le 31 décembre 2014.
39. Par courriel du même jour à 16h48, le directeur général de MBWS a indiqué aux administrateurs, avec en copie le directeur financier, : « [...] *je partage avec vous les premiers résultats consolidés à date reçus ce vendredi. Il s'agit de résultats suffisamment proche[s] du résultat final pour que je puisse les partager avec vous, d'autant que les indicateurs sont positifs : / Au 31 décembre 2014 à date : / - EBITDA : 5,7 MEUR [...]* ».
40. Il résulte de ces courriels que, le 14 mars 2015, sur la base des données financières communiquées par le directeur financier, le directeur général de MBWS a communiqué aux administrateurs l'atterrissage de l'EBITDA 2014 (5,7 M€), de sorte que ces derniers ont eu connaissance au plus tard à cette date du fait que l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 (« au moins » 3,8 M€) était dépassé.
41. Par communiqué du 12 mai 2015 relatif à ses résultats 2014, MBWS a annoncé au marché que l'EBITDA 2014 s'élevait à 5,2 M€, « *soit un niveau supérieur à l'objectif annoncé* ». Comme le relèvent à juste titre les notifications de griefs, le montant ainsi communiqué était donc très proche de celui communiqué aux administrateurs le 14 mars 2015 (soit un écart de 8,77 % seulement).
42. Si, comme le soulignent les mises en cause, il résulte des pièces du dossier que des estimations du montant d'EBITDA 2014 avaient été communiquées aux administrateurs de MBWS en décembre 2014 (5,1 M€) et janvier 2015 (6,1 M€), ces estimations, communiquées avant la confirmation de l'objectif d'EBITDA 2014 le 13 février 2015, ne remettent pas en cause le caractère privilégié de l'information qui doit être apprécié en prenant en compte les éléments postérieurs à la dernière communication faite au public.
43. Le dépassement de l'objectif d'EBITDA par rapport au niveau confirmé au marché le 13 février 2015, soit + 37 %, était donc un évènement susceptible de se produire dont il était possible de tirer une conclusion, en l'occurrence positive, sur le cours de l'action MBWS, de sorte que l'information doit être regardée comme précise, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, au plus tard le 14 mars 2015.

### **1.2.2. Sur le caractère non public de l'information**

44. Il n'est pas contesté que l'information relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA, par rapport au niveau minimum confirmé au marché le 13 février 2015, n'a été rendue publique par MBWS qu'à l'occasion du communiqué de presse du 12 mai 2015 relatif à ses résultats 2014 aux termes duquel elle a annoncé : « *l'EBITDA de l'exercice 2014 s'élève à 5,2 M€, soit un niveau supérieur à l'objectif annoncé* ».
45. En conséquence, l'information en cause était non publique et l'est demeurée jusqu'au 12 mai 2015.

### **1.2.3. Sur le caractère sensible de l'information**

46. Il ressort des publications de MBWS sur ses résultats et prévisions financières, antérieures à celle du 13 février 2015, que l'EBITDA était régulièrement mis en avant, au même titre que le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel. De plus, le document de référence 2014 de MBWS présentait l'EBITDA comme un des chiffres consolidés clés du groupe et, celui de 2015 indiquait que : « *Le Groupe utilise comme principal indicateur de performance l'EBITDA [...].* »
47. Portant sur un indicateur déterminant de la performance de la société, régulièrement mis en avant dans ses publications, l'information relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA, par rapport au niveau confirmé au public le 13 février 2015, constituait une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement.
48. Les mises en cause font valoir que le marché pouvait anticiper un tel dépassement dans la mesure où le communiqué du 13 février 2015 mentionnait seulement un montant minimum d'EBITDA au second semestre 2014.
49. Cependant, il convient de souligner que par communiqué de presse du 15 octobre 2014, relatif aux résultats de MBWS pour le 1<sup>er</sup> semestre 2014, la société avait annoncé un objectif d'EBITDA au 2<sup>nd</sup> semestre « *au moins équivalent à celui du 1<sup>er</sup> semestre 2014 [soit 1,9 M€]* ». Puis, par communiqué de presse du 13 février 2015, MBWS, « *À la lumière des premières estimations disponibles [...]* » avait confirmé cet objectif d'EBITDA au 2<sup>nd</sup> semestre au moins égal à celui du 1<sup>er</sup> semestre 2014. Enfin, par communiqué de presse du 12 mai 2015, MBWS avait annoncé un montant d'EBITDA 2014 de 5,2 M€ « *vs. > 3,8 M€ annoncé* », « *soit un niveau supérieur à l'objectif annoncé [...].* ».
50. Ainsi, contrairement à ce que soutiennent les mises en cause, le marché ne pouvait anticiper cette augmentation significative (+37 %) et l'information pouvait être de nature à surprendre les investisseurs, d'autant plus que, lors de la confirmation de l'objectif d'EBITDA au 2<sup>nd</sup> semestre 2014 le 13 février 2015, l'exercice 2014 était clos et de premières estimations de chiffres étaient disponibles en interne comme indiqué dans ledit communiqué.
51. L'information en cause était, donc, une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement et partant, revêtait un caractère sensible.
52. A titre surabondant, les cours de bourse de l'action MBWS et des BSA Actionnaires 2 liés ont enregistré, le 13 mai 2015, après publication par MBWS de ses résultats 2014, des hausses respectives de +10,17 % et +14,8 % par rapport au cours de clôture de la veille, avec des volumes d'échange très importants (101 786 actions MBWS échangées le 12 mai 2015 contre 2 481 460 le lendemain et 1 984 BSA Actionnaires 2 échangés le 12 mai 2015 contre 30 292 le lendemain).
53. Il résulte de ce qui précède que l'information en cause était privilégiée, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, et ce au plus tard le 14 mars 2015.

### **1.3. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée**

54. Les notifications de griefs relèvent que, par courriel du 14 mars 2015 ayant pour objet « *Résultats 2014 à date* », le directeur général de MBWS a communiqué aux administrateurs l'atterrissage des résultats 2014, et notamment un montant d'EBITDA de 5,7 M€, en précisant que ces résultats étaient « *suffisamment proche[s] du résultat final pour que je puisse les partager avec vous, d'autant plus que les indicateurs sont positifs [...].* ». Elles indiquent ensuite que Mme Zniber, en sa qualité de membre du conseil d'administration de MBWS depuis le 16 septembre 2014, détenait l'information privilégiée et était, donc, tenue à une obligation d'abstention. Elles précisent que Diana Holding était également détentrice de l'information dans la mesure où les personnes morales sont réputées détenir les informations privilégiées en possession de leurs représentants légaux. Ensuite, elles mentionnent qu'entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, Diana Holding a acquis 1 050 000 actions MBWS et 30 000 BSA Actionnaire 2 et que le mandat, donné pour ce faire à Alterfi, n'était pas discrétionnaire, comme en témoignent les instructions données par Mme Zniber par courriels des 15 et 16 mars 2015, de sorte qu'elle ne bénéficiait pas de la présomption simple de non-commission d'opérations d'initié.

55. Les notifications de griefs considèrent que Mme Zniber, en sa qualité d'initée primaire, est présumée avoir indûment utilisé l'information privilégiée pour le compte de Diana Holding et que les opérations litigieuses pourraient avoir porté atteinte à l'intégrité du marché et à la confiance des investisseurs, de sorte que cette présomption ne saurait être renversée.
56. Diana Holding soutient que la poursuite ne démontre pas qu'elle était tenue à l'obligation d'abstention ni ne valide son accusation au regard de l'article 9.1 du règlement MAR, alors que les décisions d'achat ont été prises par Alterfi qui bénéficiait d'un mandat discrétionnaire. Elle souligne que la notification de griefs comporte de nombreux éléments contradictoires (sur la personne concernée par le mandat de gestion, celle qui détenait l'information privilégiée, celle qui a procédé aux acquisitions litigieuses, celle qui a donné l'instruction de procéder auxdites acquisitions et celle qui s'est rendue coupable de l'abus de marché), de sorte qu'il est difficile d'en suivre le raisonnement.
57. Mme Zniber, sans contester la détention de l'information, souligne que les décisions prises par le président directeur général d'une société sont réputées être celles de la personne morale agissant pour son propre compte. Dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, elle fait valoir que l'accélération du rythme et l'amplitude des interventions de Diana Holding sur le titre MBWS à partir du 16 mars 2015 s'explique par la réception de fonds provenant d'un prêt destiné à financer ces acquisitions.
58. Il convient d'abord de retenir que les notifications de griefs indiquent clairement : « [...] *un mandat avait été donné par DIANA HOLDING à la société ALTERFI [...]* » ; « [...] *DIANA HOLDING [...] était également détentrice à compter du 14 mars 2015, par votre intermédiaire [Mme Zniber] de l'information privilégiée en cause et dès lors tenue à l'obligation d'abstention résultant de l'article 622-1 du RG AMF* » ; « [...] *entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, DIANA HOLDING a acquis (en solde net) 1.050.000 actions MBWS et 30.000 BSA Actionnaire 2* » et ; « *En votre qualité d'administrateur de MBWS, initiée primaire, vous [Mme Zniber] êtes présumée avoir indûment utilisé, en l'occurrence pour le compte de DIANA HOLDING, l'information privilégiée en cause [...]* », de sorte que le raisonnement suivi par la poursuite est intelligible sur ces points, contrairement aux allégations de Diana Holding. Si elles sont ensuite plus confuses sur la personne qui a donné l'instruction de procéder aux acquisitions litigieuses, elles citent néanmoins le courriel, recueilli lors de la visite de l'AMF réalisée sur pouvoirs propres dans les locaux de l'agence de communication prestataire de Diana Holding, adressé par Mme Zniber à M. Heringer, en copie le représentant d'Alterfi, du 15 mars 2015, aux termes duquel Mme Zniber écrit « *Ne pas trainer ! Voilà le maître mot* 🙄 » et dont il ressort qu'elle en est l'auteur.
59. Par courriel du 14 mars 2015, le directeur général de MBWS a communiqué aux administrateurs de MBWS, en ce compris Mme Zniber, l'atterrissage à date des résultats 2014 et notamment un montant d'EBITDA de 5,7 M€. Il a transféré ce courriel, le même jour, à M. Heringer avec Mme Zniber en copie, de sorte qu'il est établi par preuve directe, ce qui n'est pas contesté par Mme Zniber, que cette dernière détenait l'information privilégiée.
60. Mme Zniber, en sa qualité d'administrateur de MBWS depuis le 16 septembre 2014, était une initiée primaire et était à ce titre, tenue à une obligation d'abstention d'utilisation des informations privilégiées qu'elle détenait.
61. Il résulte des pièces du dossier que Mme Zniber a donné instruction, pour le compte de Diana Holding, d'acquérir, entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, 1 050 000 d'actions MBWS et 30 000 de BSA Actionnaire 2 (en solde net).
62. En sa qualité d'initée primaire, Mme Zniber est présumée avoir utilisé, pour le compte de Diana Holding, l'information privilégiée précitée à l'occasion des opérations litigieuses, à charge pour elle de rapporter des éléments de preuve propres à écarter cette présomption en démontrant qu'elle n'a pas exploité de manière indue l'avantage que lui conférait la détention de ladite information.
63. Les acquisitions litigieuses, intervenues entre le 16 mars et le 1<sup>er</sup> avril 2015, ont été réalisées dans le cadre du mandat donné à Alterfi le 3 octobre 2014, résiliant de plein droit celui du 12 août 2014, visé à tort par les notifications de griefs. Si ce mandat stipulait que le mandataire gérait, pour le compte de Diana Holding, l'acquisition de titres MBWS, il résulte cependant du courriel du 15 mars 2015, que M. Heringer a indiqué à Mme Zniber ainsi qu'à la personne en charge du mandat, au sujet de l'acquisition de titres MBWS : « *En résumé, je pense qu'il ne faut pas trainer...* ». Par courriel du même jour, soit le lendemain de la détention de l'information privilégiée, Mme Zniber a répondu : « *Ne pas trainer ! Voilà le maître mot* 🙄 ». Interrogée en audition par l'Autorité marocaine du marché



des capitaux (ci-après, l'« **AMMC** ») sur la raison pour laquelle il ne fallait pas traîner, Mme Zniber a déclaré : « *Le cours de la valeur était en hausse constante* ». Le 16 mars 2015, le mandataire a indiqué à Mme Zniber : « [...] *J'ai senti, dès l'ouverture, que ce serait encore une journée de hausse sensible. J'ai donc choisi, dans l'urgence, d'inverser le sens de la stratégie jusqu'alors envisagée [...]* ». Interrogée par l'AMMC sur une modification éventuelle de la stratégie d'investissement de Diana Holding à la suite des courriels précités du 15 mars 2015, Mme Zniber a pourtant déclaré : « [...] *Ces échanges n'ont absolument pas modifié notre stratégie qui est restée inchangée du début jusqu'à la fin* ».

64. Il résulte de ces éléments que Mme Zniber s'est, à tout le moins, immiscée dans la gestion d'Alterfi, pour le compte de Diana Holding, de sorte que le mandat n'était pas discrétionnaire.
65. Enfin, aucune pièce du dossier ne corrobore le fait que les acquisitions par Diana Holding de titres MBWS à compter du 16 mars 2015 s'expliqueraient par la réception, sur son compte, de fonds provenant d'un prêt destiné à financer lesdites acquisitions.
66. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation de l'information privilégiée analysée ci-dessus est donc caractérisé à l'encontre de Mme Zniber. Ce manquement est également imputable à la société Diana Holding, au nom et pour le compte de laquelle il a été commis, et, ainsi, caractérisé à son encontre.

## **2. Sur l'utilisation de l'information privilégiée relative à l'actualisation du plan BIG 2018 revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS**

### **2.1. Sur les textes applicables**

67. Les faits litigieux, qui se sont déroulés le 19 novembre 2015, seront examinés à la lumière des textes applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
68. Les textes applicables sont identiques à ceux appliqués au titre du précédent grief, de sorte que le manquement sera examiné à la lumière des dispositions précitées des articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ainsi que de celles de l'article 9.1 du règlement MAR.

### **2.2. Sur le caractère privilégié de l'information**

69. Les notifications de griefs retiennent qu'au plus tard le 3 novembre 2015, l'information relative à l'actualisation du plan BIG 2018, revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS revêtait les caractéristiques d'une information privilégiée, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Selon la poursuite, cette information était à cette date (i) précise, dès lors que la mise à jour du plan BIG 2018, revoyant à la hausse les objectifs financiers pour 2018, avait été présentée lors du conseil d'administration du 3 novembre, de sorte qu'il s'agissait d'un événement susceptible de se produire et dont il était possible de tirer une conclusion, en l'occurrence positive, sur le cours, (ii) non publique, jusqu'à son annonce par communiqué de presse du 23 novembre 2015 et, (iii) susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours car l'information était une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de sa décision d'investissement et que, de fait, à la suite de son annonce le cours de l'action MBWS a clôturé à la hausse (+1,52 % par rapport au cours de clôture de la veille), avec un volume d'échange en retrait, et le cours des BSA OS lié est revenu dans la monnaie.
70. Mme Zniber conteste le caractère privilégié de l'information sans exposer d'élément au soutien de cette contestation.

#### **2.2.1. Sur le caractère précis de l'information**

71. Par communiqué de presse du 16 décembre 2014 intitulé « *NOUVEAU PLAN STRATEGIQUE : Back in the Game 2018 (BIG 2018)* », MBWS avait annoncé des objectifs à horizon 2018 et notamment un chiffre d'affaires compris entre 420 et 460 M€ ainsi qu'un EBITDA compris entre 50 et 70 M€.



72. Or, à l'occasion du conseil d'administration de MBWS du 3 novembre 2015, une présentation portant sur « *la mise à jour du plan BIG 2018 « 2.0 »* » avait été faite aux administrateurs, qui disposaient de slides comprenant des données financières précises et chiffrées de la revue à la hausse des objectifs financiers pour 2018, et notamment un chiffre d'affaires nouvellement estimé à 488,6 M€ ainsi qu'un montant d'EBITDA nouvellement estimé à 73,2 M€, de sorte qu'à cette date, il est établi qu'il existait un décalage entre l'information qui avait été communiquée au public le 16 décembre 2014 et celle disponible au sein de la société.

73. Il résulte de ce qui précède que l'actualisation du plan BIG 2018 revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS était, au plus tard le 3 novembre 2015, un évènement susceptible de se produire et dont il était possible de tirer une conclusion, en l'occurrence positive sur le cours du titre, de sorte que l'information était précise au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.

### **2.2.2. Sur le caractère non public de l'information**

74. Il n'est pas contesté que cette information n'a été communiquée au public que le 23 novembre 2015, lors d'un communiqué de presse de MBWS intitulé « *CONFIRMATION A LA HAUSSE DES OBJECTIFS FINANCIERS 2018* » et mentionnant « *Un chiffre d'affaires compris entre 450 et 500 M€ (contre 420 et 460 M€ dans BIG 1.0)* » et « *un EBITDA compris entre 67 et 75 M€ (contre une fourchette comprise entre 50 et 70 M€ dans BIG 1.0)* ».

75. En conséquence, l'information en cause était non publique et l'est demeurée jusqu'au 23 novembre 2015.

### **2.2.3. Sur le caractère sensible de l'information**

76. Pour être qualifiée de privilégiée, l'information doit être susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours, sans qu'il soit nécessaire de faire le constat positif d'une telle influence.

77. En l'espèce, et comme dit précédemment, l'EBITDA était un indicateur de performance clé de MBWS qu'elle utilisait régulièrement dans ses communications financières et pareil constat peut être fait s'agissant, *a fortiori*, du chiffre d'affaires.

78. Par ailleurs, il ressort des documents de référence 2014 et 2015 de MBWS qu'en 2008 cette société avait fait l'objet d'une procédure de sauvegarde puis, en 2012, d'une procédure de redressement judiciaire. Ces documents révèlent également qu'au cours de l'exercice 2013, le plan de redressement et les propositions d'apurement du passif avaient été approuvés par l'assemblée générale de MBWS, de sorte que les exercices 2014 et 2015 constituaient une période de normalisation pour le groupe. Ainsi, comme l'indique à juste titre DF Holding dans ses observations complémentaires en réponse au rapport du rapporteur, « *l'année 2014 a été une année charnière pour MBWS au cours de laquelle, le Groupe devait avant toute chose démontrer sa capacité à entamer une « remise en route opérationnelle », concrétisée par l'élaboration d'un plan à 4 ans « BIG 2018 », reposant sur divers leviers stratégiques opérationnels et financiers ayant pour objectif de permettre au groupe de sortir de la crise qu'il rencontrait depuis quelques années* ». Il résulte également du communiqué de presse de MBWS du 16 décembre 2014 que les objectifs financiers ambitieux communiqués s'inscrivaient dans un plan stratégique, basé sur trois volets opérationnels (rationalisation, optimisation et croissance), et témoignaient d'une politique de développement et de croissance constituant une étape nouvelle et importante pour la société.

79. Ainsi, et de plus fort dans le contexte rappelé ci-dessus, l'information relative à l'actualisation du plan BIG 2018 revoyant à la hausse les objectifs financiers de MBWS était une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de sa décision d'investissement.

80. L'influence sensible d'une information doit s'apprécier, *a priori*, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit, de sorte que le constat selon lequel la divulgation de l'information a effectivement influé de façon sensible sur le cours est inopérant pour caractériser son caractère sensible. Il suffit de constater, ce qui est le cas de l'espèce, qu'elle a été susceptible de l'être.

81. L'information en cause revêtait donc un caractère sensible au plus tard le 3 novembre 2015.

82. Dès lors, il y a lieu de retenir que l'information concernée était privilégiée, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, et ce au plus tard le 3 novembre 2015.

### **2.3. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée**

83. Les notifications de griefs retiennent que Mme Zniber, en sa qualité d'administrateur de MBWS, a reçu l'information privilégiée lors du conseil d'administration du 3 novembre 2015. Elles indiquent que Diana Holding était également détentrice de l'information, les personnes morales étant réputées détenir les informations privilégiées en possession de leurs représentants légaux. Ensuite, elles mentionnent que Diana Holding a acquis 1 000 000 de BSA OS le 19 novembre 2015 et que le mandat donné à Alterfi n'était pas discrétionnaire, la personne en charge du mandat connaissant parfaitement les caractéristiques de l'offre publique d'échange (ci-après, l'« **OPE** ») envisagée sur les BSA et son mécanisme relatif pour avoir eu, elle-même, l'idée du projet et avoir participé à sa structuration, de sorte que Diana Holding ne bénéficie pas de la présomption de non commission d'opérations d'initié. Les notifications de griefs soutiennent que Mme Zniber, en sa qualité d'initié primaire, est présumée avoir utilisé indûment l'information privilégiée pour le compte de Diana Holding et que la cession concomitante d'actions, ne peut être analysée comme un désinvestissement à rebours de l'information privilégiée, car il s'agissait en réalité d'une stratégie de Diana Holding (obtention de liquidités pour acquérir des BSA devant être apportés à l'OPE et donc relation à des conditions avantageuses). Enfin, elles relèvent que les opérations en cause pourraient avoir porté atteinte à l'intégrité du marché et à la confiance des investisseurs et que, partant, la présomption d'utilisation induite de l'information ne saurait être renversée.
84. Diana Holding soutient, là encore, que la poursuite n'a pas démontré qu'elle était tenue à l'obligation d'abstention ni validé son accusation au regard de l'article 9.1 du règlement MAR, alors que les décisions d'achat ont été prises par Alterfi qui agissait dans le cadre d'un mandat discrétionnaire. Elle considère que la notification de griefs ne se prononce pas concrètement sur le caractère discrétionnaire dudit mandat et comporte des éléments contradictoires (sur la personne qui détenait l'information privilégiée et celle qui s'est rendue coupable d'un abus de marché). Enfin, elle relève une incohérence chronologique s'agissant de la date à laquelle elle aurait reçu l'information.
85. Mme Zniber, sans contester la détention de l'information, souligne que Diana Holding est désignée comme l'auteur de l'acquisition litigieuse, de sorte qu'il est incohérent et contradictoire d'affirmer, *in fine*, qu'elle-même aurait utilisé ladite information.
86. Il convient d'abord de souligner que les notifications de griefs indiquent clairement que : « [...] le caractère discrétionnaire [du mandat du 2 avril 2015] devrait être d'autant plus rejeté que [...] » ; « [...] la société DIANA HOLDING, dont vous [Mme Zniber] étiez à l'époque des faits PDG, était également détentrice [...] par votre intermédiaire, de l'information privilégiée en cause [...] » et : « En votre [Mme Zniber] qualité d'administrateur de MBWS, initié primaire, vous êtes présumée avoir utilisé, en l'occurrence pour le compte de DIANA HOLDING, l'information privilégiée [...] ». Le raisonnement de la poursuite est donc intelligible sur ces points.
87. Lors du conseil d'administration de MBWS du 3 novembre 2015, les administrateurs, y compris Mme Zniber, ont eu communication de l'information relative à l'actualisation du plan BIG 2018 qui revoyait à la hausse les objectifs financiers de MBWS et notamment de données financières précises et chiffrées sur le chiffre d'affaires (488,6 M€ contre 420 à 460 M€ précédemment annoncé) et le montant d'EBITDA (73,2 M€ contre 50 à 70 M€ précédemment annoncé). De plus, ces mêmes données financières ont été de nouveau communiquées à Mme Zniber, lors du conseil d'administration de MBWS du 18 novembre 2015 et le projet de communiqué du 23 novembre 2015, annonçant la revue à la hausse des objectifs financiers 2018, avait été soumis aux administrateurs pour validation.
88. Mme Zniber, en sa qualité d'administrateur de MBWS depuis le 16 septembre 2014, était une initié primaire et était, à ce titre, tenue à une obligation d'abstention d'utilisation des informations privilégiées qu'elle détenait.
89. Il résulte des pièces du dossier que Mme Zniber a donné instruction, pour le compte de Diana Holding, d'acquérir, le 19 novembre 2015, 1 000 000 de BSA OS de MBWS.





90. En sa qualité d'initiaée primaire, Mme Zniber est présumée avoir utilisé, pour le compte de Diana Holding, l'information précitée lors de l'opération litigieuse, à charge pour elle de rapporter des éléments de preuves propres à écarter cette présomption en démontrant qu'elle n'a pas exploité de manière indue l'avantage que lui conférait la détention de ladite information.
91. Il ressort des mandats conclus entre Alterfi et Diana Holding, versés à la procédure, que les acquisitions litigieuses, intervenues le 19 novembre 2015, ont été réalisées dans le cadre du mandat du 2 avril 2015, qui stipulait qu'Alterfi gérait pour le compte de Diana Holding l'optimisation de son portefeuille et les cessions de titres MBWS. Néanmoins, il résulte d'un courriel du 19 novembre 2015, que le mandataire a indiqué à un salarié de Diana Holding, avec Mme Zniber en copie, : « *J'ai profité de la situation pour vendre 40'000 titres à environ 19.50 € de moyenne [...] J'ai, en contrepartie, acheté 1'000'000 MBWBX à 0.13 € qui, apportés à l'OPE et exercés par anticipation, permettraient la souscription d'environ 28'000 titres. [...] l'étape suivante serait alors de continuer à vendre des titres [...] solder une fraction des bons bien au-dessus de notre prix de revient, puis enfin apporter à l'OPE et souscrire. [...] Si cette stratégie vous convient, tout au moins pour la partie urgente, il resterait alors à Serge à convaincre [...] de vendre au plus vite à 0.13 €* ». Le salarié de Diana Holding a répondu, avec Mme Zniber en copie, : « *[...] il sera effectivement nécessaire de nous délester d'une partie des titres avant fin d'année afin de faire du cash. Nous reviendrons vers toi. [...]* ». Le même jour, le mandataire a demandé : « *[...] Revenez moi vite sur l'éventuelle poursuite des ventes d'actions demain et semaine prochaine via le marché [...]* ». Il résulte de ces messages que Diana Holding s'est, à tout le moins, immiscée dans la gestion du mandataire. Le mandat n'était donc pas discrétionnaire.
92. Toutefois il ressort aussi des pièces du dossier que le mandataire connaissait parfaitement les caractéristiques de l'OPE envisagée sur les BSA et son mécanisme puisqu'il a eu lui-même l'idée du projet, ce qu'il a confirmé lors de son audition par la FINMA, et qu'il a participé à sa structure.
93. En outre, le mandataire comme Mme Zniber ont confirmé en audition que les cessions concomitantes d'actions MBWS, qui auraient pu sembler à contresens de l'information privilégiée, ne pouvaient s'analyser comme un désinvestissement car elles s'inscrivaient dans une stratégie de Diana Holding consistant à céder des actions pour obtenir des liquidités permettant de financer l'acquisition de BSA devant être apportés à l'OPE et payer les intérêts de la dette contractée pour l'achat des actions MBWS.
94. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation de l'information privilégiée n'est donc pas caractérisé à l'encontre de Mme Zniber ni à l'encontre de la société Diana Holding

### **III. Sur le manquement à l'obligation déclarative reproché à Diana Holding**

95. Il est fait grief à Diana Holding d'avoir omis de déclarer les opérations réalisées sur le titre MBWS, depuis le 16 septembre 2014, en méconnaissance des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

#### **1. Sur les textes applicables**

96. Les faits reprochés, qui se sont déroulés entre le 16 septembre 2014 et le 11 octobre 2016, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
97. L'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 24 mars 2012 au 2 juillet 2016, disposait : « *I-Sont communiqués par les personnes mentionnées aux a à c à l'Autorité des marchés financiers, et rendus publics par cette dernière dans le délai déterminé par son règlement général, les acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions d'une société ainsi que les transactions opérées sur des instruments financiers qui leur sont liés, lorsque ces opérations sont réalisées par : I a) Les membres du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance, le directeur général, le directeur général unique, le directeur général délégué ou le gérant de cette personne ; [...] I c) Des personnes ayant, dans des conditions définies par décret en Conseil d'Etat, des liens personnels étroits avec les personnes mentionnées aux a et b.* »

98. Dans sa version applicable depuis le 3 juillet 2016, l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier est rédigé dans des termes similaires sauf à renvoyer désormais à l'article 19 du règlement MAR plutôt qu'au règlement général de l'AMF.
99. Aux termes de l'article R. 621-43-1 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 5 mars 2006 au 5 juillet 2018, ici reproduit : « *Les personnes mentionnées au c de l'article L. 621-18-2, qui ont des liens personnels étroits avec l'une des personnes mentionnées aux a ou b du même article, sont : [...] 4° Toute personne morale ou entité, autre que la personne mentionnée au premier alinéa de l'article L. 621-18-2, constituée sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, et : a) Dont la direction, l'administration ou la gestion est assurée par l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2 ou par l'une des personnes mentionnées aux 1°, 2° ou 3° et agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes ; [...].* »
100. L'article 223-22 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 1<sup>er</sup> avril 2009 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, précisait : « *Les personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier déclarent à l'AMF, par voie électronique, dans un délai de cinq jours de négociation suivant leur réalisation, les acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions de l'émetteur au sein duquel les personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2 susvisé exercent leurs fonctions [...].* »
101. Enfin, l'article 223-23 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 1<sup>er</sup> avril 2009 au 23 septembre 2016, indiquait : « *Par dérogation aux dispositions de l'article 223-22, ne donnent pas lieu à déclaration les opérations réalisées par une personne mentionnée à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier lorsque le montant cumulé desdites opérations n'excède pas 5 000 euros pour l'année civile en cours. Ce montant est calculé en additionnant les opérations effectuées par les personnes mentionnées au a ou au b de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier et les opérations effectuées pour le compte des personnes mentionnées au c dudit article. [...]* ».
102. À compter du 24 septembre 2016, l'article 223-23 du règlement général de l'AMF a été modifié pour porter le seuil de déclaration à 20 000 euros.
103. L'article 19 du règlement MAR, applicable à compter du 3 juillet 2016 et non modifié depuis, prévoit : « *1. Les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elle notifient à l'émetteur [...] et à l'autorité compétente [...] / a) en ce qui concerne les émetteurs, toute transaction effectuée pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou à des titres de créance dudit émetteur, ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés ; [...]. / Ces notifications sont effectuées rapidement et au plus tard trois jours ouvrables après la date de la transaction. / Le premier alinéa s'applique une fois que le montant total des transactions a atteint le seuil énoncé au paragraphe 8 ou 9, selon le cas, au cours d'une année civile [...] / 8. Le paragraphe 1 s'applique à toutes les transactions ultérieures une fois le montant total de 5 000 EUR atteint au cours d'une année civile. Le seuil de 5 000 EUR est calculé en ajoutant sans compensation toutes les transactions visées au paragraphe 1. / 9. Une autorité compétente peut décider de porter le seuil énoncé au paragraphe 8 à 20 000 EUR [...]* ».
104. L'article 3, paragraphe 25, du règlement MAR précise que la « *personne exerçant des responsabilités dirigeantes* » est « *une personne au sein d'un émetteur [...] qui est : / a) un membre de l'organe d'administration, de gestion ou de surveillance de cette entité [...]* ».
105. L'article 3, paragraphe 26, du règlement MAR définit la « *personne étroitement liée* » comme : « *[...] / d) une personne morale [...] dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou par une personne visée aux points a), b), et c), qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne ;* ».
106. En conséquence, les dispositions de l'article 19 du règlement MAR et les modifications des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier à compter du 3 juillet 2016, de l'article R. 621-43-1 du code monétaire et financier à compter du 6 juillet 2018, sont équivalentes aux dispositions précitées et n'ont pas été modifiées dans un sens moins sévère depuis, sauf à constater, d'une part que le seuil déclenchant l'obligation de déclaration, prévu à l'article 223-23 du règlement général de l'AMF, a été relevé à 20 000 euros et, d'autre part, que le délai de



déclaration, prévu à l'article 223-22 du même règlement, a été raccourci à trois jours ouvrables après la date de la transaction. En l'espèce, il n'est pas contesté que le seuil de 20 000 euros était atteint et que les opérations litigieuses n'ont jamais été déclarées, de sorte que les modifications du seuil et du délai de déclaration sont dépourvues d'incidence.

## 2. Sur l'appréciation du manquement

107. A titre liminaire, Diana Holding soutient que la requête du secrétaire général de l'AMF du 19 avril 2017, aux fins de saisine du juge des libertés et de la détention, porte atteinte à la présomption de son innocence du fait de l'emploi du mode indicatif pour constater sa culpabilité au regard des obligations déclaratives qui pèsent sur une personne étroitement liée à un administrateur de société cotée. Dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, Diana Holding réitère cet argument et considère que ce vice entache d'illégalité l'ensemble de la procédure.
108. Cependant, il n'appartient pas à la commission des sanctions de se prononcer sur le moyen tiré de l'atteinte à la présomption d'innocence qui résulterait de la requête susvisée du Secrétaire général, l'ordonnance du juge des libertés et de la détention subséquente étant susceptible d'un recours propre, qui a été mis en œuvre en l'espèce et qui est toujours pendant.
109. La notification de griefs retient que Diana Holding était tenue de déclarer les opérations réalisées sur le titre MBWS, à compter du 16 septembre 2014, car elle était une personne liée à Mme Zniber. Elle relève que Mme Zniber était membre du conseil d'administration de MBWS depuis le 16 septembre 2014, qu'elle était président directeur général et principale actionnaire de Diana Holding, que son époux contrôlait Diana Holding (99,75 % des actions en usufruit) et bénéficiait donc d'au moins la majorité des avantages économiques et que ses intérêts économiques étaient substantiellement équivalents à ceux de Diana Holding. Selon la notification de griefs, il résulte d'un faisceau d'indices que Mme Zniber contrôlerait Diana Holding de concert avec d'autres membres de la famille Zniber (restrictions au transfert de titres, démembrement de propriété pour assurer la stabilité du contrôle, caractère familial du groupe, communauté d'objectifs, détermination des décisions prises en assemblée générale) et que Diana Holding peut être considérée comme agissant pour le compte de Mme Zniber car elle était contrôlée par son époux jusqu'à son décès puis par Mme Zniber et les autres membres de la famille. Or, la notification de griefs constate que Diana Holding a, depuis cette date, effectué de nombreuses opérations sur le titre MBWS sans procéder à aucune déclaration.
110. Diana Holding conteste ce manquement en faisant valoir qu'elle n'était pas une personne étroitement liée à Mme Zniber au motif qu'elle n'a pas agi dans l'intérêt de cette dernière au sens du 4° a) de l'article R. 621-43-1 du code monétaire et financier. Elle souligne également qu'il ne peut être soutenu que M. Zniber contrôlait Diana Holding et bénéficiait de la majorité de ses avantages économiques car le contrôle ne pouvait alors être exercé que par une société et que M. Zniber n'était qu'usufruitier avec des droits à dividendes statutairement plafonnés. Elle souligne aussi que le contrôle exercé conjointement est exclu par les dispositions de l'article L. 233-3 III du code de commerce. Enfin, Mme Zniber précise ne jamais avoir ajouté ses actions personnelles à celles de Diana Holding pour déclarer ses franchissements de seuils.
111. Au préalable, il convient de souligner qu'en ce qui concerne les opérations soumises à déclaration, entrent dans les prévisions de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, tant les opérations réalisées sur les actions que celles réalisées sur les BSA qui sont, en application des articles L. 211-1 et D. 211-1 A du même code, des instruments financiers liés.
112. En tant que membre du conseil d'administration de MBWS à l'époque des cessions, Mme Zniber est une personne mentionnée au a) 4° de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier.
113. Au moment des interventions litigieuses sur le titre MBWS, Mme Zniber était président-directeur général de Diana Holding, de sorte que la direction de cette dernière était assurée par une des personnes mentionnées au a) de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier.
114. Il s'ensuit que Diana Holding était, par application du c) de l'article L. 621-18-2 de ce code, une « *personne ayant des liens personnels étroits avec une des personnes mentionnées au a)* ».



115. Or, selon le 4° a) de l'article R. 621-43-1 du code monétaire et financier, la quatrième catégorie de personnes qui ont un lien étroit avec une des personnes mentionnées aux a ou b du même article sont les personnes qui assurent la direction, l'administration ou la gestion mentionnées aux a et b de l'article L 621-18-2 du code monétaire et financier. L'expression « *agissant dans l'intérêt d'une de ces personnes* » constitue une condition supplémentaire qui ne doit être réunie, contrairement aux allégations de Diana Holding, que dans une seconde hypothèse, visant les personnes mentionnées aux 1°, 2° et 3°, introduite par le mot « *ou* », soit des membres de la famille du dirigeant. C'est dans ce cas seulement, que la double condition, introduite par la conjonction de coordination « *et* », est prévue.
116. Diana Holding est dirigée par Mme Zniber, membre du conseil d'administration de MBWS. Elle est donc une personne morale « *dont la direction [...] est assurée par l'une des personnes mentionnées aux a et b de l'article L. 621-18-2* », sans qu'il y ait lieu de rechercher si Diana Holding agissait dans l'intérêt de Mme Zniber.
117. Il résulte de ce qui précède qu'en application du I. c) de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier, Diana Holding était tenue de déclarer à l'AMF les opérations réalisées sur le titre MBWS. Or, il ressort des pièces du dossier, ce qui n'est pas contesté, que Diana Holding n'a pas procédé à la déclaration de ses opérations sur le titre MBWS entre le 16 septembre 2014 et le 11 octobre 2016, alors qu'elle aurait dû procéder à 128 déclarations pour un montant total de 106 M€.
118. Le manquement de Diana Holding aux dispositions précitées est donc caractérisé.

#### **IV. Sur le manquement à l'obligation d'abstention de recommandation sur la base d'une information privilégiée reproché à Mme Zniber**

119. Il est fait grief à Mme Zniber d'avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS, alors qu'elle aurait été détentrice de l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013) ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015.

##### **1. Sur les textes applicables**

120. Les faits reprochés, qui se sont déroulés entre le 7 et le 12 mai 2015, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
- *Sur la définition de l'information privilégiée*
121. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables aux précédents manquements d'initiées retenus à l'encontre de Diana Holding et de Mme Zniber, de sorte que le manquement sera examiné à la lumière des dispositions de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.
- *Sur la définition de l'opération d'initié*
122. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, indiquait : « *Toute personne mentionnée à l'article 622-2 [...] doit également s'abstenir de : / [...] / 2° Recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers [...] auxquels se rapporte cette information [...].* »
123. L'article 622-2 du même règlement, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, précisait : « *Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de : / 1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; [...].* »



124. Les dispositions des articles 8 et 14 du règlement MAR, qui définissent les opérations d'initiés en des termes équivalents aux dispositions précitées des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF, ne sont pas moins sévères que ces dernières et ne sont pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.
125. Les faits reprochés seront donc examinés à la lumière des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

## 2. Sur le caractère privilégié de l'information

126. Les notifications de griefs adressées à Mme Zniber, M. Heringer et DF Holding retiennent que, au plus tard le 7 mai 2015, l'information relative au dépassement par MBWS (EBITDA égal à 5,2 M€) de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 (EBITDA « au moins égal à » 3,8 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013) ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 était privilégiée, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Selon la poursuite, cette information était à cette date (i) précise, dès lors que le montant d'EBITDA 2014 (5,2 M€) et l'augmentation de la trésorerie nette par rapport au 31 décembre 2013 (+22,4 M€) étaient mentionnés dans la présentation des comptes consolidés 2014 communiquée aux membres du comité d'audit du 7 mai 2015 et que ces chiffres correspondaient à ceux finalement communiqués le 12 mai 2015, de sorte qu'il s'agissait d'un évènement susceptible de se produire et dont il était possible de tirer une conclusion positive sur le cours ; (ii) non publique, jusqu'à l'annonce par MBWS le 12 mai 2015 de ses résultats 2014 et ; (iii) susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours car l'EBITDA était un indicateur de performance clé de MBWS, utilisé pour communiquer sur ses objectifs financiers, MBWS était une société en difficultés financières, de sorte que l'évolution de la dette financière et de la trésorerie étaient des éléments importants susceptibles d'être utilisés par un investisseur comme fondement de sa décision d'investissement et que, de fait, à la suite de l'annonce des résultats 2014, le cours de l'action a clôturé à la hausse (+10,17 % par rapport au cours de clôture de la veille) avec un volume de titres échangés élevé.
127. Mme Zniber conteste le caractère privilégié de cette information sans exposer d'élément au soutien de cette contestation.
128. DF Holding soutient que l'information était certes précise et non publique mais qu'elle n'était pas susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre. Selon elle, le montant d'EBITDA publié le 12 mai 2015, égal à 5,2 M€, ne traduisait pas le dépassement d'un objectif préalablement annoncé car le communiqué du 15 octobre 2014 de MBWS mentionnait une fourchette entre 3,8 M€ et 10,6 M€, d'une part, et que le montant de 5,2 M€ correspondait à un objectif fixé par le conseil d'administration du 24 octobre 2014 pour l'octroi du bonus du directeur général, d'autre part. À titre subsidiaire, DF Holding souligne que le dépassement était insignifiant pour le marché au regard de l'EBITDA 2013 (10,6 M€) et des objectifs annoncés à horizon 2018 (50 à 70 M€). Concernant le montant de trésorerie, elle fait valoir que le marché s'attendait à une poursuite du renforcement de la structure financière et à une augmentation annuelle supérieure à 22,4 M€.
129. En réponse au rapport du rapporteur, DF Holding a produit une étude portant sur la revue de l'information financière de MBWS et l'analyse du communiqué du 12 mai 2015 laquelle conclut que les niveaux d'EBITDA (5,2 M€) et de trésorerie nette (41,5 M€), lors de la publication du 12 mai 2015, pouvaient être déduits des informations précédemment publiées, de sorte que l'information n'était pas susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre. DF Holding souligne également que la notification de griefs se contente de paraphraser l'article 621-1 du règlement général de l'AMF en indiquant de façon péremptoire que l'information était une information qu'un investisseur raisonnable pouvait utiliser comme l'un des fondements de sa décision d'achat et indique de façon générale que l'EBITDA était un indicateur de performance clé pour MBWS. Aussi, elle considère que l'argument relatif à la hausse du cours après l'annonce des résultats 2014 est irrecevable et non pertinent car cette hausse s'explique, selon elle, par le fait qu'un bloc de plus de 5 % du capital avait changé de main à l'ouverture. Enfin, elle mentionne son incompréhension face à l'absence de poursuite de MBWS sur le fondement de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF.
130. Au préalable, et comme dit précédemment, il convient de rappeler que la décision de ne pas notifier des griefs appartient au collège de l'AMF qui en apprécie seul l'opportunité, de sorte qu'il n'est pas possible d'inférer de cette décision une quelconque conséquence sur le caractère privilégié de l'information.

### **2.1. Sur le caractère précis de l'information**

131. Le directeur financier de MBWS a adressé, par courriel du 7 mai 2015, aux membres du comité d'audit de MBWS des slides de présentation dans lesquelles était indiqué que « l'EBITDA pour l'exercice 2014 s'élève à 5,2 M€ contre 10,6 M€ pour l'exercice précédent » et que les dettes financières nettes au bilan s'élevaient à -19 127 M€ au 31 décembre 2013 et à -41 549 M€ au 31 décembre 2014, ces dettes financières négatives correspondant à des disponibilités, soit un écart de + 22,4 M€.
132. Or, par communiqué du 12 mai 2015, MBWS a publié ses résultats annuels 2014 et annoncé un EBITDA 2014 de 5,2 M€ « soit un niveau supérieur à l'objectif annoncé », « une structure financière renforcée » et une « trésorerie nette, largement positive, en augmentation de +22,4 M€ », de sorte que les données chiffrées communiquées aux membres du comité d'audit du 7 mai 2015 correspondaient exactement à celles, *in fine*, communiquées au marché par MBWS.
133. Le dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013) ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 était donc un événement susceptible de se produire et dont il était possible de tirer une conclusion, en l'occurrence positive sur le cours du titre, au plus tard le 7 mai 2015. L'information était donc, à compter de cette date précise, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.

### **2.2. Sur le caractère non public de l'information**

134. Il n'est pas contesté que cette information n'a été communiquée au marché que le 12 mai 2015, à l'occasion de la publication par MBWS de ses résultats 2014.
135. En conséquence, l'information en cause était non publique et l'est demeurée jusqu'au 12 mai 2015.

### **2.3. Sur le caractère sensible de l'information**

136. L'appréciation de l'influence sensible d'une information doit s'apprécier, *a priori*, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit, de sorte que le constat selon lequel la divulgation de l'information a effectivement influé de façon sensible sur le cours est inopérant pour caractériser son caractère privilégié.
- *Sur la première composante de l'information relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€ > 3,8 M€) ressortant des comptes consolidés validés par le comité d'audit du 7 mai 2015*
137. Comme indiqué précédemment, l'EBITDA était un indicateur de performance clé de MBWS qu'elle utilisait régulièrement dans ses communications financières.
138. Il convient de rappeler que, par communiqué de presse du 15 octobre 2014 relatif aux résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2014, mis en avant par DF Holding, MBWS a annoncé au titre de ses perspectives au 2<sup>nd</sup> semestre un « EBITDA au moins équivalent à celui du 1<sup>er</sup> semestre 2014 » (1,9 M€), tout en précisant que l'EBITDA annuel 2014 devrait être en retrait par rapport à celui de 2013 (10,6 M€). Ensuite, par communiqué de presse du 13 février 2015, post-clôture de l'exercice 2014 et « A la lumière des premières estimations disponibles », MBWS a confirmé l'objectif d'un « EBITDA au second semestre 2014 au moins égal à celui du premier semestre 2014 (1,9 M€) », sans indiquer cette fois que l'EBITDA 2014 serait en retrait par rapport à celui de 2013. Enfin, par communiqué de presse du 12 mai 2015 relatif à ses résultats annuels 2014, MBWS a communiqué un EBITDA 2014 de 5,2 M€ « (vs. > 3,8 M€ annoncé) », « soit un niveau supérieur à l'objectif annoncé ».
139. L'information concernée est relative au dépassement par MBWS de l'objectif annoncé par le communiqué du 13 février 2015, postérieurement à la clôture de l'exercice, et non celui du 15 octobre 2014 qui portait sur les prévisions de la société avant la clôture de l'exercice. Or, il s'infère de la chronologie, ci-dessus rappelée, que, contrairement



aux allégations de DF Holding et de l'étude produite au soutien de son argumentation, le montant d'EBITDA publié le 12 mai 2015 traduit bien le dépassement de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (de 3,8 M€), comme il est d'ailleurs indiqué dans ledit communiqué, et il ne peut être considéré que le marché avait été informé après cette date de ce que le niveau d'EBITDA 2014 se situerait dans une fourchette comprise entre 3,8 et 10,6 M€ dès lors que ces chiffres résultent d'une communication antérieure non réitérée le 13 février 2015. En outre, une communication sur objectifs avant la clôture d'un exercice ne peut être comparée à celle post-clôture sur la base d'estimations internes, comme celle du 13 février 2015.

140. Par ailleurs, tant les estimations du montant d'EBITDA 2014 qui circulaient en interne auprès des administrateurs en décembre 2014 (5,1 M€) et janvier 2015 (6,1 M€), que le fait que le conseil d'administration de MBWS du 24 octobre 2014 avait fixé à 5,2 M€ l'objectif d'EBITDA 2014 pour l'octroi du bonus de son directeur général, tous antérieurs à la confirmation de l'objectif d'EBITDA 2014 par MBWS le 13 février 2015, sont sans incidence sur le caractère privilégié de l'information.
141. Il résulte de ce qui précède que le marché ne pouvait anticiper, au vu de la communication financière de MBWS du 13 février 2015, une augmentation significative de l'EBITDA 2014 (soit écart d'environ 37 % par rapport à l'objectif annoncé), de sorte que cette information était une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de sa décision d'investissement.
  - *Sur la seconde composante de l'information relative au renforcement de la structure financière de MBWS (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés validés par le comité d'audit du 7 mai 2015*
142. L'information relative à l'amélioration significative de la situation financière d'une société est susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours.
143. En l'espèce, dans le contexte de difficultés financières de MBWS rappelé précédemment, et du fait que les exercices 2014 et 2015 marquaient une période de normalisation du groupe post homologation du plan de redressement, la trésorerie était un indicateur important de MBWS.
144. Les chiffres communiqués aux membres du comité d'audit de MBWS le 7 mai 2015 faisaient apparaître une très nette amélioration de la situation financière de MBWS, les disponibilités financières au bilan étant passées de 19 127 M€ au 31 décembre 2013 à 41 549 M€ au 31 décembre 2014, soit un écart important de 22,4 M€.
145. Dans sa communication du 12 mai 2015, MBWS précisait que : « *L'amélioration de la trésorerie est principalement liée aux travaux d'optimisation du besoin de fonds de roulement (BFR) menés en 2014. Ces travaux ont été axés autour de deux chantiers, la revue des conditions de règlement des clients et des fournisseurs et la rationalisation du niveau des stocks* ».
146. Bien que DF Holding fasse là encore valoir, appuyée par l'étude produite au soutien de son argumentation, que cette amélioration pouvait être anticipée par le marché « *avec, à l'esprit, les chiffres communiqués d'une trésorerie nette de 19,1 M€ fin 2013, d'une amélioration de 31 M€ du BFR 1 d'exploitation sur le 1<sup>er</sup> semestre et devant être reconduite sur le 2<sup>d</sup> semestre, sans qu'aucun élément exceptionnel significatif ne vienne la dégrader, comme sur le 1<sup>er</sup> semestre* », le marché ne pouvait cependant pas aisément et raisonnablement anticiper cette évolution.
147. Il s'ensuit que l'information, dans ses deux composantes, était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre MBWS.
148. Il en résulte que l'information était privilégiée, et ce au plus tard le 7 mai 2015.

### **3. Sur la détention de l'information et la recommandation d'investir sur la base de cette dernière**

149. La notification de griefs retient, sur la base d'un faisceau d'indices, que Mme Zhiber détenait l'information. A cet égard, elle relève que Mme Zhiber et M. Heringer ont participé au conseil d'administration de MBWS du 28 avril 2015, lors duquel ils ont reçu un document comprenant notamment le montant de l'EBITDA à date et une situation de trésorerie de la société, que M. Heringer lui a adressé un courriel le 30 avril 2015 dans lequel il indiquait



avoir promis le bilan 2014 à M. Castel à l'issue du comité d'audit du 7 mai 2015, que M. Heringer a reçu le 7 mai 2015 un courriel du directeur financier de MBWS contenant la présentation des comptes consolidés 2014 et notamment le montant d'EBITDA de 5,2 M€ et l'excédent de trésorerie de 41,549 M€ (contre 19,127 M€ pour 2013) et, que Mme Zniber et M. Heringer ont été en contacts téléphoniques le 7 mai 2015 à deux reprises, de sorte qu'il est plausible que M. Heringer ait alors transmis l'information privilégiée à Mme Zniber. La notification de griefs considère donc que Mme Zniber était tenue, à compter du 7 mai 2015, à l'obligation d'abstention de recommandation sur la base de l'information privilégiée. Or, elle relève qu'un administrateur et une représentante permanente (également directrice brassicole du groupe Castel) de DF Holding ont indiqué en audition que Mme Zniber avait exercé une forte pression sur le groupe Castel pour investir dans MBWS aux côtés de Diana Holding, que cet administrateur a donné son accord pour l'achat de 1 500 000 actions à 16,80 euros le 12 mai 2015 et que la directrice financière du pôle brassicole du groupe Castel, représentante permanente de DF Holding, le même jour, a envoyé à Alterfi l'avenant au mandat nécessaire à l'opération. En conséquence, la notification de griefs estime que Mme Zniber pourrait avoir recommandé au groupe Castel d'investir dans MBWS sur la base de l'information privilégiée.

150. Mme Zniber fait valoir que le manquement doit être écarté à défaut d'élément démontrant qu'elle détenait l'information, sachant qu'elle n'était pas membre du comité d'audit de MBWS, et sans preuve d'échanges entre le 7 et le 12 mai 2015 avec les personnes auxquelles elle aurait recommandé d'agir sur la base de cette information.
151. La preuve de la détention d'une information privilégiée peut être rapportée par tous moyens, dont un faisceau d'indices graves, précis et concordants.
152. Le premier indice mis en exergue par la notification de griefs, tient à la participation de Mme Zniber au conseil d'administration de MBWS du 28 avril 2015. D'abord, il ressort du procès-verbal de ce conseil que l'objectif d'un EBITDA 2014 de 5,2 M€ avait été mentionné avec la précision que cet atterrissage devait être confirmé. Ensuite, il convient de souligner que le document reçu par les administrateurs contenant la situation de trésorerie de la société ne figure pas au dossier. Enfin, la date retenue par la notification de griefs pour l'information privilégiée étant le 7 mai 2015 tandis que le conseil en cause a eu lieu antérieurement. Cet indice n'est donc pas probant.
153. Le deuxième indice retenu par la notification de griefs est relatif au fait que M. Heringer a indiqué à Mme Zniber, par courriel du 30 avril 2015, qu'il allait remettre au fondateur du groupe Castel le bilan de MBWS après le comité d'audit du 7 mai 2015. Cet indice est sans lien avec l'éventuelle détention par Mme Zniber de l'information privilégiée. Il est inopérant.
154. Le troisième indice relevé par la poursuite, tient aux contacts téléphoniques entre Mme Zniber et M. Heringer. Au vu du courriel précité du 7 mai 2015 du directeur financier de MBWS, contenant le montant d'EBITDA 2014 et celui des disponibilités financières nettes, aux membres du comité d'audit, en ce compris M. Heringer, il n'est pas contestable que ce dernier détenait l'information privilégiée. Il est également établi, au vu des pièces du dossier, que Mme Zniber a contacté M. Heringer le 7 mai 2015 à 12h56, pour un appel d'une durée de 5min et 31s, et que ce dernier l'a contactée le même jour à 13h02, pour un appel d'une durée de 2min et 17s, de sorte qu'il est plausible que M. Heringer ait fait un compte-rendu du comité d'audit à Mme Zniber et lui ait transmis, à cette occasion, l'information privilégiée.
155. Il convient de souligner que si la notification de griefs relève que M. Heringer était présenté comme un représentant de Diana Holding au comité d'audit de MBWS, cette information n'est corroborée par aucune pièce du dossier.
156. Le seul fait que M. Heringer détenait l'information privilégiée et qu'il ait été en contact à deux reprises avec Mme Zniber le jour du comité d'audit du 7 mai 2015 ne peut constituer un faisceau d'indices prouvant que Mme Zniber détenait ladite information.
157. En conséquence, dès lors qu'il n'est pas établi que Mme Zniber détenait l'information privilégiée, il ne peut être soutenu qu'elle a recommandé à DF Holding d'acquérir des titres MBWS sur la base de cette information, de sorte que le manquement n'est pas caractérisé.



## V. Sur le manquement d'initié reproché à M. Heringer

158. Il est fait grief à M. Heringer d'avoir communiqué à DF Holding l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013) ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 ou, à tout le moins, d'avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS sur la base de cette information, en méconnaissance des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

### 1. Sur les textes applicables

159. Les faits reprochés, qui se sont déroulés le 11 mai 2015, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.

– *Sur la définition de l'information privilégiée*

160. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables aux précédents manquements d'initiés retenus à l'encontre de Diana Holding et de Mme Zniber, de sorte que le manquement sera examiné à la lumière des dispositions de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.

– *Sur la définition de l'opération d'initié*

161. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, indiquait : « *Toute personne mentionnée à l'article 622-2 [...] doit également s'abstenir de : / 1° Communiquer cette information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée ; / 2° Recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers [...] auxquels se rapporte cette information [...].* »

162. L'article 622-2 du même règlement, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 23 septembre 2016, abrogée par l'arrêté du 14 septembre 2016, précisait : « *Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de : / [...] 1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; [...].* »

163. Les dispositions des articles 8 et 14 du règlement MAR, qui définissent les opérations d'initiés en des termes équivalents aux dispositions précitées des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF, ne sont pas moins sévères que ces dernières et ne sont donc pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.

164. Les faits reprochés seront donc examinés à la lumière des dispositions précitées des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

### 2. Sur l'appréciation du manquement

165. A titre liminaire, M. Heringer soutient que la rédaction de la notification de griefs porte atteinte à la présomption d'innocence en ce qu'elle affirme, à l'indicatif et non au conditionnel, que : « *les éléments que vous avez transmis à DF Holding reposaient sur les comptes consolidés 2014 [...].* »

166. Cependant, la notification de griefs n'emporte ni déclaration de culpabilité, ni préjugement de la décision à intervenir, de sorte qu'elle ne peut, en elle-même, porter atteinte à la présomption d'innocence.

167. De plus, si la notification de griefs emploie l'indicatif dans la phrase précitée, qui figure dans la partie relative à l'information privilégiée, elle emploie le conditionnel lorsqu'il s'agit de caractériser le grief à l'encontre de M. Heringer : « *Il résulte ainsi du faisceau d'indices développé ci-dessus que vous pourriez avoir transmis à*



*DF Holding [...] l'information privilégiée [...]. A tout le moins, vous pourriez avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS alors que vous déteniez l'information privilégiée [...]. ».*

168. Il n'y a donc pas en l'espèce de violation de la présomption d'innocence.

**2.1. Sur le caractère privilégié de l'information**

169. Il a été dit lors de l'examen du grief précédent que l'information relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013) ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 était privilégiée au plus tard le 7 mai 2015.

**2.2. Sur la détention de l'information et sa communication ou la recommandation sur la base de celle-ci**

170. La notification de griefs retient que M. Heringer, en qualité de membre du comité d'audit de MBWS, a été destinataire d'un courriel du 7 mai 2015 du directeur financier dans lequel figurait une présentation des comptes consolidés 2014 faisant ressortir un EBITDA égal à 5,2 M€ et un excédent de trésorerie de 41,549 M€ (contre 19,127 M€ lors de l'exercice précédent), de sorte qu'il détenait l'information et était donc tenu à une obligation d'abstention de communication de cette information ou de recommandation sur la base de cette dernière. Or, elle indique, sur la base d'un faisceau d'indices, que M. Heringer pourrait avoir transmis l'information privilégiée à DF Holding ou, à tout le moins, avoir recommandé à cette dernière d'investir sur la base de celle-ci. En effet, elle relève que le 11 mai 2015, M. Heringer était dans les locaux du groupe Castel et qu'il pourrait, à cette occasion, avoir transmis l'information à un membre et à une représentante permanente (également directrice brassicole du groupe Castel) du conseil d'administration de DF Holding pour les convaincre d'investir, que les propos tenus en audition par les dirigeants du groupe Castel vont en ce sens, que de fait, au lendemain de la réunion du 11 mai 2015, cet administrateur a donné son accord pour l'acquisition et la directrice financière du pôle brassicole du groupe Castel, représentante permanente de DF Holding a envoyé à Alterfi l'avenant au mandat nécessaire à l'opération, et que M. Heringer a confirmé en audition avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS.

171. M. Heringer fait valoir que la chronologie des faits ne correspond manifestement pas avec la théorie de la poursuite car la décision de principe d'investir de DF Holding avait été prise en mars 2015, comme en témoigne l'audition de M. Castel, soit avant que l'information ne soit privilégiée. Il soutient qu'aucun élément du dossier n'atteste de la communication de l'information à DF Holding et que les témoignages des membres du groupe Castel vont même dans un sens opposé. Concernant la recommandation, il souligne l'incertitude de la poursuite par l'emploi de la formule « *à tout le moins* » et précise que s'il a admis avoir recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS, cette recommandation était bien antérieure au comité d'audit du 7 mai 2015, date à laquelle il a pris connaissance de l'information privilégiée.

172. Comme dit précédemment, par courriel du 7 mai 2015 du directeur financier de MBWS aux membres du comité d'audit, y compris M. Heringer, celui-ci a eu connaissance du montant d'EBITDA 2014 de 5,2 M€ et du montant de la trésorerie (disponibilités financières nettes de 41,549 M€ au 31 décembre 2014 contre 19,127 M€ au 31 décembre 2013), de sorte qu'il est établi par preuve directe qu'il détenait l'information privilégiée, ce qu'il ne conteste pas.

173. La preuve de la transmission d'une information privilégiée ou de la recommandation sur la base de celle-ci peut être démontrée par tout moyen, dont le faisceau d'indices graves, précis et concordants.

174. Il ressort des pièces du dossier que M. Heringer a assisté à une réunion le 11 mai 2015 dans les locaux du Groupe Castel, de sorte qu'il existe un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée par M. Heringer aux représentants de DF Holding.

175. Si les propos tenus en audition par les représentants de DF Holding permettent d'établir que M. Heringer leur a communiqué des informations rassurantes sur les résultats 2014 de MBWS, ils ne prouvent pas une communication précise par M. Heringer du montant d'EBITDA et de la trésorerie. Ces propos ne peuvent constituer un indice de communication de l'information privilégiée mais seulement un indice de recommandation sur la base de celle-ci.

176. Il résulte d'un courriel du 12 mai 2015 à 9h44, qu'un administrateur de DF Holding a donné son accord pour l'investissement dans MBWS et que, par courriel du même jour à 10h12, la directrice financière du pôle brassicole du groupe Castel, représentante permanente de cette société, a envoyé à Alterfi l'avenant à son mandat nécessaire à l'opération. Il convient à cet égard de souligner que, s'il ressort des pièces du dossier que la décision de principe d'investir de DF Holding pourrait avoir été prise dès mars 2015, il n'en demeure pas moins que sa décision définitive a été prise le 12 mai 2015, de sorte que la chronologie mise en avant par M. Heringer est sans incidence sur la caractérisation du grief.
177. Enfin, interrogé lors de son audition par l'AAMC sur une éventuelle recommandation, M. Heringer a indiqué « *Oui. L'ensemble du groupe Projet a effectivement recommandé cet investissement au groupe Castel aux côtés de DIANA HOLDING* ».
178. En conséquence, les deux seuls indices tenant à la participation de M. Heringer à la réunion du 11 mai 2015 dans les locaux du groupe Castel lors de laquelle il aurait pu transmettre l'information privilégiée et l'accord donné par DF Holding pour investir dans MBWS le lendemain, sont insuffisants à établir la preuve de la communication par M. Heringer à DF Holding de l'information, de sorte que ce manquement n'est pas caractérisé.
179. En revanche, ces mêmes indices, auxquels viennent s'ajouter les propos tenus en audition par les représentants de DF Holding, témoignant de ce que M. Heringer leur a transmis des informations rassurantes sur les résultats 2014 pour les convaincre d'investir, ainsi que la confirmation de cette recommandation en audition par M. Heringer lui-même, constituent des indices graves, précis et concordants démontrant que M. Heringer a recommandé à DF Holding d'investir dans MBWS sur la base de l'information privilégiée. Le manquement est caractérisé à son encontre.

## **VI. Sur les manquements reprochés à DF Holding**

180. Il est fait grief à DF Holding d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé au marché le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 ou, à tout le moins, d'avoir tenté d'utiliser ladite information, en méconnaissance des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF et, de ne pas avoir déclaré à l'AMF les opérations réalisées sur le titre MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

### **1. Sur l'utilisation ou la tentative d'utilisation de l'information privilégiée**

#### **1.1. Sur les textes applicables**

181. Les faits reprochés, qui se sont déroulés le 12 mai 2015, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
- *Sur la définition de l'information privilégiée*
182. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables aux précédents manquements d'initiées retenus à l'encontre de Diana Holding et Mme Zniber, de sorte que le manquement sera examiné à la lumière des dispositions précitées de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.
- *Sur la définition de l'opération d'initié*
183. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables aux précédents manquements d'initiées retenus à l'encontre de Diana Holding et Mme Zniber, de sorte que le manquement sera examiné à la lumière des dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

**1.2. Sur le caractère privilégié de l'information**

184. Il a été retenu lors de l'examen du précédent grief que l'information relative au dépassement par MBWS de l'objectif d'EBITDA 2014 annoncé le 13 février 2015 (EBITDA égal à 5,2 M€) et au renforcement de sa structure financière (trésorerie nette en augmentation de +22,4 M€ par rapport au 31 décembre 2013), ressortant des comptes consolidés 2014 validés par le comité d'audit du 7 mai 2015 était privilégiée, et ce au plus tard le 7 mai 2015.

**1.3. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée**

185. La notification de griefs retient, sur la base d'un faisceau d'indices, que DF Holding pourrait avoir indûment utilisé l'information privilégiée pour acquérir 1 500 000 actions MBWS le 12 mai 2015. En effet, elle relève que M. Heringer détenait ladite information à compter du 7 mai 2015 et que ce dernier aurait pu la transmettre à DF Holding lors de la réunion du 11 mai 2015, comme en témoignent les propos tenus en audition par les représentants de cette dernière et que la chronologie des événements (réticence du groupe à investir dans MBWS jusqu'au 7 mai 2015, puis accord donné pour l'investissement le 12 mai 2015 et, le même jour, envoi de l'avenant au mandat nécessaire à l'opération) corrobore le fait que les acquisitions litigieuses ne peuvent s'expliquer que par la détention par DF Holding de l'information privilégiée. Elle précise que le mandat donné par DF Holding à Alterfi n'était pas un mandat de gestion programmée au sens de la Recommandation AMF n°2010-07, de sorte que la mise en cause ne bénéficiait pas d'une présomption de non-commission d'opérations d'initiés. Elle souligne que le manquement s'apprécie au moment de la conclusion de l'opération et non de son exécution et qu'en l'espèce l'accord de cession a été conclu fermement le 12 mai 2015, soit antérieurement à la publication de l'information privilégiée.
186. DF Holding fait valoir que sa prise de participation dans MBWS était uniquement motivée par sa volonté de soutenir Diana Holding et non par la détention de l'information privilégiée. Elle souligne la chronologie des événements, à savoir le rapprochement de Mme Zniber en janvier 2015, la réunion du 11 mars 2015 en présence de Mme Zniber et M. Heringer à l'issue de laquelle la décision de principe d'investir dans MBWS a été prise, le suivi de l'opération confié à des représentants de DF Holding et l'intermédiation à Alterfi, jusqu'au 11 mai 2015 l'attente de DF Holding face à un cours du titre jugé surévalué, la réunion du 11 mai 2015 en présence de M. Heringer et la décision d'acheter le bloc de KKR après la publication par MBWS des résultats 2014, le feu vert pour l'acquisition et l'envoi de l'avenant au mandat nécessaire à l'opération le 12 mai 2015 et, enfin, l'acquisition le 13 mai 2015 de 1 500 000 actions MBWS. DF Holding précise que la situation financière de MBWS était un argument de M. Heringer pour la convaincre d'investir mais qu'elle n'a reçu aucune information sur le montant d'EBITDA ou la trésorerie 2014. Elle estime que le faisceau d'indices de la notification de griefs ne permet pas d'établir que seule la détention de l'information explique l'acquisition litigieuse, l'existence d'échanges avec M. Heringer et la proximité chronologique entre la réunion du 11 mai et l'acquisition litigieuse étant insuffisants. DF Holding souligne que le fait que la notification de griefs envisage elle-même une seconde hypothèse, tenant à la simple recommandation faite par M. Heringer, exclut mécaniquement que seule la détention de l'information pourrait expliquer l'opération réalisée. À titre subsidiaire, elle fait valoir que, lors de l'acquisition des titres le 13 mai 2015, l'information n'était plus privilégiée, car publiée le 12 mai 2015 après bourse et que le raisonnement de la poursuite est dénué de fondement en droit et en fait, à défaut d'accord avec KKR concernant la cession litigieuse. Elle souligne qu'il est usuel de différer une opération d'acquisition postérieurement à l'annonce d'une information, à des fins de respect des obligations applicables, et que toute instruction donnée dans le cadre d'un mandat est révocable tant qu'elle n'a pas été exécutée par le mandataire, de sorte que l'accord n'était pas ferme le 12 mai 2015 et révocable jusqu'à son exécution le 13 mai 2015.
187. Les indices retenus par la notification de griefs pour considérer que seule la détention par DF Holding de l'information privilégiée pourrait expliquer l'opération litigieuse sont les mêmes que ceux retenus dans la notification de griefs de M. Heringer pour considérer qu'il aurait communiqué à DF Holding ladite information. Comme dit précédemment, les deux seuls indices tenant à la participation de M. Heringer à une réunion dans les locaux du groupe Castel le 11 mai 2015 à l'occasion de laquelle il aurait pu transmettre l'information privilégiée et, l'accord donné par DF Holding pour investir dans MBWS le lendemain, sont insuffisants à établir la preuve de la communication par M. Heringer à DF Holding de l'information, et donc l'utilisation par cette dernière de l'information.
188. Le manquement n'est donc pas caractérisé.

#### **1.4. Sur la tentative d'utilisation de l'information privilégiée**

189. La notification de griefs retient que les faits rappelés ci-dessus pourraient, à tout le moins, caractériser un manquement de tentative d'utilisation de l'information privilégiée dans la mesure où l'accord pour l'opération a été donné par un membre du conseil d'administration de DF Holding le 12 mai, pour une exécution le lendemain à l'ouverture, tout en se laissant la faculté de retirer l'ordre si l'information s'était avérée fausse.
190. DF Holding fait valoir que l'article 622-1 du règlement général de l'AMF vise uniquement l'hypothèse, non transposable en l'espèce, où une personne détenant une information privilégiée passe un ordre et que celui-ci n'est finalement pas exécuté pour des raisons indépendantes de sa volonté.
191. En séance, la représentante du collège s'en est rapportée à la sagesse de la commission des sanctions.
192. Dès lors qu'il ne peut être considéré, comme dit précédemment, que DF Holding détenait l'information privilégiée, le manquement à l'obligation d'abstention de tentative d'utilisation de l'information privilégiée n'est pas davantage caractérisé.

#### **2. Sur le défaut de déclaration des opérations sur le titre MBWS**

##### **2.1. Sur les textes applicables**

193. Les faits reprochés, qui se sont déroulés du 13 au 16 juillet 2015, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
194. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables dans le cadre de l'examen du grief similaire reproché à Diana Holding.

##### **2.2. Sur l'appréciation du manquement**

195. La notification de griefs retient que DF Holding a été nommée administrateur de MBWS le 30 juin 2015 et qu'elle a, entre les 13 et 16 juillet 2015, cédé 100 000 actions MBWS sur le marché sans procéder à aucune déclaration.
196. DF Holding ne conteste pas le manquement mais fait valoir que cette omission était involontaire (ignorance de l'obligation), excusable (cession litigieuse validée le lendemain de sa nomination comme administrateur de MBWS), ponctuelle (seule transaction réalisée depuis sa nomination) et à l'impact sur le marché limité (pas de suspicion possible de détention d'information privilégiée, part cédée non significative de sa participation, représentant moins de 10 % du volume de titres échangés).
197. Il ressort des pièces du dossier que DF Holding a été nommée administrateur de MBWS lors de l'assemblée générale du 30 juin 2015, de sorte qu'elle était, à compter de cette date, tenue à l'obligation de déclaration des opérations réalisées sur le titre MBWS.
198. Il résulte également des pièces du dossier que DF Holding a cédé 7 500 actions MBWS le 13 juillet 2015, puis 42 500 actions MBWS le 15 juillet 2015 et, enfin, 50 000 actions MBWS le 16 juillet 2015.
199. DF Holding admet ne pas avoir procédé à la déclaration de ces opérations.
200. La méconnaissance de la réglementation boursière et l'absence d'intention de méconnaître une obligation déclarative sont sans incidence sur la caractérisation du manquement. De plus, les exigences des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF sont destinées à assurer la pleine information du marché, à bref délai et de manière directe, sur chacune des opérations réalisées sur les titres, et à mettre ainsi les investisseurs en mesure d'apprécier la signification de toute intervention, quel qu'en soit le volume.
201. Le manquement de DF Holding est donc caractérisé.

## **VII. Sur les manquements reprochés à COFEPP**

202. Il est fait grief à COFEPP d'avoir opéré sur les titres MBWS pendant une période de fenêtre négative, en méconnaissance des dispositions de l'article 19.11 du règlement MAR, et de ne pas avoir déclaré à l'AMF les opérations réalisées sur le titre MBWS, en méconnaissance des dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF.

### **1. Sur l'obligation d'abstention d'opérer pendant une période de fenêtre négative**

#### **1.1. Sur les textes applicables**

203. Les faits reprochés, qui se sont déroulés les 24 et 25 août 2017, seront examinés à la lumière des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.

204. L'article 19.11 du règlement MAR, dans sa version en vigueur à partir du 3 juillet 2016, non modifiée depuis, exige : « *Sans préjudice des articles 14 et 15, toute personne exerçant des responsabilités dirigeantes auprès d'un émetteur n'effectue aucune transaction pour son compte propre ou pour le compte d'un tiers, que ce soit directement ou indirectement, se rapportant aux actions ou à des titres de créance de l'émetteur ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés, pendant une période d'arrêt de 30 jours calendaires avant l'annonce d'un rapport financier intermédiaire ou d'un rapport de fin d'année que l'émetteur est tenu de rendre public conformément: a) aux règles de la plate-forme de négociation sur laquelle les actions de l'émetteur sont admises à la négociation; ou / b) au droit national.* »

205. L'article 3.25 du règlement MAR, dans sa version en vigueur à partir du 3 juillet 2016, non modifiée depuis, précise : « *« personne exerçant des responsabilités dirigeantes » : une personne au sein d'un émetteur [...] qui est : / a) un membre de l'organe d'administration [...] de cette entité ; [...].* ».

#### **1.2. Sur l'appréciation du manquement**

206. La notification de griefs retient que COFEPP est membre du conseil d'administration de MBWS depuis le 22 mai 2017 et, partant, une « *personne exerçant des responsabilités dirigeantes* » au sens de l'article 19.11 du règlement MAR. Elle relève aussi que le 20 septembre 2017, MBWS a publié ses résultats consolidés semestriels, de sorte que la période de fenêtre négative de 30 jours calendaires débutait le 21 août 2017, en application de l'article 19.11 du règlement MAR et de la position-recommandation AMF n° 2016-08. Or, la notification de griefs indique que COFEPP a acquis, les 24 et 25 août 2017, respectivement 63 300 et 34 311 actions MBWS, opérations qui semblent ainsi avoir été réalisées en période de fenêtre négative. Enfin, elle souligne que COFEPP a reçu, le 1<sup>er</sup> août 2017, le « *board pack* » de juin 2017 contenant des données financières sensibles.

207. COFEPP fait valoir sa bonne foi en indiquant avoir confondu la période de 30 jours calendaires, applicables aux publications des résultats annuels et semestriels, et la période de 15 jours calendaires applicables aux publications de résultats trimestriels ou intermédiaires. Elle précise que cette confusion était d'autant plus aisée puisqu'elle n'était pas familière de la réglementation boursière, que le règlement MAR n'est entré en application que le 3 juillet 2016, que le mode de calcul du délai de 30 jours a nécessité une clarification de l'AMF par la position-recommandation n° 2016-08 et que cette obligation coexiste avec d'autres fenêtres négatives et d'autres période d'abstention. Enfin, COFEPP souligne que l'information contenue dans le « *board pack* » était négative.

208. Il résulte des pièces du dossier que la cooptation de COFEPP, en qualité de nouvel administrateur de MBWS, a été ratifiée par l'assemblée générale du 27 juin 2017, de sorte qu'elle exerçait, à compter de cette date, des responsabilités dirigeantes au sein de MBWS, et conformément aux dispositions précitées, était donc soumise à l'obligation d'abstention d'opérer.

209. La position-recommandation n°2016-08 visée dans la notification de griefs précise : « *la diffusion par un émetteur d'un communiqué de presse sur les résultats annuels ou semestriels constitue l'annonce du rapport financier annuel ou intermédiaire au sens de l'article 19.11 du règlement MAR* ».

210. Il ressort des pièces du dossier que MBWS a publié ses résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2017 par communiqué du 20 septembre 2017, lequel constituait donc un rapport intermédiaire au sens de l'article 19.11 du règlement MAR, engendrant une période d'arrêt de 30 jours calendaires à compter du 21 août 2017.
211. Or, COFEPP a acquis les 24 et 25 août 2017 respectivement 63 300 et 34 311 actions MBWS, ce qu'elle ne conteste pas. Ces opérations ont ainsi été réalisées pendant la période de fenêtre négative ci-dessus définie.
212. L'absence d'intention de méconnaître cette obligation est indifférente, dès lors que le manquement relatif à l'obligation d'abstention d'opérer pendant une période de fenêtre négative est un manquement objectif.
213. Par conséquent, le manquement de COFEPP aux dispositions précitées est caractérisé.

## **2. Sur le défaut de déclaration des opérations sur le titre MBWS**

### **2.1. Sur les textes applicables**

214. Les faits reprochés, qui se sont déroulés entre le 1<sup>er</sup> mars 2016 et le 3 mai 2017, seront examinés à la lumière des textes applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
215. Les textes applicables sont identiques à ceux applicables aux précédents griefs relatifs au défaut de déclaration des opérations sur le titre MBWS.

### **2.2. Sur l'appréciation du manquement**

216. La notification de griefs retient que COFEPP est une personne morale liée à M. et Mme Cayard car elle est dirigée par M. Cayard, président du directoire de COFEPP nommé administrateur de MBWS le 30 juin 2015, et Mme Cayard, vice-présidente du conseil de surveillance de COFEPP nommée administratrice de MBWS le 21 juin 2016 et elle est contrôlée par ces derniers, comme en témoignent les déclarations de franchissement de seuils de 2015 dans lesquelles il est mentionné que COFEPP est une personne morale liée à M. Cayard. Elle relève que COFEPP a procédé à de nombreuses acquisitions de titres MBWS en 2016 et 2017, selon les informations communiquées aux enquêteurs par cette dernière, sans procéder aux déclarations des opérations réalisées entre le 1<sup>er</sup> mars 2016 et le 3 mai 2017. Elle précise que ce manquement est d'autant plus grave que les transactions réalisées en 2017 ont eu lieu après l'audition de M. Cayard par les enquêteurs qui ont procédé à un rappel à la loi.
217. COFEPP ne conteste pas le manquement pour les opérations réalisées entre le 1<sup>er</sup> mars 2016 et le 19 octobre 2016 mais argue de sa bonne foi, en indiquant avoir méconnu cette obligation déclarative jusqu'à l'audition de M. Cayard par les enquêteurs. Elle indique avoir tiré toutes les conséquences du rappel à la loi, et notamment, d'une part avoir tenté de déclarer l'acquisition du 8 février 2017, celle-ci ayant fait l'objet d'un « code erreur » sur ONDE et le directeur financier de COFEPP ayant alerté le service dédié à l'AMF et la direction juridique de MBWS, d'autre part avoir déclaré les opérations des 9 et 10 février le 13 février 2017 sans qu'aucun message d'erreur n'apparaisse, ensuite avoir tenté de déclarer l'acquisition du 27 avril le 4 mai 2017, sans qu'aucun message d'erreur n'apparaisse et, enfin, avoir déclaré les opérations des 28 avril, 2, 3, 4 et 5 mai 2017 le 9 mai 2017. COFEPP précise que toutes les déclarations ultérieures ont été faites sans difficulté et, qu'en tout état de cause, elle n'a jamais dissimulé sa montée au capital de MBWS en procédant régulièrement à l'ensemble des déclarations de franchissements de seuils et d'intention.
218. Il résulte des pièces du dossier que M. Cayard, président du directoire de COFEPP et Mme Cayard, vice-présidente du conseil de surveillance de COFEPP, ont été respectivement nommés administrateurs de MBWS le 30 juin 2015 et le 21 juin 2016. Il ressort aussi des déclarations de franchissement de seuils et d'intention de COFEPP que celle-ci était contrôlée par M. et Mme Cayard, de sorte que COFEPP était tenue de déclarer les opérations réalisées sur le titre MBWS en tant que personne liée à M. et Mme Cayard, ce qu'elle ne conteste pas.
219. Il résulte également du relevé d'opérations sur les titres MBWS, fourni par COFEPP aux enquêteurs, que celle-ci a procédé à de nombreuses acquisitions d'actions MBWS entre le 1<sup>er</sup> mars 2016 et le 3 mai 2017.

220. COFEPP admet ne pas avoir déclaré les opérations réalisées entre le 1<sup>er</sup> mars et le 19 octobre 2016.
221. S'agissant des opérations postérieures, il ressort des pièces produites par COFEPP au soutien de ses prétentions, et contrairement à ses allégations, que pour les acquisitions des 8, 9 et 10 février, ainsi que celles des 27 et 28 avril et, enfin, celles des 2, 3, 4 et 5 mai 2017, soit COFEPP a reçu un « code erreur », soit elle a déclaré les opérations en indiquant des dates d'exécution erronées car elle a procédé à des déclarations agrégées pour des acquisitions réalisées à des dates distinctes, alors qu'elle aurait dû procéder à des déclarations distinctes pour chaque opération. Ces opérations n'ont donc pas été déclarées conformément à la réglementation applicable.
222. Par ailleurs, et comme dit précédemment, la méconnaissance de la réglementation boursière et l'absence d'intention de méconnaître une obligation déclarative sont sans incidence sur la caractérisation du manquement.
223. De plus, si les déclarations de franchissement de seuils et les informations données par COFEPP établissent le fait que cette dernière n'a pas tenté de dissimuler sa montée au capital de MBWS, il demeure qu'en omettant de déclarer ses opérations elle n'a pas satisfait aux exigences des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF, destinés à assurer la pleine information du marché, à bref délai et de manière directe, sur chacune des opérations sur les titres réalisées, et à mettre ainsi les investisseurs en mesure d'apprécier la signification de toute intervention, quel qu'en soit le volume.
224. En conséquence, le manquement est caractérisé à l'encontre de COFEPP.

## **SANCTIONS ET PUBLICATION**

### **I. Sur les sanctions**

225. Les manquements retenus à l'égard de Mme Zniber, Diana Holding, M. Heringer, DF Holding et COFEPP se sont déroulés au cours de la période comprise entre le 16 mars 2015 et le 3 mai 2017.
226. Aux termes du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 22 février 2014 au 3 juillet 2016 : « *La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié, à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou s'est livrée à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent : / -un instrument financier [...] admis aux négociations sur un marché réglementé [...].* »
227. Dans sa version en vigueur à compter du 3 juillet 2016, non modifiée sur ces points dans un sens moins sévère, le II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dispose que : « *La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger : / 1° S'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou à une manipulation de marché, au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) [...]; / 2° A recommandé à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, au sens de l'article 8 du même règlement, ou a incité une autre personne à effectuer une telle opération ; / 3° S'est livrée à une divulgation illicite d'informations privilégiées, au sens de l'article 10 dudit règlement ; / 4° Ou s'est livrée à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du II de l'article L. 621-14, / dès lors que ces actes concernent : [...] / - un instrument financier [...] négociés sur un marché réglementé [...].* »
228. Le premier alinéa du I de l'article L. 621-14 du même code, dans sa version en vigueur aux mêmes dates, non modifiée depuis sur ces points dans un sens moins sévère, renvoie à « *tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché.* ». Depuis le 3 juillet 2016, ce renvoi figure au II de l'article L. 621-14.
229. Les manquements d'initiales retenus à l'encontre de Diana Holding, Mme Zniber et M. Heringer, qui concernent les titres de MBWS, société alors cotée sur Euronext, sont donc susceptibles de donner lieu au prononcé d'une sanction par la commission sur le fondement du II c) précité de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.



230. Les manquements retenus à l'encontre de Diana Holding, DF Holding et COFEPP relatifs à l'absence de déclaration des opérations des dirigeants et des personnes liées sur les titres de MBWS, ainsi que le manquement relatif à l'obligation d'abstention pendant une fenêtre négative, retenu à l'encontre de COFEPP, sont de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché et, partant, également passibles de sanction sur le fondement du II c) précité de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.
231. Le III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur du 22 février 2014 au 5 décembre 2015, non modifiée sur ce point depuis dans un sens moins sévère, dispose que : « *Les sanctions applicables sont : [...] c) Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c à g du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public.* ».
232. Les mis en cause encourent donc chacun une sanction d'un montant maximum égal à 100 millions d'euros ou au décuple de l'avantage éventuel retiré du manquement.
233. Le III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur depuis le 11 décembre 2016, définit comme suit les critères à prendre en compte pour déterminer la sanction : « *- Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : - de la gravité et de la durée du manquement ; / - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ; / - de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; / - des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ; / - du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ; / - des manquements commis précédemment par la personne en cause ; / - de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement.* »
- *S'agissant de Diana Holding*
234. Le manquement retenu à l'encontre de Diana Holding a eu lieu du 16 mars au 1er avril 2015, pour le manquement d'initié et, à compter du 16 septembre 2014, pour le manquement à l'obligation déclarative des opérations réalisées sur le titre MBWS.
235. Ces manquements ont été commis par un des plus importants groupes privés au Maroc et acteur majeur de l'industrie agroalimentaire marocaine, de sorte qu'ils revêtent une particulière gravité.
236. Il ressort des pièces du dossier, ce qui n'est pas contesté, que Diana Holding a réalisé une économie de 4 966 500 euros grâce aux acquisitions d'actions réalisées en méconnaissance de son obligation d'abstention et, une économie de 9 300 euros grâce aux acquisitions de BSA Actionnaires 2. De plus, les cessions postérieures de ces titres par Diana Holding, lui ont permis de réaliser des plus-values respectives de 3 421 975 euros et 8 400 euros.
237. Le manquement à l'obligation déclarative est de nature à affecter le bon fonctionnement du marché dès lors que les dispositions des articles L. 621-18-2 du code monétaire et financier et 223-22 du règlement général de l'AMF ont pour objet de permettre au marché d'être informé rapidement des opérations auxquelles se livrent les dirigeants et les personnes liées sur les titres de la société, et d'apprécier la signification qu'elles peuvent revêtir. Il y a également lieu de retenir, comme l'indique à juste titre la notification de griefs, que ce manquement est d'autant plus grave que le manquement d'utilisation d'information privilégiée a été retenu à l'encontre de Diana Holding.
238. Enfin, Mme Zhiber a affirmé, sans en justifier, que le chiffre d'affaires consolidé de Diana Holding pour 2019 s'élevait à 3,7 milliards de Dirhams (soit 340 millions d'euros) et que le résultat était négatif à hauteur de 143 millions de



Dirhams (soit - 13 millions d'euros). Elle a également déclaré qu'au 30 juin 2020, le chiffre d'affaires était de l'ordre de 1,3 milliards de Dirhams (soit 120 millions d'euros), et que le résultat était négatif à hauteur de 250 millions de Dirhams (soit - 23 millions d'euro).

239. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de Diana Holding une sanction pécuniaire de dix millions d'euros.

– *S'agissant de Mme Zniber*

240. Le manquement retenu à l'encontre de Mme Zniber a eu lieu du 16 mars au 1<sup>er</sup> avril 2015.

241. Compte tenu de sa qualité d'administrateur de la société sur laquelle portaient l'information privilégiée, le manquement commis par Mme Zniber revêt une particulière gravité.

242. L'avantage ou la perte économique retiré du manquement d'initié sont les mêmes que ceux précédemment développés pour Diana Holding.

243. Mme Zniber a seulement déclaré que l'essentiel de son patrimoine était constitué de sa participation en nue-propiété dans le capital de Diana Holding (à hauteur de 32,20 %), sans produire aucun document justificatif.

244. Il y a lieu de prononcer à l'encontre de Mme Zniber une sanction pécuniaire de six millions d'euros.

– *S'agissant de M. Heringer*

245. Le manquement à l'obligation d'abstention de recommandation sur la base d'une information privilégiée retenu à l'encontre de M. Heringer a eu lieu le 11 mai 2015.

246. Comme M. Heringer le souligne dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, il est un professionnel des marchés. De surcroît, il était invité permanent au conseil d'administration de la société sur laquelle portaient les informations privilégiées, de sorte que le manquement revêt une particulière gravité.

247. Aucun avantage ou perte retiré du manquement ne ressort des pièces du dossier.

248. M. Heringer a uniquement déclaré ne toucher aucun revenu fixe, ni aucun jeton de présence de MBWS et avoir un compte titres composé de 500 actions MBWS en moins-value de 90 %, sans produire aucun document justificatif.

249. Dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, M. Heringer a indiqué n'avoir jamais fait l'objet d'aucune enquête ni notification de grief.

250. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de M. Heringer une sanction pécuniaire de deux millions d'euros.

– *S'agissant de DF Holding*

251. Le manquement à l'obligation déclarative retenu à l'encontre de DF Holding a eu lieu entre les 13 et 16 juillet 2015.

252. Si DF Holding fait valoir qu'il convient de relativiser la gravité de son omission, qui était involontaire, excusable et à l'impact limité sur le marché, comme dit précédemment, le manquement à l'obligation déclarative est de nature à affecter le bon fonctionnement du marché.

253. Le bilan de DF Holding au 31 décembre 2019 s'élevait à 361 243 633,84 euros, le chiffre d'affaires net à 53 141,90 euros et le résultat à 13 228 557,86 euros.

254. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de DF Holding une sanction pécuniaire de cent mille euros.



– S'agissant de COFEPP

255. Le manquement à l'obligation d'abstention en période de fenêtre négative retenu à l'encontre de COFEPP a eu lieu les 24 et 25 août 2017. Celui relatif à l'obligation déclarative a eu lieu entre le 1<sup>er</sup> mars 2016 et le 3 mai 2017.
256. S'agissant du premier manquement, il ressort des pièces du dossier que COFEPP n'a retiré aucun avantage ou perte et que COFEPP a procédé aux acquisitions litigieuses, alors qu'elle avait été destinataire le 1<sup>er</sup> août 2017 du « *board pack* » de juin 2017 de MBWS comprenant des informations négatives, et notamment un risque de non-atteinte de l'objectif d'EBITDA 2017.
257. Si COFEPP fait valoir que les acquisitions litigieuses sont excusables au vu de la récente évolution réglementaire, il convient de souligner que le règlement MAR est entré en vigueur le 3 juillet 2016, soit plus d'un an avant les faits, et que les dispositions spécifiques de l'article 19.11 ont été précisées par la position-recommandation AMF n° 2016-08, de sorte qu'il n'y a pas lieu d'en tenir compte dans le quantum de la sanction.
258. Comme dit précédemment, le manquement à l'obligation déclarative est de nature à affecter le bon fonctionnement du marché et il ressort des pièces du dossier que ce manquement est d'autant plus grave pour les transactions réalisées en 2017 qui l'ont été postérieurement à l'audition de M. Cayard par les enquêteurs lors de laquelle ce dernier s'était vu rappeler cette obligation.
259. Le bilan de COFEPP au 31 décembre 2019 s'élevait à 1 117 734 749 euros, le chiffre d'affaires à 27 939 205 euros et le résultat net négatif à 9 505 438 euros.
260. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de COFEPP une sanction pécuniaire de cent mille euros.

**II. Sur la publication**

261. Aux termes du V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable à compter du 11 décembre 2016, non modifiée depuis dans un sens moins sévère : « *La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. / La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes : / a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données personnelles ; / b) Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. [...].* »
262. Dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, M. Heringer fait valoir, qu'en tant que professionnel des marchés ayant successivement occupé des postes importants dans le domaine, le manquement cause un préjudice grave à son image et à son intégrité professionnelle, sans demander précisément l'anonymisation de la décision et sans produire aucun élément au soutien de sa prétention. Le manquement commis par M. Heringer est suffisamment grave pour que l'absence d'anonymisation de la décision à venir ne constitue un préjudice « *disproportionné* » au sens de l'article précité.
263. Dans ses observations en réponse au rapport du rapporteur, DF Holding sollicite l'anonymisation de la décision non pas la concernant mais à l'égard des personnes physiques impliquées et plus généralement du groupe auquel elle appartient, sans justifier d'une telle demande.
264. Il y a lieu de retenir que la publication de la présente décision n'est ni susceptible de causer aux personnes mises en cause un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. Elle sera donc ordonnée, sans anonymisation.



**PAR CES MOTIFS,**

**Et ainsi qu'il en a été délibéré par Mme Marie-Hélène Tric, présidente, en remplacement de M. Jean Gaeremynck, président de la 2<sup>ème</sup> section de la commission des sanctions, par M. Didier Guerin, Mme Sandrine Elbaz-Rouso, Mme Sophie Schiller et M. Lucien Millou, membres de la 2<sup>ème</sup> section de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions :**

- prononce à l'encontre de la société Diana Holding une sanction pécuniaire de 10 millions € (dix millions d'euros) ;
- prononce à l'encontre de Mme Rita Zniber une sanction pécuniaire de 6 millions € (six millions d'euros) ;
- prononce à l'encontre de M. Serge Heringer une sanction pécuniaire de 2 millions € (deux millions d'euros) ;
- prononce à l'encontre de la société DF Holding une sanction pécuniaire de 100 000 € (cent mille euros) ;
- prononce à l'encontre de la société COFEPP une sanction pécuniaire de 100 000 € (cent mille euros) ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et fixe à cinq ans à compter de la date de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

Fait à Paris, le 28 avril 2021

La Secrétaire de séance,

La Présidente,

Martine Gresser

Marie-HélèneTric

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