

**La Commission  
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS  
À L'ÉGARD DES SOCIÉTÉS S, T, W, X, Y et Z**

La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14 et L. 621-15 ainsi que ses articles R. 532-19 II et R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 modifiée de sécurité financière, notamment ses articles 47 et 49-IV ;
- Vu les articles 1 à 3 du règlement de la Commission des opérations de bourse (COB) n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 susvisée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par le règlement général de l'AMF, aujourd'hui codifiés aux articles 221-1, 223-1 et 632-1 ;
- Vu l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, maintenu en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 susvisée jusqu'à sa reprise, à compter du 25 novembre 2004, par le règlement général de l'AMF, aujourd'hui codifié à l'article 212-16 ;
- Vu le règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, notamment en ses articles 1er et 3 à 5, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 susvisée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 611-1, 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ;
- Vu le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF) et notamment ses articles 3-5-11 et 3-4-3 maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 susvisée jusqu'à sa reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 321-107 et 321-78 du règlement général de l'AMF ;
- Vu les notifications de griefs adressées aux sociétés S, T, X, Y et W en date du 20 décembre 2004 et à la société Z en date du 23 décembre 2004 ;
- Vu la décision du président de la Commission des sanctions du 24 février 2005 désignant M. Thierry Coste, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu la décision du président de la Commission des sanctions du 21 juin 2006 désignant M. Jean-Pierre Morin, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur, en remplacement de M. Thierry Coste ;
- Vu les observations écrites présentées le 29 mai 2006 par Me Hervé Pisani pour le compte de la société S, le 2 juin 2006 par Me Thierry Gontard pour le compte de la société T, le 5 juin 2006 par Mes Philippe Hameau et Marine Lallemand pour le compte de la société X, le 29 mai 2006 par Me Edouard Didier pour le compte de la société Y, le 2 juin 2006 par Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze pour le compte de la société Z et le 20 juillet 2006 par Mes Arnaud Larrousse et Jean-Pierre Martel pour le compte de la société W ;
- Vu les auditions effectuées par le rapporteur ;
- Vu le rapport de M. Jean-Pierre Morin en date du 4 avril 2007 ;
- Vu les lettres de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 7 juin 2006 auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur adressées aux sociétés S, T, X, Y, Z. et W. ;

- Vu les observations écrites présentées le 14 mai 2007 par Me Thierry Gontard pour le compte de la société T, le 15 mai 2007 par Mes Stéphane Bénouville et Marine Lallemand pour le compte de la société X, le 7 mai 2007 par Mes Edouard Didier et Jean-Patrice Labautière pour le compte de la société Y, les 14 et 30 mai 2007 par Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze pour le compte de la société Z et le 9 mai 2007 par Mes Jean-Pierre Martel et Arnaud Larrousse pour le compte de la société W ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 7 juin 2007 :

- M. le rapporteur en son rapport,
- Mme Catherine Le Rudulier, commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. [...], représentant la société S en tant que secrétaire g accompagné de M. [...], directeur financier adjoint de la société S,
- Me Hervé Pisani, conseil de la société S,
- M. [...], représentant la société T, en tant que *managing director*,
- Mes Thierry Gontard et Martin Tomasi, conseils de la société T,
- M. [...], représentant la société Y en tant que membre du comité de direction,
- Mes Edouard Didier et Jean-Patrice Labautière, conseils de la société Y assistés de Mes Chesnelong et Russel Williams,
- M. [...], représentant la société X en tant que *managing director*,
- Mes Stéphane Bénouville et Marine Lallemand, conseils de la société X,
- M. [...], représentant de la société Z en tant que co-président, et M. [...], représentant la société Z en tant qu'associé,
- Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze, conseils de la société Z, assistés par Mes Jennifer Downing et Matthew Dontzin,
- MM. [...], [...] et [...], représentant la société W en tant que Directeurs,
- Me Jean-Pierre Martel, conseil de la société W, assisté par Me Chantal Genermont,

en la présence des interprètes :

- Mmes Lisette Nahon-Pinto et Catherine Mickus-Beziat désignées par la société X,
- Mmes Catherine Delaruelle et Annabel Freeman désignées par la société W,
- Mmes Nicole Candelier et Shan Benson désignées par l'AMF,

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

## **I Faits et procédure**

### **1.1. LES FAITS**

Le 14 novembre 2002, la société S, société anonyme régie par le droit français dont le siège social est fixée au [...] Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro [...], et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A de l'Eurolist d'Euronext Paris, a annoncé le lancement d'une émission d'obligations remboursables en actions de la société S (ci-après ORA) pour un montant maximal de 1 milliard d'euros.

Alors que la société R avait été chargée initialement d'étudier l'opération et qu'un premier projet de note d'opération avait été déposé à la COB le 5 novembre 2002, c'est la société T qui a été choisie comme coordinateur global et chef de file teneur de livre pour cette opération.

Le visa accordé, le communiqué de presse annonçant le lancement de l'opération a été communiqué au marché le jeudi 14 novembre 2002 à 12h 11. Le placement s'est effectué en deux phases distinctes, en fonction de la catégorie des souscripteurs et selon le calendrier fixé dans la note d'opération définitive. Au cours de la journée du 14 novembre 2002, les ORA ont été placées auprès d'investisseurs institutionnels situés au Royaume Uni et en France pour un montant de 885 millions d'euros, incluant une option de surallocation. Les ORA ont ensuite été offertes au public en France pendant 3 jours de bourse à compter du vendredi 15 novembre 2002, soit jusqu'au mardi 19 novembre 2002 inclus. Durant cette seconde phase, des clients particuliers ont souscrit pour un montant total de 49,5 millions d'euros.

C'est dans ce contexte que le département de la surveillance du service de l'inspection de la COB a proposé, le 13 décembre 2002, d'ouvrir une enquête sur le marché du titre de la société S et de tout produit financier qui lui est attaché. Le 17 décembre 2002, le directeur général de la COB a décidé de faire procéder, par le service de l'inspection de la COB, à une enquête sur « *le marché du titre de la*

société S et de tout produit financier qui lui est attaché, à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2002 ». Un rapport, suivi d'une note complémentaire du 16 novembre 2004, a été établi par la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés (DESM) de l'AMF le 8 novembre 2004 et examiné par la commission spécialisée n° 3 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, lors de sa séance du 23 novembre 2004.

## 1.2. La procédure

### 1.2.1. Les notifications de griefs

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception en date des 20 et 23 décembre 2004, le président de l'AMF, sur décision prise par la commission spécialisée n° 3 du Collège le 23 novembre 2004, a notifié les griefs qui leur étaient reprochés aux sociétés S, T, X, Y, Z et W en les informant, d'une part, de la transmission des lettres de notification au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur et, d'autre part, du délai d'un mois dont elles disposaient pour présenter des observations écrites en réponse aux griefs énoncés dans ces lettres, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de leur choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF et d'en obtenir copie.

A ces notifications de griefs était annexée une copie du rapport d'enquête établi par la DESM.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception, le président de l'AMF a transmis le 24 avril 2006 aux personnes mises en cause qui étaient domiciliées au Royaume-Uni et en Allemagne une traduction en anglais ou en allemand, selon les cas, de la notification de griefs qui leur avait été adressée.

### 1.2.2. La saisine de la Commission des sanctions par le président de l'AMF et la désignation du rapporteur

Le président de l'AMF, en application de l'article 18 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, aujourd'hui codifié à l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, a informé le 23 décembre 2004 le président de la Commission des sanctions de la décision prise par la commission spécialisée n° 3 du Collège de l'AMF de procéder aux notifications de griefs sur le fondement du rapport établi par la DESM.

Le 24 février 2005, le président de la Commission des sanctions alors en fonctions a nommé M. Thierry Coste en qualité de rapporteur, ce dont les personnes mises en cause ont été informées.

A la suite du renouvellement des membres de la Commission des sanctions, le nouveau président de la Commission a désigné, le 21 juin 2006, M. Jean-Pierre Morin en remplacement de M. Thierry Coste, ce dont les personnes mises en cause ont été avisées. Il leur a été rappelé la possibilité d'être chacune entendue, à sa demande, dans les locaux de l'AMF, en application de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

### 1.2.3. La procédure contradictoire

Le 26 janvier 2005, le président de la Commission des sanctions de l'AMF a informé les personnes mises en cause que le délai d'un mois pour présenter des observations commencerait à courir à partir du moment où la traduction française des pièces du dossier sera mise à leur disposition,

Le 26 avril 2006, le rapporteur alors en fonctions a écrit aux personnes mises en cause, en leur indiquant que les pièces du dossier traduites en français étaient à leur disposition.

Me Hervé Pisani, pour le compte de la société S, a déposé des observations en réponse le 29 mai 2006, M. [...], directeur général adjoint et directeur financier de la société S, ayant, par ailleurs, écrit le 3 janvier 2005 au président de l'AMF un courrier qui a été transmis au président de la Commission des sanctions.

Me Eric Dezeuze, après avoir soutenu le 18 février 2005 qu'une pièce « *essentielle à la compréhension des faits* » n'aurait pas été versée au dossier, a déposé, avec Me Jean-François Prat, des observations en réponse le 2 juin 2006 pour le compte de la société Z, suivies d'un courrier du 19 mars 2007.

Des observations en réponse ont également été déposées le 2 juin 2006 par Me Thierry Gontard pour le compte de la société T, le 5 juin 2006 par Mes Philippe Hameau et Marine Lallemand pour le compte de la société X, le 29 mai 2006 par Me Edouard Didier pour le compte de la société Y et le 20 juillet 2006 par Mes Jean-Pierre Martel et Arnaud Larrousse pour le compte de la société W.

La société Z ayant sollicité l'audition de MM. [...] et [...], le rapporteur les a entendus respectivement pour le premier en qualité de représentant de la société Z, assisté de Mes Eric Dezeuze et Jennifer Downing ainsi que de Me Matthew Dontzin du barreau de New York, et pour le second en qualité de témoin, sans assistance d'avocat. A la suite de son audition, M. [...] a transmis par courrier du 28 mars 2007, par l'intermédiaire de Me Eric Dezeuze, copie d'un extrait du journal *Le Figaro* en date du 14 novembre 2002 qu'il avait mentionné lors de son audition.

Des observations en réponse au rapport du rapporteur ont été déposées le 14 mai 2007 par Me Thierry Gontard pour le compte de la société T, le 15 mai 2007 par Mes Stéphane Benouville et Marine Lallemand pour le compte de la société X, le 7 mai 2007 par Mes Edouard Didier et Jean-Patrice Labautière pour le compte de la société Y, les 14 et 30 mai 2007 par Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze pour le compte de la société Z et le 9 mai 2007 par Mes Jean-Pierre Martel et Arnaud Larrousse pour le compte de la société W

Me Hervé PISANI, pour le compte de la société S, a indiqué le 7 mai 2007 n'avoir pas d'observations complémentaires à formuler.

## II Les textes applicables

Considérant que la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière a abrogé l'article L. 622-16 du code monétaire et financier en vigueur à l'époque des faits ; qu'elle lui a substitué l'article L. 621-15, qu'elle a modifié ; que la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie a ensuite modifié l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ; que ni la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière ni la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie n'ont eu pour effet d'introduire en droit positif des dispositions moins sévères devant recevoir une application rétroactive en vertu du principe de rétroactivité *in mitius* ; qu'il y a donc lieu de faire application des dispositions de l'article L. 622-16 du code monétaire et financier applicable à l'époque des faits de l'espèce ;

Considérant que les faits reprochés sont antérieurs à la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière ; qu'ils doivent dès lors être appréciés au regard des dispositions combinées des articles L. 621-15 et L. 621-14 du code monétaire et financier dans leur rédaction issue de la loi n° 89-531 du 2 août 1989, dont il résulte que peuvent être sanctionnés les auteurs des pratiques contraires aux règlements COB, lorsque ces pratiques ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles, et ce en l'absence de dispositions postérieures à la loi du 2 août 1989 plus douces susceptibles de recevoir une application rétroactive ;

Considérant que les faits objet des griefs notifiés à la société T sur le fondement des dispositions des articles 3-5-11 et 3-4-3 du règlement général du CMF étant antérieurs à l'entrée en vigueur du règlement général de l'AMF, ils doivent être appréciés au regard des dispositions dudit règlement général du CMF, en l'absence de dispositions postérieures plus douces susceptibles de recevoir une application rétroactive ;

Considérant que les faits, objet des griefs notifiés sur le fondement des articles 1 à 3 du règlement COB n° 98-07 *relatif à l'obligation d'information du public* et 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée* et 1 et 3 à 5 du règlement COB n° 90-08 *relatif à l'utilisation d'une information privilégiée* se sont déroulés en novembre 2002 ;

Considérant que les dispositions de l'article 2 du règlement COB n° 98-07 *relatif à l'obligation d'information du public*, applicable à l'époque des faits, n'ont pas été remplacées par des dispositions plus douces ; que l'article 3 du règlement COB n° 98-07 *relatif à l'obligation d'information du public*, applicable à l'époque des faits, dispose que « *constitue, pour toute personne, une atteinte à la bonne information du public la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse* » ; que ces dispositions ont été reprises et complétées par celles de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, dont le premier alinéa dispose que : « *toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses* » ; que ces

dispositions plus douces doivent recevoir une application rétroactive ; que les faits examinés par suite doivent être appréciés au regard des dispositions précitées de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF ;

Considérant que l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée*, applicable à l'époque des faits, n'a pas été remplacé par des dispositions plus douces susceptibles de recevoir une application rétroactive ; que les faits examinés par suite doivent être appréciés au regard des dispositions de l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 précité ;

Considérant que les dispositions des articles 1 et 3 à 5 du règlement COB n° 90-08 *relatif à l'utilisation d'une information privilégiée* applicables à l'époque des faits ont été reprises et complétées par celles des articles 611-1, 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ; que l'entrée en vigueur du règlement général de l'AMF a eu pour effet d'introduire en droit positif des dispositions moins sévères, en tant qu'il qualifie de « *sensible* » l'incidence sur les cours que serait susceptible d'avoir une information rendue publique, de sorte qu'il doit recevoir une application rétroactive en vertu du principe de rétroactivité *in mitius* ; que les faits examinés par suite doivent être appréciés au regard des dispositions des articles précités du règlement général de l'AMF ;

### III Examen des griefs notifiés aux sociétés S et T

#### 3.1. Examen du grief notifié à la société S

Considérant que s'il est fait grief à la société S d'avoir décrit dans la note d'opération du 14 novembre 2002 un produit différent de celui placé par la société T, il ne résulte pas de l'instruction que l'indication de la note d'opération selon laquelle la vente simultanée d'autant d'actions de la société S serait proposée - mais non imposée - aux investisseurs institutionnels souscrivant aux ORA n'aurait pas correspondu au mode de placement alors envisagé ; que si par la suite et en fait le placement a été mis en place par la société T sous la forme exclusive d'un « *swap* », c'est-à-dire en imposant la vente simultanée d'autant d'actions de la société S, cette initiative de la société T n'a pas été le fait de l'émetteur, la société S, qui doit par suite être mis hors de cause sans qu'il soit besoin de rechercher si le grief qui lui a été notifié n'aurait pas dû être fondé, non pas sur le règlement COB n° 98-07 *relatif à l'obligation d'information du public*, mais, comme elle le soutient, sur le règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée* ;

#### 3.2. Examen des griefs notifiés à la société T

##### 3.2.1. A titre liminaire : la compétence de la Commission des sanctions à l'égard de la société T et l'applicabilité à la cause des dispositions visées par la notification de griefs

Considérant que la société T soulève à titre liminaire l'incompétence de la Commission des sanctions, aux motifs que sa succursale londonienne n'est pas intervenue en libre prestation de services en France à l'occasion de l'opération en cause, l'ORA n'ayant été placée qu'auprès d'investisseurs britanniques, et que les manquements reprochés n'ont pas été commis en France ;

Considérant qu'en l'espèce l'émetteur est une société anonyme régie par le droit français et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A de l'Eurolist d'Euronext Paris ; qu'au surplus, le contrat de garantie relatif à l'émission de l'ORA, fait à Paris, était régi par le droit français, la note d'opération a été visée en France et la fiche de présentation de l'opération indiquait que l'opération était soumise au droit français ; que dès lors, les agissements commis dans le cadre de cette prestation de services relèvent de la compétence de la Commission des sanctions de l'AMF en vertu des dispositions combinées des articles L. 621-15, L. 621-9 et R. 532-19 II du code monétaire et financier ;

Considérant que la société T soutient que les articles 3-5-11 et 3-4-3 du règlement général du CMF n'étaient pas applicables à sa succursale de Londres opérant en France en libre prestation de services ;

Considérant que l'article 3-5-11 du règlement général du CMF pris dans sa version applicable au moment des faits disposait : « *Lorsque le prestataire habilité entend pratiquer des sondages de marché, lors de la préparation d'une opération financière sur le marché primaire ou lors d'une opération de reclassement, il sollicite l'accord préalable des personnes qu'il envisage d'interroger. Il les informe qu'un accord de leur part les conduit à recevoir une information privilégiée. Le prestataire habilité tient une liste*

*des personnes ayant accepté d'être interrogées, sur laquelle il mentionne la date et l'heure auxquelles il les a appelées » ;*

Considérant que l'article 3-4-3 du règlement général du CMF pris dans sa version applicable au moment des faits disposait : *« le prestataire habilité organise, sous réserve des dispositions prévues à l'article 3-4-5 et dans des conditions conformes aux lois et règlements en vigueur, l'enregistrement des conversations téléphoniques : - des négociateurs d'instruments financiers ; - des collaborateurs qui, sans être négociateurs, participent à la relation commerciale avec les donneurs d'ordres, lorsque le déontologue l'estime nécessaire du fait de l'importance que sont susceptibles de revêtir les montants ou les risques des ordres en cause » ;*

Considérant que la règle selon laquelle le prestataire pratiquant des sondages sur le marché doit tenir une liste des personnes ayant accepté d'être interrogées et y mentionner la date et l'heure auxquelles il les a appelées et celle lui faisant obligation de conserver et d'enregistrer les conversations téléphoniques des négociateurs d'instruments financiers et de leurs collaborateurs visés à l'article 3-4-3 précité, ont pour objet de permettre aux autorités de contrôle d'exercer leur mission et, ce faisant, par l'effet dissuasif que peut avoir l'existence de telles possibilités de contrôle, de contribuer à prévenir la commission de manquements ; qu'elles revêtent ainsi le caractère de règles substantielles édictées non pour régir les relations contractuelles dans lesquelles s'inscrivent les prestations de services d'investissement mais pour assurer l'intégrité du marché sur lequel les instruments financiers en cause sont admis et négociés ; que, revêtant ainsi le caractère de règles d'intérêt général au sens de la jurisprudence de la Cour de Justice des communautés européennes, elles étaient, contrairement à ce que soutient la société T, applicables aux activités conduites en libre prestation de services par sa succursale londonienne pour des instruments financiers admis et négociés sur le marché français ;

Considérant que la société T prétend encore que, contrairement à l'exigence posée par l'article 18-2 alinéa 2 de la directive 93/22/CEE du conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières dite « Directive sur les services d'investissement », selon lequel *« les autorités compétentes de l'État membre d'accueil indiquent, le cas échéant, dès réception de la notification (...) à l'entreprise d'investissement les conditions, y compris les règles de conduite, auxquelles, pour des raisons d'intérêt général, les prestataires des services d'investissement en question doivent se conformer dans l'État membre d'accueil »*, le CMF ne l'a jamais informée qu'elle devait se conformer aux dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF lorsqu'elle intervenait en libre prestation de services, de sorte que cet article lui est inopposable ;

Mais considérant que cette absence d'indication ne saurait dispenser le prestataire de services d'investissement intervenant en libre prestation de services du respect des règles qui lui sont applicables alors surtout que le CMF avait établi à destination des prestataires une *« note sur l'applicabilité du titre III [de son règlement général] aux prestataires de services d'investissement intervenant en libre établissement ou en libre prestation de services en France »* ; que cette note – accessible sur le site du CMF – indiquait que son chapitre V sur *« les règles de bonne conduite applicables aux opérations financières sur le marché primaire, aux opérations de reclassement ainsi qu'aux offres publiques d'acquisition »* était applicable aux prestataires de services d'investissement intervenant en libre établissement et en libre prestation de services ; que l'article 3-5-11 du règlement général du CMF est, en conséquence, applicable à la société T ;

### 3.2.2. Le grief tiré de la violation de l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 notifié à la société T

Considérant que l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 précité dispose que *« lorsqu'un ou des prestataires de services d'investissement participent à la première admission des titres visés au deuxième alinéa du paragraphe I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier ainsi qu'à toute opération financière portant sur de tels titres réalisée dans les trois ans à compter de la première admission des titres de capital, le ou les prestataires de services d'investissement confirment à la Commission avoir effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement. Au cours de la période de trois ans suivant la première admission des titres d'un émetteur, lorsque le prospectus établi en vue de l'opération est constitué d'un document de référence, ou d'un prospectus récent, et d'une note d'opération, le ou les prestataires de services d'investissement n'attestent que l'information contenue dans la note d'opération, dès lors que l'information contenue dans le document de référence, ou le prospectus récent, a fait l'objet d'une attestation, sur la base des diligences professionnelles d'usage, par lui-même ou un autre prestataire de services d'investissement préalablement à l'opération. À l'issue de ces trois années, l'attestation du ou des prestataires de services d'investissement ne porte que sur les modalités de l'opération et sur les caractéristiques des instruments financiers offerts, telles que décrites dans le*

*prospectus ou la note d'opération, suivant le cas. Dans tous les cas, l'attestation est remise à la Commission préalablement à la délivrance du visa » ;*

Considérant qu'il est fait grief à la société T, en qualité de prestataire de services d'investissement signataire de l'attestation prévue à l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée*, d'avoir placé un produit ne correspondant pas à celui décrit dans la note d'opération visée par la COB, laquelle, dans un paragraphe 2.2.2.1 consacré aux modalités de « placement » et non relatif à la description des titres émis, indiquait que « *La société T prévoit, parallèlement à la construction du livre d'ordres se rapportant aux obligations, de vendre elle-même à découvert des actions De la société S et de proposer aux investisseurs contactés lors de la construction du livre d'ordres de leur céder les positions à découvert qu'elle aurait ainsi acquises* » et d'avoir attesté la veille, le 13 novembre 2002, que « *la note d'opération établie en vue de l'émission et l'admission au Premier Marché d'Euronext Paris d'obligations remboursables en actions par la société S décrit fidèlement les modalités de l'opération et les caractéristiques des instruments financiers offerts* », alors que la société T a placé l'ORA exclusivement sous forme de « swap », c'est-à-dire en imposant aux investisseurs institutionnels voulant souscrire aux ora de lui vendre simultanément autant d'actions de la société S ;

Considérant qu'en l'espèce, la note d'opération du 14 novembre 2002 ayant reçu le visa n° 02-1141 mentionnait, dans un paragraphe 2.2.2.1., que « *La société T prévoit, parallèlement à la construction du livre d'ordres se rapportant aux obligations, de vendre elle-même à découvert des actions de la société S et de proposer aux investisseurs contactés lors de la construction du livre d'ordres de leur céder les positions à découvert qu'elle aurait ainsi acquises* » ; que l'attestation prévue à l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 précité établie par la société T et signée par le « *managing director* » de la société T London, mentionnait que la note d'opération décrit : « *fidèlement les modalités de l'opération et les caractéristiques des instruments financiers offerts* » ;

Considérant que la société T soutient que le produit financier placé n'est pas différent de celui décrit dans la note d'opération et que les informations contenues dans la note d'opération n'ont pu avoir pour effet d'induire les investisseurs en erreur ou de fausser leur jugement ;

Mais considérant qu'alors que la note d'opération indiquait que, « *parallèlement* » à la construction du livre d'ordres, la société T prévoit de « proposer » de céder les positions à découvert qu'elle aurait acquises, il résulte des pièces du dossier que, de fait, la société T a commercialisé l'ORA durant la première phase auprès des investisseurs institutionnels en imposant la cession concomitante d'une position de vente à découvert (« swap »), ainsi que la société T l'a reconnu dans ses écritures ; que la note d'opération était de nature à induire ses lecteurs en erreur, dans la mesure où le produit qu'elle décrivait était différent de celui effectivement placé ; qu'il est indifférent, au regard de la caractérisation d'un manquement objectif, qu'aucun investisseur institutionnel ne se soit plaint, que des investisseurs institutionnels aient pu privilégier d'autres sources d'information, que le placement de l'ORA en « swap » auprès de ces investisseurs institutionnels n'ait pas nécessité en lui-même l'établissement d'une note d'opération, que la société T ait agi en considération de ce que l'écrasante majorité d'entre eux chercheraient à se couvrir en vendant à découvert l'action de la société S ou que les investisseurs qui souhaitaient souscrire à l'ORA sans couverture en aient eu la faculté – en plaçant parallèlement à la souscription de l'ORA en « swap » un ordre dans le livre d'ordres action –, cette circonstance, à la supposer établie, ne rendant pas exacte, précise et sincère la note d'opération, laquelle décrivait un autre dispositif, à savoir que les investisseurs institutionnels souscrivant à l'ORA (seule) avaient la possibilité de prendre une position de vente à découvert sur l'action ;

Considérant en conséquence que la société T a manqué aux dispositions de l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée* ;

### 3.2.3. Le grief tiré de la violation de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF relatif aux sondages de marché

Considérant que l'article 3-5-11 du règlement général du CMF applicable à l'époque des faits disposait que « *lorsque le prestataire habilité entend pratiquer des sondages de marché, lors de la préparation d'une opération financière sur le marché primaire ou lors d'une opération de reclassement, il sollicite l'accord préalable des personnes qu'il envisage d'interroger. Il les informe qu'un accord de leur part les conduit à recevoir une information privilégiée. Le prestataire habilité tient une liste des personnes ayant accepté d'être interrogées, sur laquelle il mentionne la date et l'heure auxquelles il les a appelées* » ;

Considérant qu'il est fait grief à la société T d'avoir manqué aux dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF, d'une part, en ayant, dressé un tableau récapitulatif de sondage de marché tel que prévu à la dernière phrase de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF qui n'était pas daté et ne mentionnait ni la date ni l'heure des appels téléphoniques et, d'autre part, en ayant transmis une information privilégiée à un gérant de la société W, avant d'avoir obtenu son accord pour être sondé, en méconnaissance des deux premières phrases de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF ;

a. - Considérant que le tableau récapitulatif de sondage de marché est incomplet en ce qu'il n'est pas daté et surtout qu'il ne mentionne ni la date ni l'heure auxquelles les personnes sondées ont été contactées, ce dont la société T convient ; qu'ainsi qu'il a été dit plus haut, les dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF revêtent le caractère de règles substantielles édictées non pour régir les relations contractuelles dans lesquelles s'inscrivent les prestations de services d'investissement mais pour assurer l'intégrité du marché sur lequel les instruments financiers en cause sont admis et négociés ; que dès lors, la méconnaissance de ces dispositions constitue par elle-même un manquement grave quelle qu'ait été son incidence effective ;

b. - Considérant qu'il n'est pas non plus contesté qu'en contravention avec les dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF, un préposé de la société T a pratiqué une opération de sondage de marché sans avoir sollicité l'accord préalable de la personne interrogée et l'avoir informé qu'un accord de sa part conduirait à recevoir une information privilégiée ; que ce manquement présentant un caractère objectif, il importe peu, au regard de sa caractérisation, qu'il s'agisse, comme cela est prétendu, d'une « *inadvertance* », que ce préposé n'ait pas « *spontanément* » transmis l'information privilégiée ou que la situation ait été régularisée par la suite ; que ce manquement est imputable à la société T, dès lors que le préposé a agi dans le cadre de ses fonctions ;

Considérant en conséquence que la société T a manqué aux dispositions l'article 3-5-11 du règlement général du CMF ;

#### 3.2.4. Le grief tiré de la violation des dispositions de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF relatives à la conservation et à l'enregistrement des conversations téléphoniques

Considérant que l'article 3-4-3 du règlement général du CMF, applicable à l'époque des faits, disposait que : « *le prestataire habilité organise, sous réserve des dispositions prévues à l'article 3-4-5 et dans des conditions conformes aux lois et règlements en vigueur, l'enregistrement des conversations téléphoniques : - des négociateurs d'instruments financiers ; - des collaborateurs qui, sans être négociateurs, participent à la relation commerciale avec les donneurs d'ordres, lorsque le déontologue l'estime nécessaire du fait de l'importance que sont susceptibles de revêtir les montants ou les risques des ordres en cause. Une décision du Conseil précise les conditions d'utilisation et la durée minimum de conservation de ces enregistrements* » ; que cette disposition a été précisée par la décision n° 99-06 du CMF relative à l'enregistrement des conversations téléphoniques, laquelle renvoie, en son article 4, à l'article 2 de la décision n° 99-05 relative à la conservation des données afférentes aux transactions sur les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, qui indique que « *le prestataire habilité recevant un ordre en vue de son exécution ou en vue de sa transmission pour exécution à un autre prestataire habilité, en conserve l'enregistrement ou la copie pendant six mois* » ;

Considérant qu'il est fait grief à la société T d'avoir manqué aux dispositions de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF relatives à la conservation et à l'enregistrement des conversations téléphoniques en ayant détruit celles de ses employés concernant le placement de l'ORA ;

Considérant qu'il n'est pas discuté que des enregistrements téléphoniques des 10 et 11 novembre 2002 afférents à l'opération en cause ont été détruits ; que le service de l'Inspection de la COB a demandé par télécopie du 18 février 2003 à un « *compliance officer* » de la société T, succursale de Paris, de « *procéder à la conservation des enregistrements téléphoniques de toutes les personnes ayant participé au placement privé des titres VU ainsi qu'au placement des ORA et ce pour toute la semaine du 11 au 15 novembre 2002* » ; que le 19 février 2003, une télécopie du même « *compliance officer* » chez la société T, succursale de Paris, a confirmé au service de l'inspection de la COB la « *conservation des enregistrements téléphoniques du 11 au 15 novembre 2002* » ; que, toutefois, le 7 octobre 2003, le « *head of compliance* » de la société T succursale de Paris, a écrit au chef du service de l'inspection de la COB pour l'informer qu'« *un membre du personnel exécutant au sein du groupe a, par mégarde et dans la précipitation, donné, le 11 décembre 2002, l'autorisation au prestataire de service qui assure la conservation des bandes, de réécrire sur toutes les données existantes* » ; que la société T, dont il n'est pas discuté qu'elle était tenue de procéder aux enregistrements litigieux, a ainsi procédé à la destruction des enregistrements téléphoniques en cause et a ainsi méconnu les dispositions de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF



Considérant que la circonstance que la conservation de ces enregistrements téléphoniques aurait incombé à la société T2 est sans incidence sur l'imputabilité à la société T, dès lors que cette filiale a été intégralement absorbée depuis ;

Considérant en conséquence que la société T a manqué aux dispositions de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF ;

#### **IV Examen des griefs notifiés aux sociétés X, Y, Z et W**

##### **4.1. La régularité de la procédure**

a. - Considérant que pour contester la régularité de la procédure, la société X soutient que la demande d'assistance faite par M. Hervé Dallerac, chef du service de l'inspection de la COB, à la *Financial services authority* (FSA) britannique le 14 novembre 2002, ainsi que celles des 29 novembre et 9 décembre 2002 faites par M. Laurent Combourieu, « *adjoint du chef de service de l'inspection* » de la COB, sur le fondement de la convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières du Fesco du 26 janvier 1999, étaient illégales, car constituant un acte d'enquête irrégulier contraire aux dispositions de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier relatif aux enquêtes et n'ayant pas été autorisées conformément aux dispositions de l'article 3 du décret n° 90-263 du 23 mars 1990 dans sa rédaction issue du décret n° 2000-721 du 1<sup>er</sup> août 2000 alors applicable ; que la société X fait valoir que les demandes d'assistance visaient l'article L. 621-11 du code monétaire et financier relatif aux enquêtes, que la décision d'ouverture de l'enquête n'était intervenue que le 17 décembre 2002 et que M. Laurent Combourieu n'était pas habilité comme enquêteur ;

Mais considérant que les lettres adressées par MM. Hervé Dallerac et Laurent Combourieu à M. Andrew Procter (FSA) les 14 novembre, 29 novembre et 9 décembre 2002 ne s'inscrivaient pas dans le cadre d'une enquête, mais dans celui d'opérations de surveillance, de recherche d'informations préliminaires et de vérifications préalables ; que ces courriers s'inscrivaient ainsi dans le cadre d'une démarche de vérification antérieure à l'ouverture, alors purement éventuelle, d'une enquête ; que dans ces lettres, MM. Hervé Dallerac et Laurent Combourieu sollicitaient l'assistance de la FSA britannique afin d'obtenir des informations concernant l'émission de l'ORA de la société S et les transactions susceptibles d'avoir eu un lien avec cette opération entre le 8 et le 14 novembre 2002 ; que MM. Hervé Dallerac et Laurent Combourieu voulaient en particulier avoir confirmation d'opérations réalisées par des intermédiaires, connaître l'identité, l'adresse, la nationalité des personnes ayant procédé à des transactions sur les actions de la société S et leurs bénéficiaires ainsi que les motifs de ces interventions ; qu'ils souhaitaient également connaître le détail de l'allocation des ORA ; que l'objectif déclaré de ces demandes d'assistance était de s'assurer des conditions dans lesquelles les transactions avaient été effectuées sur les instruments financiers de la société S au cours de la période de référence ; que la teneur de ces lettres démontre que leur auteur n'avait que des soupçons sur la régularité du placement des ORA de la société S dont il devait vérifier les conditions d'exécution afin de déterminer si l'opération était susceptible de donner lieu à une demande d'ouverture d'enquête ;

Considérant que le département de la surveillance des marchés, que M. Laurent Combourieu dirigeait, était rattaché au service de l'inspection de la COB ; que l'enquête n'était pas encore ouverte lors de l'envoi de la demande et que le département de la Surveillance des marchés cherchait précisément à réunir des éléments d'appréciation pour décider s'il y avait lieu ou non de proposer au directeur général de la COB d'ouvrir une enquête ; qu'une fois la décision d'ouvrir une enquête arrêtée dans son principe, le département de la Surveillance a été dessaisi au profit du département des enquêtes, autre composante du service de l'inspection de la COB, dont M. Laurent Combourieu ne faisait pas partie ;

Considérant que la « *convention Fesco* » ne vise pas exclusivement les enquêtes mais aussi la surveillance des marchés ; qu'il résulte de son article 4 § 3 qu'il n'est pas nécessaire qu'une enquête soit déjà ouverte pour qu'une demande d'assistance puisse être formulée sur le fondement de la convention ;

Considérant que si l'article L. 621-11 du code monétaire et financier en vigueur au moment des demandes d'assistance et visé par celles-ci concernait effectivement les enquêtes, ce visa s'explique par le fait que la surveillance du marché était exercée, au sein de la COB, par une subdivision du service chargé des enquêtes ; qu'à supposer qu'on doive le tenir pour insuffisamment précis, ce visa ne saurait ni conduire à requalifier en acte d'enquête un acte préalable à l'ouverture d'une enquête, ni entacher la régularité de la procédure conduite en l'espèce ;

b. - Considérant que la société X soutient que le rapport d'enquête comporte des carences, qu'elle n'a eu connaissance de certaines des allégations de l'AMF que lors de la lecture du rapport d'enquête et que le délai de deux ans pour établir le rapport d'enquête a entraîné de graves conséquences et l'a

privée d'un procès équitable au sens de l'article 6 § 1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ;

Mais considérant que les critiques relatives aux circonstances dans lesquelles a été conduite l'enquête et celles relatives aux termes du rapport de la DESM, qui visent une période antérieure à la saisine de la Commission des sanctions, sont sans effet sur la régularité de la procédure suivie devant cette Commission au cours de laquelle les droits de la défense ont été respectés ; que le moyen tiré de la longueur excessive de la procédure n'est pas une cause de nullité de celle-ci ;

c. - Considérant que la société X soutient que le rapporteur doit procéder à une analyse à charge et à décharge ce qui suppose qu'il soit répondu aux arguments soulevés ; que le rapport méconnaît « *un certain nombre de principes fondamentaux* », dont notamment celui de l'administration de la preuve, de la présomption d'innocence, du caractère à charge et à décharge que doit revêtir une instruction et qu'il « *ne saurait servir de base sérieuse à une décision de sanction* » ;

Considérant toutefois que la société X n'articule aucun raisonnement juridique permettant de connaître la portée qu'elle entend attribuer aux faits allégués ; qu'en tout état de cause, le recours à la méthode du faisceau d'indices ne conduit pas à opérer un renversement de la charge de la preuve et ne méconnaît aucun principe fondamental dès lors que sont assurés les droits de la défense et que des indices concordants induisent raisonnablement la vraisemblance du manquement allégué ; que la circonstance que le rapporteur, qui n'a pas à entrer dans tout le détail de l'argumentation de la société mise en cause, n'ait pas fait siennes les conclusions de celle-ci ne saurait constituer une méconnaissance d'un quelconque « *principe fondamental* » ; qu'en tout état de cause, le contenu et les conclusions du rapport du rapporteur sont sans incidence sur la légalité de la décision de la Commission des sanctions ;

d. - Considérant que la société Z soutient que la liste des personnes ayant accepté d'être interrogées est absente du dossier si bien qu'elle se trouve privée du droit de connaître la source, la date et les conditions de transmission de documents à charge, ainsi que du droit de disposer de pièces à décharge ;

Mais considérant que figurent au dossier à la fois, sous les cotes D. 0001826 à D. 0001886, une liste de surveillance transmise par courrier du 7 mai 2003 au service de l'inspection de la COB établie par la société T mentionnant le nom de trois sociétés considérées comme ayant été « *taken over-the-wall* », c'est-à-dire initiées, sur laquelle ne figure pas le nom de la société Z et, sous les cotes D. 0004158, D. 0004149 et D. 0004148, la « *liste des personnes ayant accepté d'être interrogées* » au sens des dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF établie par la société T, qui mentionne expressément le nom de « *la société Z* » et qui a été transmise le 19 août 2003 à la COB ; qu'en conséquence, la preuve qu'une pièce de nature à influencer sur l'appréciation, par la Commission des sanctions puis, le cas échéant, par la juridiction de recours, du bien fondé des griefs retenus serait absente du dossier n'est pas rapportée ;

e. - Considérant que la société Z indique que le rapport de la DESM comporte en annexe un courriel d'un préposé de la société T en date du 13 novembre 2002 à 19h46, mais que le dossier de la DESM ne comporte aucune trace de la transmission de ce courriel de la société T à la COB ou au FSA britannique ;

Mais considérant que par un courrier du 31 octobre 2003, figurant au dossier sous la cote D. 0004635, la *Financial services authority* (« FSA ») britannique a transmis à la COB, en réponse à une demande du 27 août 2003 (cotes D. 0004619 et D. 0004618), un courrier émanant de la société T en date du 31 octobre 2003 auquel était joint un cd-rom figurant sous la cote D. 0004636 ; que ce cd-rom, qui renferme les fichiers afférents à la messagerie électronique de préposés de la société T, contient le courriel litigieux du 13 novembre 2002 à 19h46 ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que les divers arguments visant à contester la régularité de la procédure ne peuvent être qu'écartés ;

#### 4.2. Examen des griefs

Considérant qu'il est fait grief aux sociétés X, Y, Z et W d'avoir exploité une information privilégiée à l'occasion de l'émission de l'ORA de la société S ; que les notifications de griefs indiquent qu'à l'occasion de cette émission, la société T a effectué un sondage de marché auprès de plusieurs investisseurs les 13 et 14 novembre 2002 et que des employés de la société T ont communiqué aux personnes sondées des informations précises sur l'existence d'une émission d'ORA, sur les principales caractéristiques de l'émission et sur la possibilité d'acheter des actions de la société S à un prix unitaire entre 10 et 11 euros ;

#### 4.2.1. Sur les caractères de l'information

Considérant en premier lieu, qu'il résulte de l'article 621-1, alinéa 1 du règlement général de l'AMF qu'*« 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 »* ;

Considérant que la société W indique que le cours de l'action n'a connu qu'une baisse très faible entre le cours de clôture du 13 novembre 2002 (11,9 €) et le cours de clôture du 14 novembre 2002 (11,8 €) ; qu'il en est déduit que l'annonce officielle de l'opération n'a pas eu d'incidence sur ce cours du titre ;

Mais considérant qu'une émission de titres donnant accès au capital a pour conséquence nécessaire une émission d'actions à l'échéance de l'emprunt, voire en cours d'emprunt en cas de remboursement anticipé ; que le cours des actions déjà émises au jour de l'annonce de l'émission des nouveaux titres composés tend donc, dans les minutes suivant l'annonce d'une telle émission, à s'aligner sur la valeur théorique de l'action après la dilution qu'implique l'émission des titres donnant accès au capital ; qu'en outre lorsque le prix d'émission des titres donnant accès au capital présente, par exemple du fait du prépaiement du coupon, une décote par rapport au cours de l'action, les détenteurs d'actions sont conduits à céder les actions qu'ils détiennent pour acquérir les titres donnant accès au capital ;

Considérant que tel a été le cas en l'espèce où l'émission de l'ORA emportait une dilution potentielle de 7% et où, immédiatement après l'annonce de l'émission, le cours de l'action de la société S, après avoir été réservé à la baisse, a chuté de 7,23% à 11,05 € vers 12h22, alors que, d'une part, l'indice CAC gagnait 2,24% à la même heure et que, d'autre part, le titre progressait avant l'annonce de l'émission ;

Considérant en conséquence que l'information relative à l'émission des ORA, qui constituait une information objectivement précise, était de nature, si elle était connue, à avoir une incidence sensible sur le cours des instruments financiers émis par la société S, au sens de l'article 621-1, alinéa 1 du règlement général de l'AMF précité ;

Considérant en second lieu que l'émission de l'ORA de la société S ayant été annoncée par un communiqué de presse du 14 novembre 2002 à 12h11 (heure de Paris), lequel fournissait les caractéristiques essentielles de l'opération, il en résulte que l'information, précise quant à son objet, était non publique avant cette heure ;

#### 4.2.2. Sur la détention et l'exploitation de l'information

Considérant, d'une part, que les sociétés X, Y, Z, W n'étant pas présumées initiées par la réglementation, la détention de l'information privilégiée doit à leur égard être établie, soit par une preuve tangible, soit, à défaut, par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé ;

Considérant, d'autre part, que l'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu ; que, par suite, le manquement est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son exploitation, sauf, pour la personne mise en cause, à rapporter la preuve que l'opération invoquée à son encontre a été justifiée exclusivement par un motif impérieux ;

Considérant qu'avant d'appliquer successivement ces principes au cas de chacune des sociétés mises en cause, il y a lieu, à titre liminaire, de prendre parti sur deux points évoqués par plusieurs de ces sociétés ;

Considérant, d'une part, que s'il a été relevé ci-dessus, à propos de l'un des griefs retenu à l'encontre de la société T, que le tableau récapitulatif de sondage de marché - dont elle a indiqué qu'il avait été établi *« au moment de, ou peu de temps après, l'opération ORA de la société S »* - ne précisait pas la date et les heures auxquelles les investisseurs avaient été sondés, ces omissions n'affectent pas la valeur probante de ce document fourni par la société T en ce qu'il mentionne le nom des investisseurs sondés ;

Considérant, d'autre part, que les sociétés X, Y, Z et W font valoir que les interventions auxquelles elles ont procédé les 13 et 14 novembre 2002 sur le marché de l'action de la société S préalablement à l'annonce officielle de l'émission d'ORA s'expliquent, non par la détention d'une information privilégiée,

mais par l'existence de rumeurs relatives à l'éventualité d'une telle opération et, surtout, par les déductions et anticipations auxquelles elles s'étaient livrées en rapprochant diverses informations publiques relatives à la situation de la société S ;

Considérant toutefois qu'il y a lieu de relever qu'alors que toutes ces données existaient de la même façon durant les jours qui ont immédiatement précédé les journées litigieuses des 13 et 14 novembre 2002, ce n'est que dans la journée du 13 novembre et la matinée du 14 novembre, soit pendant les heures qui ont immédiatement précédé l'annonce officielle de l'émission, que les sociétés mises en cause ont procédé sur le marché de l'action de la société S à des opérations portant, ainsi qu'il sera dit pour chacune d'elles, sur des montants très importants et très sensiblement supérieurs à ceux des jours précédents ; qu'aucune explication n'est donnée de cette concentration des opérations ;

#### 4.3. Par la société X

Considérant que la société X soutient qu'aucun des éléments avancés dans le rapport d'enquête, la note complémentaire au rapport d'enquête additionnel et la notification de griefs ne permet d'établir qu'elle aurait exploité une information privilégiée ; qu'elle avance encore que, si elle a accepté d'être initiée, elle n'aurait pu l'être qu'au cours d'une conversation avec un vendeur de la société T le 13 novembre 2002 à 17h40 et que son intervention à la vente le 13 novembre 2002 au matin sur l'action de la société S était la résultante d'une analyse financière propre fondée sur la seule base d'informations disponibles dans le public ;

Mais considérant que le tableau des investisseurs sondés établi par la société T mentionne que « la société X », par l'intermédiaire de son dirigeant, a été « *formally wall crossed* », c'est-à-dire initiée par un préposé de la société T ; que si n'a pas pu être formellement établie l'heure à laquelle la société X a été initiée, il existe un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les ventes réalisées par cette société dans la matinée du 13 novembre 2002 :

- le fait qu'un courriel envoyé le 13 novembre 2002 à 11h26 (heure de Londres) par un préposé de la société T indique que « la société X » a été mise « *dans la confidence* », c'est-à-dire initiée ;
- le fait qu'il y a eu des contacts entre un vendeur initié de la société T et un dirigeant de la société X ; qu'ainsi, comme, le reconnaît la société X dans ses observations en réponse à la notification de griefs, le vendeur de la société T Londres était initié lorsqu'il a téléphoné au dirigeant de la société X, le 13 novembre 2002 à 9h47 (heure de Londres, 10h47 heure de Paris) ; qu'après cet appel, la société X a passé deux ordres de vente sur le titre de la société S, respectivement de 25 000 et de 1 750 000 actions ;
- le fait que la société X, qui n'avait passé aucun ordre sur le titre de la société S depuis le 31 octobre 2002, a vendu 3,23 millions de titres en moins de trois heures, sa position à découvert de 38 millions d'euros représentant, comme elle le reconnaît, plus du double de la plus grosse transaction au cours d'une même journée réalisée par cette société sur le titre de la société S auparavant, en 2002 ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que les éléments constitutifs du manquement d'initié sont réunis à l'encontre de la société X ;

#### 4.4. Par la société Y

a. - Considérant qu'il existe un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les ventes réalisées par la société Y les 13 novembre et 14 novembre 2002, jusqu'à 11h10 (heure de Londres), avant l'annonce de l'émission des ORA :

- le fait que la liste des personnes ayant accepté d'être interrogées établie par la société T à l'occasion de l'émission de l'ORA mentionne que la société Y, a « *pris l'initiative de contacter la société T pour nous demander si nous étions au courant d'une transaction sur VU. Avait une très bonne idée de la structure potentielle de la transaction (...)* » ; qu'un courriel du 13 novembre 2002 à 19h46 (heure de Londres) émanant d'un préposé de la société T précise, au sujet des personnes mises dans la confidence, que « *la société Y nous a appelés après que la société R [R avait été chargé par de la société S, avant la désignation de la société T AG d'étudier l'opération] l'eut mis dans la confidence* » ; qu'à ces indices s'ajoute le fait que la société Y a indiqué à la FSA britannique qu'elle avait été également contactée par la société T « *un certain temps [some time] avant la transaction pour nous demander de lui indiquer si nous étions intéressés par des actions, au cas où la société S devait mobiliser des fonds. La société T a déclaré à cette date qu'elle n'avait aucun mandat. Ce contact fut téléphonique* » ; que cette lettre montre que la société Y a bien été sollicitée par la société T préalablement à l'opération ; que, d'ailleurs, comme chacune des trois autres sociétés mises en cause, la

société Y a bénéficié d'une excellente allocation dans le cadre de la construction du livre d'ordres action, ayant reçu 7 200 000 titres pour 9 590 476 titres demandés, alors que la demande des investisseurs non sondés n'a été servie qu'à hauteur de 22,8 % ;

- le fait que le responsable « *equity trading* » pour l'Europe chez la société T a été appelé le 11 novembre 2002 par un gérant de chez la société Y « *pour dire qu'une transaction pourrait avoir lieu et que cela les intéressait* » ; qu'entre le 12 novembre 2002 et le 13 novembre 2002, ce responsable « *equity trading* » pour l'Europe a appelé son contact chez la société Y à 11 reprises ;
- le fait que la société Y qui, le 12 novembre 2002, avait acheté plus d'actions (835 000) qu'elle n'en avait vendu (411 407), a, le 13 novembre 2002, vendu 3 143 864 actions (contre 691 981 achetées) et en a encore vendu 276 930 le 14 novembre 2002 avant l'annonce de l'opération ;

b. - Considérant que les faits commis par les préposés dans le cadre de leurs fonctions sont susceptibles d'être retenus à l'encontre de leur employeur, sans qu'il doive être établi ni que les organes dirigeants aient eu connaissance des manquements, ni qu'ils n'aient pas pris au préalable les dispositions appropriées pour en prévenir la survenance ; que dès lors la société n'est pas fondée à se prévaloir de ce que les faits qui lui sont reprochés auraient été commis par l'un de ses préposés ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que les éléments constitutifs du manquement d'initié sont réunis à l'encontre de la société Y ;

#### 4.5. Par la société Z

Considérant qu'il existe un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les ventes réalisées par la société Z les 13 et 14 novembre 2002 avant l'annonce de l'émission des ORA :

- d'une part, le fait que le tableau des investisseurs sondés établi par la société T mentionne que « *la société Z* », par l'intermédiaire de l'un de ses quatre associés, a été « *formally wall-crossed* », c'est-à-dire qu'il a reçu une information privilégiée, son correspondant étant le responsable Mondial des marchés des capitaux - actions de la société T, qui avait participé à la préparation de l'opération avec la société S et, d'autre part, le fait qu'un courriel interne à La société T du 13 novembre à 19h46 (heure de Londres) mentionne, au sujet des personnes « *taken over the wall* » et donc mises dans la confidence, le nom de « *la société Z* » ; que, d'ailleurs, comme chacune des 3 autres sociétés mises en cause, la société Z a bénéficié d'une excellente allocation dans le cadre de la construction du livre d'ordres action ayant reçu 1.800.000 titres pour 2.397.619 demandés obtenus, alors que la demande des investisseurs non sondés n'a été servie qu'à hauteur de 22,8% ;
- le fait que le responsable mondial des marchés des capitaux – actions de la société T a téléphoné au même associé de la société Z, le 13 novembre à 8h10 (heure de Londres) durant plus de 8 minutes ;
- le fait que, pour le compte de ses fonds « *long short* » et « *european opportunity* », la société Z, qui avait vendu 14.400 titres le 11 novembre 2002 et en avait racheté le même nombre le 12 novembre 2002, a vendu 2.040.000 titres entre le 13 et le 14 novembre 2002, avant l'annonce de l'opération ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que les éléments constitutifs du manquement d'initié sont réunis à l'encontre de la société Z ;

#### 4.6. Par la société W

Considérant qu'il n'est pas contesté que la société W, en la personne de l'un de ses trois directeurs, a bien été initiée par un vendeur au sein de la société T Londres ;

Considérant qu'il n'est pas non plus contesté que la société W, en la personne cette fois de l'un de ses deux autres directeurs, a procédé le 14 novembre 2002, avant l'annonce de l'opération, à la vente de 992 000 actions de la société S ;

Considérant que la société W soutient que la personne initiée par la société T la veille de l'opération a respecté son obligation d'abstention dès lors qu'elle n'a passé aucun ordre et que les ordres passés le 14 novembre 2002, avant l'annonce publique de l'émission d'ORA, sont le fait d'un autre directeur ;

Mais considérant que, dans la mesure où le manquement est imputé à une personne morale, il importe peu que la détention de l'information et son exploitation soient caractérisées sur la tête de deux personnes physiques distinctes gérant le même fonds ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que les éléments constitutifs du manquement d'initié sont réunis à l'encontre de la société W ;

## V Les sanctions

### 5.1. A l'égard de la société S

Considérant qu'il résulte de tout ce qui précède que le manquement relatif à la bonne information du public dont il a été fait grief à la société S n'est pas avéré ;

### 5.2. A l'égard de la société T

Considérant que si le manquement tiré de la violation des dispositions de l'article 4 ter-3 du règlement COB n° 98-01 *relatif à l'information à diffuser lors de l'admission aux négociations sur un marché réglementé d'instruments financiers et lors de l'émission d'instruments financiers dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée*, constitutif de pratiques ayant eu pour effet de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, est essentiellement formel et ne justifierait pas, par lui-même, le prononcé d'une sanction élevée, il en va différemment des manquements aux dispositions de l'article 3-5-11 et surtout de l'article 3-4-3 du règlement général du CMF ; que, dès lors il sera fait une exacte appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant à l'encontre de la société T un blâme assorti d'une sanction pécuniaire d'un montant de 750 000 euros ;

### 5.3. A l'égard des sociétés X, Y, Z et W

Considérant qu'il résulte des dispositions combinées des articles L. 621-15 et L. 621-14 du code monétaire et financier dans leur version alors en vigueur, que peuvent être sanctionnés les auteurs des pratiques contraires aux règlements COB, lorsque ces pratiques ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ;

Considérant que les notifications des griefs adressées aux sociétés X, Y, Z, W relèvent que les manquements reprochés pourraient « (...) *avoir pour effet de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, de procurer (...) un avantage injustifié et de fausser le fonctionnement du marché* » ; que ces effets, au moins potentiels, sont caractéristiques de l'utilisation d'une information privilégiée ;

Considérant qu'aux termes de l'article L. 621-15 pris dans sa version applicable au moment des faits, le montant de la sanction pécuniaire encourue par les personnes autres que les professionnels des marchés financiers auteurs des pratiques visées à l'article L. 621-14 du code monétaire et financier était au maximum de 1 500 000 € ou du décuple du montant des profits éventuellement réalisés et que « (...) *le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et être en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* » ;

Considérant qu'en égard tant à la gravité dans son principe d'un manquement d'initié qu'à l'importance, en l'espèce, des sommes en jeu, il sera fait une juste appréciation des faits reprochés aux sociétés X, Y et Z en prononçant à l'encontre de chacune le maximum de la sanction pécuniaire encourue, soit 1,5 millions d'euros ; que s'agissant de la société W, dont le manquement résulte d'une carence de l'organisation interne et non d'une volonté consciente et délibérée, il y a lieu en conséquence de limiter la sanction pécuniaire à 1 million d'euros ;

## VI La publication

Considérant que l'article L. 621-15 V du code monétaire et financier dispose que « *la Commission des sanctions peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées* » ; que, par ces dispositions, le législateur a entendu permettre à la Commission de tenir compte des exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent son pouvoir de sanction ainsi que de l'intérêt qui s'attache pour la sécurité juridique de l'ensemble des

opérateurs à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès à ses décisions, connaître son interprétation des règles qu'ils doivent observer ;

Considérant que, dans le cas de l'espèce, l'intérêt qui s'attache à la diffusion d'une décision relative à des pratiques susceptibles d'intéresser l'ensemble des opérateurs et qui n'est pas de nature à causer aux personnes mises en cause un préjudice disproportionné, justifie sa publication.

**PAR CES MOTIFS,**

**Et après en avoir délibéré sous la présidence de M. Daniel Labetoulle, par Mme Claude Nocquet, présidente de la 2<sup>ème</sup> Section, et par M. Jacques Bonnot, Mme Marielle Cohen-Branche, MM. Jean-Pierre Hellebuyck, Alain Ferri et Joseph Thouvenel, membres de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,**

**DECIDE DE :**

- mettre hors de cause la société S ;
- prononcer à l'encontre de la société T un blâme et une sanction pécuniaire de 750 000 euros (sept cent cinquante mille euros) ;
- prononcer une sanction pécuniaire de 1 000 000 € (un million d'euros) à l'encontre de la société W ;
- prononcer une sanction pécuniaire de 1 500 000 € (un million cinq cent mille euros) à l'encontre de la société X ;
- prononcer une sanction pécuniaire de 1 500 000 € (un million cinq cent mille euros) à l'encontre de la société Y ;
- prononcer une sanction pécuniaire de 1 500 000 € (un million cinq cent mille euros) à l'encontre de la société Z ;
- publier la présente décision au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, ainsi que sur le site internet et dans la revue de l'AMF.

A Paris, le 7 juin 2007,

Le Secrétaire de séance,  
Marc-Pierre Janicot

Le Président,  
Daniel Labetoulle