



**La Commission
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS
A L'EGARD DES SOCIETES X, Y, Z, W ET DE MM. A, B, C, D, E, F, G, H**

La 2^{ème} section de 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, dans leurs versions successives, R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40, ainsi que son article L. 532-1 et son article L. 533-4, aujourd'hui repris à l'article L. 533-11 ;
- Vu la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière modifiée, prise notamment en son article 47 ;
- Vu l'article 144-3 du Règlement général de l'AMF ;
- Vu le Règlement COB n° 98-07 relatif à l'obligation d'information du public, notamment ses articles 1 à 3, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par le Règlement général de l'AMF, en ses articles 222-1 et 222-2, devenus aujourd'hui les articles 221-1 et 223-1, et en son article 632-1 ;
- Vu le Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, notamment ses articles 3 à 5, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée, jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 622-1 et 622-2 ;
- Vu le Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, notamment son article 3, maintenu en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée, jusqu'à sa reprise, à compter du 25 novembre 2004, par l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF ;
- Vu les articles 2-1-6, 3-1-1, 3-3-10 du Règlement général du CMF, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par le Règlement général de l'AMF, en ses articles 312-5, 321-24, 321-51 et 321-87, aujourd'hui codifiés respectivement aux articles D.321-1 du Code monétaire et financier, 314-3 du Règlement général de l'AMF, et 7 du Règlement n° 1287/2006 de la Commission européenne du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen ;
- Vu les notifications de griefs datées du 15 novembre 2006, adressées aux sociétés X, Y, Z, et W, ainsi qu'à MM. J, M, B, E, F, D, G et H ;
- Vu la décision du 15 janvier 2007 du Président de la Commission des sanctions désignant M. Jacques BONNOT, Membre de la Commission des sanctions, en qualité de Rapporteur ;



- Vu les observations écrites reçues par l'AMF le 4 décembre 2006 par M. F, le 19 décembre 2006, par la société X, 16 janvier 2007 par M. E ainsi que par Maître Emmanuel DAOUD pour le compte de M. C, le 17 janvier 2007 par Maître André-François BOUVIER pour le compte de la société Y et de M. A ainsi que par Maître Jean THIEFFRY pour le compte de M. B et de la société Z', le 31 janvier 2007 par Maître Jérôme HERBET pour le compte de la société W et de M. G, le 31 janvier 2007 par Maître Thibault de MONTBRIAL pour le compte de M. H, le 28 mars 2007 par Maître Jean THIEFFRY pour le compte de M. B et de la société Z', le 25 avril 2007 par M. F, le 14 mai 2007 par Maître Thierry VALLAT pour le compte de M. D ;
- Vu les lettres des 11 décembre 2006 et 24 janvier 2007, adressées par M. B et la société Z', et la lettre en réponse adressée par le Rapporteur le 2 mars 2007 ;
- Vu la lettre adressée le 15 janvier 2007 par M. C et la lettre en réponse adressée par le Rapporteur le 18 mai 2007 ;
- Vu les auditions par le Rapporteur de M. G, en sa qualité de représentant légal de W et de mis en cause à titre personnel, le 31 mai 2007, de M. B, le 12 juin 2007, de M. C, le 13 juin 2007, de M. K pour le compte de la société X le 14 juin 2007, ainsi que celle de M. D, le 11 juillet 2007 ;
- Vu le rapport de M. Jacques BONNOT en date du 17 janvier 2008 ;
- Vu les lettres de convocation à une séance de la Commission des sanctions du 28 février 2008, auxquelles était annexé le rapport signé du Rapporteur, adressées le 17 janvier 2008 aux sociétés X, Y, Z et W, ainsi qu'à MM. C, A, B, E, F, D, G et H ;
- Vu les observations en réponse au rapport du Rapporteur présentées le 1^{er} février 2008, par Maître Valérie MAINTRIEU-FRANTZ pour la société X ainsi que par M. F et par M. E, le 4 février 2008, par Maître André-François BOUVIER, pour la société Y ainsi que par Maître Thibault de MONTBRIAL pour M. H, le 5 février 2008, par Maître Jérôme HERBET pour la société W ainsi que par Maître Jean THIEFFRY pour la société Z et M. B, le 14 février 2008, par M. le Bâtonnier Francis TEITGEN, pour M. G ainsi que par Maître Emmanuel DAOUD, pour M. C ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 28 février 2008 :

- M. le Rapporteur en son rapport ;
- M. Nicolas NAMIAS, Commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. C et ses conseils, Maîtres Emmanuel DAOUD et Maître Emmanuel MERCINIER ;
- M. K et son conseil, Maître Valérie MAINTRIEU-FRANTZ ;
- M. B, pour son compte et pour celui de la société Z qu'il représente en tant qu'associé, et ses conseils Maîtres Jean THIEFFRY et Augustin ROBERT ;
- M. A, pour son compte et pour celui de la société Y qu'il représente en tant que Président Directeur Général, et son conseil Maître André-François BOUVIER ;
- M. D et son conseil Maître Thierry VALLAT ;
- M. E et son conseil Maître Aline PONCELET ;
- M. F et son conseil Maître Aline PONCELET ;



- M. G, et son conseil M. le Bâtonnier Francis TEITGEN ;
- La société W représentée par M. G en tant que Président Directeur Général, et ses conseils Maîtres Bertrand CARADET et Jérôme HERBET ;
- M. H et son conseil Maître Thibault de MONTBRIAL ;

Les personnes mises en cause ayant pris la parole en dernier ;

I. FAITS ET PROCEDURE

A. FAITS

La société X (ci-après "**X**") est une société spécialisée dans l'édition de logiciels. Ses actions ont été admises à la négociation sur le Nouveau Marché en 1998, puis sur Eurolist. En 2005, X a réalisé environ 26,7 millions de chiffre d'affaires.

Principal actionnaire et Président Directeur Général de X, M. I en est devenu le Président du directoire en 2000, à l'occasion d'un changement de structure de la société. Le 9 décembre 2002, il a été remplacé à la présidence du directoire par M. J, auquel a succédé, le 8 octobre 2004, M. K. En raison d'une nouvelle modification de la structure de la société, M. K est aujourd'hui Président du conseil d'administration et directeur général de X.

Après une période marquée par une importante croissance externe, X a rencontré, à la fin de l'année 2001, d'importantes difficultés de trésorerie dans un contexte de retournement de la conjoncture sectorielle. Afin de diminuer son endettement, la société a alors cédé l'immeuble abritant son siège social à la société V, en concluant parallèlement avec cette dernière un crédit-bail sur ce bien.

La dégradation de la situation financière de X a conduit ses commissaires aux comptes, les cabinets Z' représenté par M. L et Y représenté par M. M, à déclencher les 7 novembre 2002 et 17 janvier 2003 une première, puis une deuxième procédure d'alerte en application de l'article L. 234-1 du Code de commerce. Le 9 décembre 2003, à la suite d'une nouvelle procédure d'alerte, un mandataire *ad hoc* a été nommé, avec la mission d'obtenir de la part des banques l'abandon d'une partie de leurs créances ; les négociations ont abouti à la conclusion, le 25 juin 2004, d'un protocole d'accord entre X et les banques, par lequel ces dernières ont consenti à abandonner 65 % de leurs créances, soit une somme de 16,5 M€, en contrepartie du versement effectif, au plus tard le 15 septembre 2004, du solde, d'un montant de 5.776.512,80 €. Cette somme devait être réglée grâce à une levée de fonds sur le marché par émission d'actions à bons de souscriptions d'actions (ci-après les « **ABSA** »).

L'opération, dont la réalisation a été confiée à la société W (ci-après "**W**"), a été lancée le 9 août 2004, l'objectif étant de « lever toute incertitude quant à la continuité de [l'] exploitation » de X. La période de souscription des ABSA s'est achevée le 15 septembre, et, le 6 octobre 2004, les actions nouvelles ont été cotées sur la même ligne que les actions anciennes. Toutefois, au mois d'octobre 2004, le marché de l'action X a été marqué par une baisse significative du cours ainsi que par une nette concentration à la vente de quelques investisseurs, dont, notamment, M. D.

Le 2 novembre 2004, X a déclaré devant le Tribunal de commerce d'Evry l'état de cessation de ses paiements. Une procédure de redressement judiciaire a été ouverte, qui a abouti, le 8 novembre 2005, à l'adoption d'un plan de continuation dont le terme est fixé au 7 novembre 2015. La cotation des actions de X, qui a été suspendue le 2 novembre 2004, a repris le 8 janvier 2007.



B. PROCEDURE

Le 23 décembre 2004, le Secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers a décidé l'ouverture d'une enquête sur l'information financière et le marché du titre X à compter du 31 décembre 2002.

Cette enquête a fait l'objet d'un rapport de la Direction des Enquêtes et de la Surveillance des Marchés du 25 septembre 2006.

Au regard des conclusions de ce rapport et sur décision de la Commission spécialisée n° 3 du 16 octobre 2006, le Président de l'AMF a, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 15 novembre 2006, notifié les griefs qui leur étaient reprochés à :

- X, représentée par M. K, son Président Directeur Général actuel ;
- le cabinet Y, représenté par M.M, en charge du commissariat aux comptes de X à l'époque des faits ;
- M. M, en sa qualité de commissaire aux comptes, associé du cabinet Y, en charge du commissariat aux comptes de X à l'époque des faits ;
- le cabinet Z', en charge du commissariat aux comptes de X à l'époque des faits, représenté par son Président Directeur Général, M. N ;
- M. L, en sa qualité de commissaire aux comptes, associé du cabinet Z', en charge du commissariat aux comptes de X à l'époque des faits ;
- M. J, en sa qualité de Président du directoire de X à l'époque des faits ;
- M. D, dirigeant et principal actionnaire de la société U à l'époque des faits et aujourd'hui, et qui a participé à l'augmentation de capital de X ;
- M. E ;
- M. F, frère de M. E ;
- W, représentée par son Président Directeur Général, M. G ;
- M. G, à titre personnel en sa qualité de Président Directeur Général de W ;
- M. H, en sa qualité de déontologue d'W.

Ces notifications de griefs reprochent en substance à :

- X, représentée par son Président Directeur Général actuel, M. K, d'avoir manqué aux obligations de bonne information du public prévues aux articles 1, 2 et 3 du Règlement COB n° 98-07 relatif à « l'obligation d'information du public » repris aux articles 222-1, 222-2 et 632-1 du Règlement général de l'AMF en ayant :

. publié les 16 juin 2003, 14 novembre 2003, 14 juin 2004 et 17 décembre 2004 des comptes consolidés aux 31 décembre 2002, 30 juin 2003, 31 décembre 2003 et 30 juin 2004, inexacts, en raison de la comptabilisation erronée des « conséquences de la cession de l'immeuble abritant son siège social et de sa reprise en crédit bail » ;

. délivré au marché une information inexacte, imprécise ou trompeuse lors du lancement de l'émission d'ABSA, « en affirmant de manière péremptoire que l'émission d'ABSA devait « lever toute incertitude sur la continuité de l'exploitation » » et en omettant d'informer le marché de l'ensemble des « contraintes » pesant sur la levée de cette incertitude, qui résultait notamment de l'absence de prise en compte, dans le plan de trésorerie prévisionnel, d'une « dette exigible de 2,7 millions d'euros correspondant à la TVA que X avait omis de déclarer depuis plusieurs mois » ;

. délivré au marché une information inexacte, imprécise ou trompeuse, en annonçant, le 1^{er} octobre 2004, à l'issue de la période de souscription, « le succès de l'augmentation de capital » en des termes qui laissaient « penser que, grâce à l'augmentation de capital et à l'exercice ultérieur des BSA, la société avait définitivement réglé ses problèmes de liquidités » ;



- M. J, en sa qualité de Président du directoire, les mêmes faits, à l'exception du grief tiré de la publication le 17 décembre 2004, après son départ, des comptes arrêtés au 30 juin 2004 ;

- le cabinet Z' (ci-après **Z'**) représenté par son Président Directeur Général, M. N, et le cabinet Y (ci-après **Y**) représenté par M.M, ainsi qu'à leurs associés respectifs, MM. L et M, d'avoir, dans l'avis formulé à l'occasion de la note d'opération, délivré au marché une information inexacte, imprécise ou trompeuse lors du lancement de l'émission d'ABSA en affirmant « *que l'émission d'ABSA devait « lever toute incertitude sur la continuité de l'exploitation » sous certaines réserves qui n'avaient rien à voir avec les dettes de TVA* », et omis d'informer le marché de l'ensemble des « *contraintes* » pesant sur la levée de cette incertitude, en méconnaissance des articles 1, 2 et 3 du Règlement COB n° 98-07 relatif à « *l'obligation d'information du public* », repris aux articles 222-1, 222-2 et 632-1 du Règlement général de l'AMF ;

- M. E, d'avoir cédé entre les 18 et 22 octobre 2004 les actions détenues par la société T, dont il est le principal actionnaire (527.907 actions pour un montant de 88.632 €), et par ses enfants, M. F (122.500 actions pour 21.152 €) et Mme O (87.500 actions pour 14.875 €), après avoir été informé, notamment par M. K, de la probabilité de la prochaine cessation des paiements de X, faits contraires aux articles 3 à 5 du Règlement COB n° 90-08 relatif à « *l'utilisation d'une information privilégiée* », repris aux articles 622-1 et 622-2 du Règlement général de l'AMF ;

- M. F, frère du précédent, d'avoir cédé le 18 octobre 2004, au cours unitaire moyen de 0,16 €, les 90.000 actions X qu'il avait acquises, pour un montant total de 14.611, 90 €, et les 60.000 actions acquises par sa mère, pour 9.800 €, après avoir été informé, par l'intermédiaire de M. E, de la probabilité de la prochaine cessation de paiements de X, faits contraires aux articles 3 à 5 du Règlement COB n° 90-08 relatif à « *l'utilisation d'une information privilégiée* », repris aux articles 622-1 et 622-2 du Règlement général de l'AMF ;

- M. D :

. d'avoir, afin de faire baisser le cours, cédé le 24 septembre 2004, à découvert, 752.812 actions X représentant 5,14 % de son capital et 47 % des ventes réalisées lors de la séance, faits susceptibles de constituer un manquement aux dispositions de l'article 3 du Règlement COB n° 90-04 relatif à « *l'établissement des cours* » ;

. d'être intervenu massivement, pour le compte de la société U, entre le 26 octobre et le 1^{er} novembre 2004, à la vente sur le marché du titre X, « *moins de deux heures* » après avoir été informé de la probabilité de la prochaine cessation des paiements de la société, lors de la réunion avec MM. K et I, faits contraires aux articles 3 à 5 du Règlement COB n° 90-08 « *relatif à l'utilisation d'une information privilégiée* », repris aux articles 622-1 et 622-2 du Règlement général de l'AMF ;

- W, représentée par son Président Directeur Général actuel, M. G ainsi que ce dernier, à titre personnel :

. d'avoir exercé le service de placement sans avoir été agréé à cette fin, dans le cadre de l'opération d'augmentation de capital de X réalisée en 2004, faits contraires aux articles L. 532-1 et L. 533-4 du Code monétaire et financier ainsi qu'à l'article 3-1-1 du Règlement général du CMF, repris en substance à l'article 321-24 du Règlement général de l'AMF ;

. de ne pas avoir agi dans l'intérêt de son client en décidant de réduire de 996.056 € à 350.000 € la souscription de la société S à l'augmentation de capital de X, faits pouvant constituer un manquement à l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier et à l'article 3-1-1 du Règlement général du CMF ;

. de n'avoir été en mesure ni de justifier que l'ordre de vente de 1.750.000 actions X qui a été transmis à R avait bien été émis par la société S ni d'apporter la preuve du moment de la réception dudit ordre, faits qui pourraient être contraires aux dispositions de l'article 3-3-10 du Règlement général du CMF ;

. d'avoir établi et transmis à l'AMF, le 14 mars 2005, un faux ordre de vente « *destiné à masquer aux enquêteurs le fait que cet ordre n'avait jamais été reçu* », ce qui pourrait constituer un

manquement aux règles de bonne conduite, et notamment aux principes de loyauté, d'équité et de respect de l'intégrité du marché, ainsi qu'aux dispositions de l'article 144-3 du Règlement général de l'AMF ;

- M. H, en sa qualité de déontologue d'W, se voit reprocher également ce dernier grief.

En application de l'article R. 621-38 du Code monétaire et financier, copie des notifications de griefs a été transmise le 15 novembre 2006 par le Président de l'AMF au Président de la Commission des sanctions, qui a désigné en qualité de Rapporteur M. Jacques BONNOT par décision du 15 janvier 2007. Les personnes mises en cause en ont été avisées par lettres recommandées avec demande d'avis de réception du 29 mars 2007, leur rappelant la possibilité d'être entendues par le Rapporteur, à leur demande, en application du I de l'article R. 621-39 du Code monétaire et financier.

Le 19 décembre 2006, X, représentée par M. K, a fait savoir qu'elle n'avait pas d'observation particulière à formuler à ce stade tout en précisant qu'elle émettait « *toutes réserves quant à l'exercice de ses droits et actions au regard des faits exposés dans ledit rapport d'enquête* ».

En réponse aux notifications de griefs, MM. F, E et J, assisté par Maître Emmanuel DAOUD, ont déposé des observations respectivement les 4 décembre 2006 et 16 janvier 2007.

M.M et Y, assistés par Maître André-François BOUVIER, d'une part, M. L et Z', assistés par Maître Jean THIEFFRY, d'autre part, ont déposé des observations en réponse le 17 janvier 2007.

W et M. G, assistés par Maître Jérôme HERBET, et M. H, assisté par Maître Thibault de MONTBRIAL, ont déposé des observations en réponse le 31 janvier 2007.

M. L et Z' ont déposé des observations communes complémentaires le 28 mars 2007.

M. F et M. D, assisté par Maître Thierry VALLAT, ont déposé des observations complémentaires en réponse respectivement le 25 avril et le 14 mai 2007.

Par courriers des 11 décembre 2006 et 24 janvier 2007, M. L et Z' ont demandé que des griefs complémentaires soient notifiés à M. K, à titre personnel. Dans sa réponse en date du 2 mars 2007, le Président de la Commission des sanctions, M. Daniel LABETOUILLE, les a informés de ce que le Rapporteur n'avait pas estimé opportun de demander une extension de griefs à l'égard de M. K.

Le 15 janvier 2007, M. J a notamment formulé le souhait que Mme Isabelle DULONG, ancienne directrice financière de X, soit entendue. Par lettre en date du 18 mai 2007, le Rapporteur lui a répondu que, au regard de l'ensemble des éléments figurant dans le dossier d'instruction, il ne lui paraissait pas utile de procéder à une telle audition.

Le Rapporteur a procédé à l'audition de toutes les personnes mises en cause qui en avaient formulé expressément la demande. Ainsi a-t-il entendu M. G, à titre personnel et en sa qualité de représentant légal de W, le 31 mai 2007, M. L le 12 juin 2007, M. J le 13 juin 2007, M. K pour le compte de X le 14 juin 2007 et M. D le 11 juillet 2007.

Des observations en réponse au rapport du Rapporteur ont été déposées les :

- 1^{er} février 2008, par Maître Valérie MAINTRIEU-FRANTZ pour la société X,
- 1^{er} février 2008 par M. F,
- 1^{er} février 2008 par M. E,
- 4 février 2008, par Maître André François BOUVIER, pour le compte de Y et de M.M,
- 4 février 2008 par Maître Thibault de MONTBRIAL pour M. H,
- 5 février 2008, par Maître Jérôme HERBET pour W,

- 5 février 2008, par Maître Jean THIEFFRY, pour Z' AUDIT et M. L,
- 14 février 2008, par M. le Bâtonnier Francis TEITGEN, pour M. G,
- 14 février 2008, par Maître Emmanuel DAOUD, pour M. J.

II. SUR LES TEXTES APPLICABLES

Considérant que les manquements objet des notifications de griefs s'étant pour l'essentiel déroulés en 2003 et 2004, doivent, en vertu du principe de survie de la loi plus douce, 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, selon la date à laquelle les faits sont intervenus, soit de la loi n° 89-531 du 2 août 1989, soit de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 ; que ces deux lois ont en commun de subordonner la sanction aux effets que doivent avoir eu les pratiques : fausser le fonctionnement du marché, procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ou, selon le dernier de ces textes, porter atteinte « *aux droits des épargnants* » ;

1. En ce qui concerne les griefs relatifs à l'information du public notifiés à X, à M. J, ainsi qu'à Y, M. M, Z', et M. L

Considérant qu'il est reproché à X, M. J, Y, M. M, Z' et M. L, d'avoir communiqué des informations inexactes, imprécises ou trompeuses ; que les faits, s'étant produits durant les années 2003 et 2004, doivent être appréciés au regard des dispositions du Règlement COB n° 98-07 alors applicable, reprises par les articles 222-1 et 222-2 du Règlement général de l'AMF, devenus les articles 221-1 et 223-1 dudit Règlement général, entrés en vigueur le 25 novembre 2004 ; qu'il convient en outre de faire bénéficier les mis en cause, en vertu du principe de l'application immédiate de la loi plus douce, des dispositions de l'article 632-1 du Règlement général de l'AMF, moins sévères en ce qu'elles exigent de rechercher si la société, les dirigeants et les commissaires aux comptes "*savaient ou auraient dû savoir*" que les informations qu'ils ont communiquées au public étaient inexactes, imprécises ou trompeuses ;

2. En ce qui concerne le grief relatif à la manipulation de cours notifié à M. D

Considérant que la notification de griefs adressée à M. D pour des faits qui se sont déroulés le 24 septembre 2004 vise l'article 3 du Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours effectivement applicable, puisqu'il a été maintenu en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 jusqu'à sa reprise, à compter du 25 novembre 2004, par l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF ; que ces dernières dispositions, qui maintiennent le principe d'interdiction des manipulations de cours en précisant les conditions et les indices susceptibles de qualifier le manquement, ne présentent pas un caractère plus doux de nature à justifier leur application aux faits commis avant leur entrée en vigueur ;

3. En ce qui concerne le grief relatif à l'utilisation d'une information privilégiée notifié à MM. E, F et D

Considérant que les notifications de griefs adressées à MM. E, F et D visent les articles 3 à 5 du Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, qui demeurent applicables en l'espèce ; qu'en effet, si ce Règlement a été abrogé par l'arrêté du 12 novembre 2004 publié au Journal officiel du 24 novembre 2004, lui ont été substitués les articles 622-1 et 622-2 du Règlement général de l'AMF, dont le contenu est quasiment équivalent ; que, toutefois, les dispositions nouvelles, qui subordonnent l'existence du manquement à l'incidence, qualifiée de « *sensible* », que l'information privilégiée est susceptible d'avoir eu sur les cours, sont plus restrictives, et dès lors moins sévères, de sorte qu'elles devront bénéficier aux mis en cause en vertu du principe de l'application immédiate de la loi plus douce ;

4. En ce qui concerne les griefs relatifs aux manquements aux règles de bonne conduite et aux obligations professionnelles notifiés à W, à M. G ainsi qu'à M. H

Considérant que les notifications de griefs adressées à W, ainsi qu'à M. G, visent les articles L. 532-1 et L.533-4 du Code monétaire et financier et les articles 2-1-6, 3-1-1 et l'article 3-3-10 du Règlement général du CMF ;

Considérant que les articles L. 532-1 et L.533-4 du Code monétaire et financier ont été modifiés à la suite de l'entrée en vigueur, le 1^{er} novembre 2007, de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, qui n'introduit pas de dispositions plus douces; qu'il sera en conséquence fait application de ces articles dans leur rédaction antérieure à l'ordonnance précitée ;

Considérant que le Règlement général du CMF a été abrogé avec effet immédiat par l'arrêté du 12 novembre 2004 publié au Journal Officiel du 24 novembre 2004, qui lui a substitué le Règlement général de l'AMF dont il portait homologation ; que les dispositions prévues par les articles 2-1-6, 3-1-1 et l'article 3-3-10 du Règlement général du CMF, reprises par le Règlement général de l'AMF, sont aujourd'hui codifiées respectivement aux articles D.321-1 du Code monétaire et financier, 314-3 du Règlement général de l'AMF et 7 du Règlement n° 1287/2006 de la Commission européenne du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen ; que ces textes ne comportant pas de dispositions plus douces, il sera fait application en l'espèce des articles 2-1-6, 3-1-1 et 3-3-10 du Règlement général du CMF ;

III. SUR LES MANQUEMENTS

A. SUR LES MANQUEMENTS RELATIFS A L'OBLIGATION D'INFORMATION DU PUBLIC

Considérant qu'il résulte des articles 2 et 3 du Règlement COB n° 98-07 et 632-1 du Règlement général de l'AMF que « *Constitue, pour toute personne, une atteinte à la bonne information du public la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse* », « *alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses* » ;

1. Sur le manquement tiré de la comptabilisation de l'immeuble abritant le siège social de X dans ses comptes consolidés reproché à X et M. J

Considérant qu'est critiquée, en l'espèce, la comptabilisation par X « *des conséquences de la cession de l'immeuble abritant son siège social et de sa reprise en crédit-bail* » dans les comptes consolidés arrêtés aux 31 décembre 2002, 30 juin 2003, 31 décembre 2003 et 30 juin 2004, publiés respectivement les 16 juin 2003, 14 novembre 2003, 14 juin 2004 et 17 décembre 2004 ; que les griefs ont été notifiés, en des termes identiques à ceux visant X, à M. C, en sa qualité de Président du directoire de X au moment des faits, mais seulement pour les comptes consolidés aux 31 décembre 2002, 30 juin 2003 et 31 décembre 2003 ;

Considérant que, au regard des règles comptables, les comptes consolidés doivent être établis en prenant en compte le principe de la prédominance de la substance sur la forme, qui conduit à opérer une analyse de la substance d'une opération ou de sa réalité économique sans se limiter à sa seule forme juridique ; qu'ainsi, une opération peut être prise en considération sur le plan comptable même si elle n'a pas été parfaitement formalisée sur le plan juridique, dès lors que sa réalisation est certaine du point de vue économique ; que, appliqué au crédit-bail, ce principe implique de le traiter comme une opération de financement lorsque les conditions de rachat - et en particulier le prix de la levée d'option - sont tellement favorables que ses bénéficiaires n'auront d'autre choix que de la lever ;



Considérant qu'il est établi que le 11 octobre 2001, X, en même temps qu'elle a cédé l'immeuble abritant son siège social à la société V pour un montant de 3,81 M€, a conclu avec cette dernière un contrat de crédit-bail sur ce bien ; que l'immeuble a alors été traité comme s'il avait été cédé, d'où l'enregistrement d'une plus-value de cession d'environ 2 M€ et d'une diminution de la dette de 3.811.000 € dans les comptes consolidés de X ; qu'il est toutefois apparu que la conclusion d'un crédit-bail ne permettait pas, au regard des règles comptables en vigueur, et dans les circonstances de l'espèce, de considérer que l'immeuble avait été cédé ; qu'afin d'éviter un retraitement comptable, la société Q, filiale de la société V, et X ont signé, le 5 avril 2002, un accord de principe, avec effet rétroactif au 15 octobre 2001, prévoyant la cession du crédit-bail par X à la société Q et la conclusion, parallèlement, d'un contrat de location simple entre ces deux sociétés ; qu'il est apparu, le 3 juin 2004, que l'accord intervenu le 5 avril 2002 risquait de ne pas se réaliser, du fait du refus notifié par une employée d'V ; qu'à cette date, les comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2003 n'avaient pas été finalisés ; qu'en séance, M. J a toutefois indiqué, sans être expressément contredit par les commissaires aux comptes, avoir consulté ces derniers, qui ne lui auraient pas demandé de réintégrer l'immeuble à l'actif ; qu'il ne l'a donc pas fait, d'autant qu'il envisageait alors d'intenter une procédure pour contraindre ses partenaires à respecter leurs engagements ; que l'immeuble, qui n'a pas non plus été "déconsolidé" dans les comptes du premier semestre 2004, l'a en revanche été dans ceux de l'exercice 2004 ;

Considérant que les comptes arrêtés aux 31 décembre 2002, 30 juin et 31 décembre 2003 n'apparaissent pas inexacts, la mise en œuvre de l'accord de principe intervenu le 4 avril 2002 n'ayant alors pas été définitivement abandonnée ; qu'il en va différemment des comptes du premier semestre 2004, mais que la responsabilité de M. J ne sera pas retenue, celui-ci ayant quitté ses fonctions avant leur publication ; que X sera également mis hors de cause pour ces derniers comptes, dès lors qu'ils ont été arrêtés postérieurement à l'ouverture de la procédure collective ;

2. Sur le manquement tiré de l'information relative aux difficultés de trésorerie communiquée au marché lors du lancement de l'émission d'ABSA reproché à X, à M. J et aux commissaires aux comptes

Considérant qu'il est reproché à X et à M. C d'avoir donné au marché une information inexacte, imprécise et trompeuse lors de la communication relative à l'émission d'ABSA en affirmant dans la note d'opération du 31 juillet 2004 sur l'augmentation de capital de X « *de manière péremptoire que l'émission d'ABSA devait lever toute incertitude sur la continuité de l'exploitation* » et en omettant d'informer le marché de l'ensemble des « *contraintes* » pesant sur la levée de cette incertitude ; qu'un manquement à l'obligation d'information du public a également été notifié aux commissaires aux comptes, Y, Z, MM. M et L, auxquels il est reproché d'avoir, dans l'avis formulé sur la note d'opération, confirmé cette affirmation « *sous certaines réserves qui n'avaient rien à voir avec les dettes de TVA* », et omis d'informer le marché de l'ensemble des « *contraintes* » pesant sur la levée de cette incertitude ;

2.1 Sur le caractère inexact, imprécis et trompeur de l'information relative aux difficultés de trésorerie communiquée au marché lors du lancement de l'émission d'ABSA

Considérant que la note incriminée indique que : « *Cette opération de capital doit permettre à X de renforcer ses fonds propres et d'équilibrer sa structure financière. Dans le cadre du protocole signé le 25 juin 2004, la Société utilisera une part significative de la levée de fonds résultant de cette opération pour le remboursement anticipé de ses dettes financières, y compris les obligations émises en juin 2002. Cette opération doit donc lever toute incertitude quant à la continuité de l'exploitation* » ; qu'à la suite de cette note, X a annoncé dans un communiqué du 3 août 2004 le lancement d'une augmentation de capital de 12 M€ pour « *rembourser une part significative de sa dette, et accroître ses capacités financières pour accélérer son développement endogène et donner à la société un nouvel élan pour renouer avec la croissance et la rentabilité* » ; que le 11 août 2004, à l'occasion d'un communiqué indiquant le chiffre d'affaires dégagé au titre du premier semestre 2004, X a précisé qu'une augmentation de capital était en cours pour « *permettre à X d'accroître ses capacités financières, de réduire considérablement son endettement et d'accompagner la reprise de sa croissance* » ;

Considérant que le plan de trésorerie sur lequel reposait la note d'opération omettait de prendre en compte, depuis octobre 2003, une dette correspondant à la TVA collectée, mais non déclarée par X ; que le mécanisme de la fraude mise en place a consisté notamment, à l'occasion des prestations immatérielles relevant du régime de la TVA à l'encaissement qui ont été fournies au sein du groupe formé par X et certaines de ses filiales, à gonfler artificiellement le montant de la TVA déductible en anticipant sa constatation, alors que celle-ci n'avait pas été payée auprès du fournisseur, et à réduire d'autant les sommes à reverser au titre de la TVA collectée ; que cette fraude a été répartie sur six filiales du groupe et sur les deux exercices 2003 et 2004 ; qu'a été accumulée par X une dette de TVA atteignant plus de 2,7 M€ au 30 septembre 2004 (cotes 0060 et 001171) ; que la réintégration de la dette dans le plan de trésorerie n'aurait pas permis à X, avec les fonds levés dans le cadre de l'augmentation de capital, tout à la fois de rembourser « ses dettes financières » et d'assurer la continuité de son exploitation, contrairement à ce qui était indiqué dans la note d'opération ; que, si les communiqués des 3 et 11 août 2004 précités – qui évoquent le remboursement, non plus de l'intégralité, mais seulement d'une partie importante des dettes – fournissent des informations qui tendent à nuancer, voire à contredire celles figurant dans la note d'opération, ils ne comportent toutefois aucun démenti faisant état de la dette de TVA ou des risques de cessation des paiements, situation dont le public n'a connu l'existence que le 2 novembre 2004 ; que ces communiqués ont donc entretenu la confusion sur le règlement des difficultés de trésorerie de X ;

Considérant, en conséquence, qu'en dépit de l'information délivrée ultérieurement, celle contenue dans la note d'opération, affirmant que la levée de fonds issue de l'augmentation de capital permettrait à X de rembourser ses dettes bancaires et d'assurer la continuité de son exploitation, est inexacte et trompeuse, puisque l'intégration au plan de trésorerie de la dette de TVA exigible aurait conduit à constater une absence, voire un déficit de trésorerie susceptible de conduire à un état de cessation des paiements ; qu'ainsi, il a été porté atteinte à l'égalité d'information des investisseurs, ceux qui sont intervenus sur le marché alors qu'ils n'appartenaient pas aux organes dirigeants n'ayant pas été mis en mesure d'apprécier la réalité de la situation financière de X et des risques y afférents ;

2.2. Sur l'imputabilité des faits aux personnes mises en cause

2.2.1 Sur l'imputabilité des faits à X et à M. J

Considérant que le manquement doit être retenu à l'encontre de X qui est, par nature, responsable des informations communiquées en son nom par ses différents représentants légaux ; qu'il est également constitué à l'égard de M. J qui, en sa qualité de Président du Directoire, aurait dû s'assurer de l'exactitude de l'information délivrée à l'occasion de l'augmentation de capital ; qu'il résulte des déclarations du comptable de X qu'il alerte sur la fraude à la TVA que ce dernier venait de découvrir, M. J aurait « *éludé la question* » (cote 001162) ; qu'à supposer même que, comme il le soutient, il n'en ait pas pris conscience, il demeure que s'il avait procédé aux vérifications nécessaires, notamment auprès de la directrice financière, il aurait pleinement mesuré le caractère trompeur de la note d'opération ; que, dès lors, il « *savait* » ou aurait, à tout le moins, « *dû savoir* » que l'information donnée était inexacte ;

2.2.2 Sur l'imputabilité des faits aux commissaires aux comptes

Considérant que les commissaires aux comptes n'encourent une sanction que s'il est établi, soit qu'ils savaient que les informations communiquées par la société avec leur aval étaient inexactes, imprécises ou trompeuses, soit que l'accomplissement des diligences normales exigées par les textes leur auraient permis de le savoir ;

Considérant qu'au cours des années précédentes, les déclarations de TVA de X étaient régulières et les rapprochements qui avaient été présentés ne comportaient pas d'erreur ; que, selon les déclarations du comptable de X, la fraude décrite ci-dessus aurait été mise en place, pour résoudre les problèmes de trésorerie, par l'équipe de direction, qui l'aurait dissimulée (cote 001162) ; qu'elle n'a été révélée qu'à



l'arrivée de M. K qui, aussitôt alerté par le comptable, a fait procéder à « *une étude plus précise de la situation au regard de la TVA* » (cote 001171) ; qu'ainsi, il est établi, et au demeurant non contesté, que les mécanismes mis en œuvre pour minorer ou retarder les reversements de TVA ont été cachés aux commissaires aux comptes ;

Considérant qu'il convient maintenant de rechercher si l'accomplissement des diligences requises aurait dû conduire MM. L et M à découvrir la fraude et le caractère trompeur des informations délivrées sur le fondement de données inexactes ; qu'il n'est pas contestable que les commissaires aux comptes ont été très attentifs au risque de cessation des paiements de X, qu'ils ont décelé et qui les a conduits à déclencher quatre procédures d'alerte, les 7 novembre 2002, 17 janvier, 6 mars et 31 octobre 2003 ; qu'ils se sont, notamment le 11 juin 2004, inquiétés du « *cadrage technique de la TVA* » ; qu'ils ont alors reçu de la directrice financière l'assurance que ce cadrage avait été réalisé, comme en attestent les mentions portées sur leur fiche de travail (cotes 00150 et 00155) ; que, le 21 juin 2004, celle-ci et M. J leur ont remis une lettre mentionnant notamment qu'ils avaient « *signalé tous les faits significatifs liés à des fraudes commises ou suspectées dont nous avons eu connaissance* » ; que, lors de leur audition, les commissaires aux comptes ont indiqué qu'ils n'avaient alors pas pu « *imaginer que la direction de X fraudait et nous mentait ... cette fraude a été très bien organisée, et ce jusqu'au plus haut du management* » (cote 001055) ; qu'ils ont par ailleurs demandé, et obtenu en juillet 2004, des notes « *d'analyse des dettes fiscales et sociales* » (cote 00330), dont l'examen ne leur a pas permis de détecter une fraude que seul un rapprochement minutieux, aux niveaux de la société et de ses filiales, des comptes de TVA avec la TVA déclarée aurait pu faire apparaître ; qu'un tel rapprochement n'est pas expressément exigé dans le cadre d'un contrôle portant seulement sur la note d'opération, de sorte que les faits reprochés ne paraissent pas pouvoir être imputés à un défaut de diligences ; que, même si les travaux participant d'un processus d'appel public à l'épargne impliquent une vigilance particulière de la part des commissaires aux comptes, la preuve n'est donc pas rapportée, en l'espèce, que ceux-ci aient méconnu leurs obligations professionnelles ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède, sans qu'il soit besoin d'examiner les moyens de procédure soulevés par les intéressés, que les griefs formulés à l'encontre de Z' et Y, ainsi que de MM. L et M, doivent être écartés ;

3. Sur le manquement tiré de l'information relative au succès de l'augmentation de capital délivrée à l'issue de la période de souscription, reproché à X et à M. J

Considérant qu'il est reproché à X et à M. C d'avoir laissé croire, au terme de la période de souscription des ABSA, dans un communiqué du 1^{er} octobre 2004, que « *grâce à l'augmentation de capital et à l'exercice ultérieur des BSA* », X « *avait définitivement réglé ses problèmes de liquidités* » ;

Considérant que, dès le début de l'opération, il existait un risque de résolution du protocole bancaire tendant au rééchelonnement de la dette puisque, d'une part, les fonds n'avaient pas été versés au terme fixé, d'autre part, le plan de trésorerie prévisionnel était erroné en raison, notamment, de l'omission de la dette de TVA ; qu'au surplus, sont apparus divers événements, tels que la réduction de 152.000 € du montant de l'encaissement lié à la souscription de M. I du fait de la compensation opérée avec son compte courant, ou le versement à la directrice financière et à M. J d'indemnités de départ atteignant la somme globale de 557.000 € ; qu'en conséquence, contrairement à ce qu'indiquait le communiqué du 1^{er} octobre 2004, X n'était alors pas en mesure de rembourser, avec la première levée des fonds issus de l'augmentation de capital, l'intégralité de sa dette bancaire, d'un montant de 5,7 M€ ; qu'en outre, eu égard au déficit de trésorerie et au dépôt de bilan de la société survenu un mois après, l'annonce du développement et de la croissance à venir de X était en total décalage avec les informations objectives dont disposaient les personnes mises en cause sur la situation réelle de la société ;

Considérant que l'information donnée au public le 1^{er} octobre 2004, selon laquelle la « *première levée de fonds va permettre à X de rembourser sa dette bancaire* » et grâce à l'exercice des ABSA, X serait à

même « *d'accentuer [le] développement et [la] croissance dans les mois à venir* » était donc inexacte, imprécise et trompeuse ; que ces faits ont, par nature, porté atteinte à l'égalité d'information des investisseurs extérieurs à la société ;

Considérant que ce manquement sera retenu à l'encontre de X, qui est responsable de l'exactitude des informations communiquées en son nom par ses différents représentants légaux ; qu'il le sera également à l'égard de M. J qui, compte tenu des informations dont il disposait, ne pouvait pas ne pas avoir conscience des difficultés financières de X et des risques qui en résultaient ;

B. SUR LE MANQUEMENT DE MANIPULATION DE COURS REPROCHE A M. D

Considérant qu'il est reproché à M. D d'avoir cédé, le 24 septembre 2004, 752.812 actions X pour le compte de la société U, dont il est l'actionnaire majoritaire et le dirigeant, afin de faire baisser le cours du titre ; que s'il est établi qu'il a opéré à découvert, pour faire bénéficier cette société d'un profit sur les actions qu'elle se préparait à acquérir, les éléments constitutifs de la manipulation de cours, seule visée par la notification de griefs, ne sont en revanche pas réunis ; que M. D sera donc mis hors de cause de ce chef ;

C. SUR LES MANQUEMENTS D'INITIE REPROCHES A MM. E, F ET D

1. Sur le caractère privilégié de l'information relative aux difficultés financières entraînant la forte probabilité d'une déclaration de cessation des paiements de X

Considérant qu'il résulte de son audition par les services d'enquête que, dans les jours qui ont suivi sa prise de fonctions, intervenue le lundi 11 octobre 2004, M. K a constaté « *que le montant du passif exigible de X était en réalité compris entre 20 et 30 millions d'euros, ce qui mettait la société en situation de cessation des paiements* » (cote 001172) ; que lors de la séance, il a nuancé ces propos en indiquant que, s'il avait découvert dès la première semaine l'existence de dettes très supérieures à celles qui avaient été annoncées, il n'en avait déduit que la société devrait déposer son bilan qu'à la fin de la semaine suivante ; qu'en toute hypothèse, il est établi qu'il a fait part de ses premières constatations, le samedi 16 octobre 2004, aux membres du directoire, puis à M. E, dont l'entremise lui avait valu d'être nommé à la tête de la société ; que lors de l'enquête, ce dernier a déclaré que M. K avait « *découvert la réelle situation financière de X, et notamment l'état de sa trésorerie* », que la société « *était en réalité en situation de cessation des paiements* », et lui avait alors téléphoné pour lui « *faire part de ces difficultés* » (cote 001021) ; que lors de la séance, M. E a, dans le prolongement des dernières déclarations de M. K, précisé que lors de cet appel téléphonique du 16 octobre, avaient été évoquées seulement les difficultés liées à la découverte d'un passif beaucoup plus important que prévu ;

Considérant que le 26 octobre suivant, M. K a, avec M. I, organisé des rencontres individuelles avec M. E, ainsi qu'avec M. D, auxquels il a confirmé en séance, comme il l'avait déclaré lors de l'enquête, avoir présenté « *le dépôt de bilan comme une mesure inéluctable* » (cote 001171) ;

Considérant qu'aux termes de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF : « *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, d'une part, jusqu'au 2 novembre 2004, date du dépôt de bilan de X devant le Tribunal de commerce, le public n'était pas informé de ce que le passif était tel que les fonds levés ne lui permettraient pas de faire face à ses dettes ; qu'à elle seule, l'annonce de cette impossibilité, le 16 octobre 2004, constitue une information dont le marché pouvait d'autant moins soupçonner l'existence que, selon le communiqué du 1^{er} octobre, « *grâce à l'augmentation de capital et à l'exercice ultérieur des BSA* », X était censé avoir « *définitivement réglé ses problèmes de liquidités* » ; qu'il est donc indifférent

que, le 16 octobre, M. K ait ou n'ait pas fait explicitement référence au dépôt d'une déclaration de cessation des paiements ; que ce dépôt a, de manière certaine, été évoqué le 26 octobre suivant ;

Considérant que, d'autre part, sont à l'évidence précises et de nature à avoir un effet sensible sur le cours de l'action les informations relatives, d'abord à l'impossibilité pour la société, malgré l'augmentation de capital, de faire face au passif exigible, ensuite à la nécessité de déclarer la cessation de ses paiements ;

2. Sur la détention et l'exploitation par les personnes mises en cause des informations privilégiées

Considérant qu'aux termes de l'article 3 du Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, « *Les personnes disposant d'une information privilégiée à raison de la préparation et de l'exécution d'une opération financière ne doivent pas exploiter, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information sur le marché ni la communiquer à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle est détenue* » ; que selon l'article 4 du Règlement précité, « *Les personnes auxquelles a été communiquée une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leurs professions ou de leurs fonctions ne doivent pas exploiter, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information sur le marché ou la communiquer à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle a été communiquée* » ; qu'enfin, aux termes de l'article 5 du Règlement précité, « *Toute personne qui, en connaissance de cause, possède une information privilégiée provenant directement ou indirectement d'une personne mentionnée aux articles 2, 3 et 4 du présent règlement, ne doit pas exploiter, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information sur le marché* » ;

Considérant que MM. D, E et F, qui n'appartiennent pas au cercle des personnes relevant des articles 3 et 4 du Règlement COB n° 90-08, entrent dans le champ de l'article 5 de ce Règlement ; que l'obligation d'abstention pesant sur tout détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu, de sorte que, sauf à justifier d'un motif impérieux relevant de la contrainte ou de la force majeure, le simple fait d'opérer sur le titre concerné caractérise le manquement ;

2.1 Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. D

Considérant qu'il est reproché à M. D d'être intervenu massivement, pour le compte de la société P, à la vente sur le marché du titre X entre le 26 octobre et le 1^{er} novembre 2004, « *moins de deux heures* » après avoir été informé de la probabilité de la prochaine cessation des paiements de la société, lors de sa réunion avec MM. K et I ;

Considérant que M. D a, durant cette très courte période, cédé 1.796.302 titres, alors que depuis le 7 octobre 2004, il n'était quasiment pas intervenu ; que, contrairement à ce qu'il soutient, il détenait alors l'information privilégiée lui interdisant d'opérer ; que le souhait, purement spéculatif, qu'il aurait eu de « *continuer de vendre (ses) titres et engranger une plus-value effective* » par rapport à ses achats (cote 00983), ne saurait en aucune manière justifier son intervention ;

Considérant que les éléments constitutifs du manquement d'initié sont donc tous réunis à l'encontre de M. D, qui ne saurait échapper à sa responsabilité au seul motif qu'il est intervenu sous couvert de la société dont il était alors le dirigeant et l'unique actionnaire, les opérations "*pour compte d'autrui*" entrant dans les prévisions de l'article 5 du Règlement COB n° 90-08 ; que ce manquement a porté atteinte aux droits des investisseurs en même temps qu'il a compromis le bon fonctionnement et l'intégrité du marché, de sorte qu'il revêt une particulière gravité appelant une sanction sévère ;

2.2 Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. E

Considérant que M. E, alors qu'il venait d'être informé de l'impossibilité pour X de faire face à ses dettes, a cédé entre les 19 et 22 octobre 2004 toutes les actions détenues par la société T, dont il est le principal actionnaire (527.907 actions pour un montant de 88.632 €), et par ses enfants, M. F (122.500 actions pour

21.152 €) et Mme O (87.500 actions pour 14.875 €); qu'il a toutefois, comme il l'a fait observer, vendu un faible nombre de titres par rapport aux montants très significatifs qu'il a investis dans la société ; que cette circonstance est, certes, inopérante du point de vue de la caractérisation d'un manquement qui a, par nature, porté atteinte au fonctionnement normal du marché ; qu'elle sera toutefois largement prise en compte dans l'appréciation du montant de la sanction prononcée ;

2.3 Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. F

Considérant qu'il est reproché à M. F d'avoir cédé le 18 octobre 2004, au cours unitaire moyen de 0,16 €, les 90.000 actions X qu'il avait acquises et les 60.000 actions acquises par sa mère ; que la preuve n'est toutefois pas rapportée que son frère, M. E, lui ait transmis l'information privilégiée dont il était détenteur, tandis qu'il est établi que, le même jour, M. F a acquis des titres X, de sorte que le manquement n'est pas caractérisé ;

D. SUR LES MANQUEMENTS AUX REGLES DE BONNE CONDUITE ET AUX OBLIGATIONS PROFESSIONNELLES REPROCHES A W ET A MM. G ET H

1. Sur l'exercice d'une activité de placement sans agrément

Considérant qu'aux termes de l'article L. 532-1 du Code monétaire et financier, « *pour fournir des services d'investissement, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit doivent obtenir un agrément (...)* » ; que selon l'article L. 533-4 dudit Code, « *Les prestataires de services d'investissement (...) sont tenus de respecter des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. / Ces règles (...) obligent notamment à : / (...) 7. Se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché (...)* ». ; que l'article 3-1-1 du Règlement général du CMF disposait que : « *Les règles de bonne conduite (...) établissent (...) les principes généraux de comportement et leurs règles essentielles d'application et de contrôle, auxquels doivent se conformer le prestataire habilité et les personnes agissant pour son compte ou sous son autorité. / Les dirigeants du prestataire habilité veillent au respect des présentes dispositions et à la mise en oeuvre des ressources et des procédures adaptées. / Les activités mentionnées à l'article 2-1-1 sont exercées avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché. (...)/ Les règles de bonne conduite adoptées en vertu du présent Règlement par les prestataires habilités et s'appliquant à leurs collaborateurs constituent pour ceux-ci une obligation professionnelle* » ; qu'il résulte de la combinaison de ces textes que le fait pour un prestataire de service d'investissement d'exercer une activité de placement au sens de l'article 2-1-6 du Règlement général du CMF, c'est à dire de "*recherche des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers*", sans avoir été agréé à cette fin constitue un manquement à ses obligations ;

Considérant qu'en l'espèce, il est reproché à l'entreprise d'investissement W, représentée par son Président Directeur Général, M. G, ainsi qu'à ce dernier à titre personnel, d'avoir exercé sans agrément un service de placement pour X ;

Considérant qu'il est établi, et non contesté, que l'agrément obtenu par W était limité, à l'époque des faits, à la fourniture des services de réception, transmission et exécution d'ordres pour compte de tiers ;

Considérant que, tout d'abord, il résulte des déclarations concordantes de M. A2, employé d'W en charge du dossier (cote 001100 : "*W a assisté X dans sa recherche d'investisseurs*") et des deux dirigeants de X, MM. I (cote 001229 : "*J'insiste sur le fait qu'W s'était bel et bien engagé à placer les titres... C'est la raison pour laquelle le contrat prévoit une rémunération en pourcentage des fonds levés*") et J (cote 001204: "*Je suis formel, dans l'esprit, W devait bien assurer le placement de l'augmentation de capital*"), que la mission confiée s'analyse en une activité de placement des titres à émettre lors de l'augmentation du capital réalisée en 2004 ; qu'en l'espèce, il n'a d'ailleurs été fait appel à aucun autre prestataire de services d'investissement pour le placement des titres alors qu'un tel placement, dès lors qu'il s'analyse en un

service d'investissement, ne peut être exercé que par un prestataire spécifiquement agréé à cette fin ; que si le contrat ne visait pas expressément cette activité, c'est parce qu'il ne pouvait pas y faire référence, W n'étant alors pas agréée pour le placement ; qu'en revanche, comme l'a fait observer M. I, il prévoyait le versement par X d'une commission de succès proportionnelle (5 % hors taxes) à l'ensemble des sommes levées, ce qui correspond à la rémunération du placeur chef de file d'une émission, auquel est traditionnellement versé un pourcentage du total des capitaux collectés ;

Considérant qu'en outre, de nombreux investisseurs (cotes 001292 et 001293) ont déclaré explicitement que c'est à la suite des sollicitations d'W qu'ils ont souscrit à cette augmentation de capital ; que l'argument selon lequel le placement n'aurait pas été fait auprès du public, cette société n'ayant fait que « signaler » l'opération à sa propre clientèle ou répondre à sa demande, est inopérant dès lors qu'ont été sollicités par M. G ou par M. A2 des personnes qui n'étaient alors pas des clients d'W, comme MM. Jean-François DESCAVES pour HERA FINANCE (cote 00970), Roger POLANI pour SPGP (cote 00959) ou D pour U (cote 00987) ;

Considérant qu'enfin, c'est W qui a présenté à l'AMF une liste de souscripteurs, jointe à la demande de visa de l'opération d'augmentation de capital ;

Considérant qu'W ne s'est donc pas contentée de fournir des services de réception, transmission et exécution d'ordres pour compte de tiers, et a effectivement exercé, dans le cadre de l'augmentation de capital de X réalisée en 2004, une activité de placement au sens de l'article 2-1-6 du Règlement général du CMF sans disposer de l'agrément nécessaire à cet effet ; que le visa apposé par l'AMF sur la note d'opération ne vaut évidemment pas validation de services qui ont été fournis sans agrément ; qu'enfin, la circonstance que des dirigeants de l'émetteur ont également recherché des souscripteurs reste sans effet sur la caractérisation du manquement reproché à W ;

Considérant, en conséquence, que le manquement tiré de l'exercice d'une activité de placement sans agrément est constitué en tous ses éléments ;

2. Sur la primauté donnée aux intérêts d'un investisseur sur ceux de X

Considérant qu'aux termes de l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, applicable à l'époque des faits, « *Les prestataires de services d'investissement (...) s'obligent notamment à : 1. Se comporter avec loyauté et agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ; (...) 6. S'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement* » ; que l'article 3-1-1 du Règlement général du CMF précise en outre que « *Les règles de bonne conduite (...) établissent (...) les principes généraux de comportement et leurs règles essentielles d'application et de contrôle, auxquels doivent se conformer le prestataire habilité et les personnes agissant pour son compte ou sous son autorité. / Les dirigeants du prestataire habilité veillent au respect des présentes dispositions et à la mise en oeuvre des ressources et des procédures adaptées. / Les activités mentionnées à l'article 2-1-1 sont exercées avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché. (...) / Les règles de bonne conduite adoptées en vertu du présent règlement par les prestataires habilités et s'appliquant à leurs collaborateurs constituent pour ceux-ci une obligation professionnelle* » ;

Considérant qu'en l'espèce, il est reproché à W et à M. G, à titre personnel, de ne pas avoir agi dans l'intérêt du client X en réduisant unilatéralement à 350 000 € la souscription à l'augmentation de capital que devait faire la société S, dont M. B2 était le gérant et le principal actionnaire ;

Considérant qu'il est établi que M. G a pris seul l'initiative, fin septembre 2004, de réduire à 350.000 € l'engagement de souscription de la société S, sans l'avoir préalablement consultée, alors qu'elle s'était engagée à souscrire à hauteur de 996.059 € ; que les allégations de M. G selon lesquelles cette réduction aurait correspondu au souhait de l'un des dirigeants de X sont expressément démenties par ce dernier ; qu'en tout état de cause, la réduction de l'engagement de la société S, initiée par M. G pour préserver les

liens d'amitié l'unissant à M. B2, susceptible de devenir l'un de ses « *clients principaux* » et intervenue alors que l'augmentation de capital n'avait pas été intégralement souscrite et que, comme on l'a vu ci-dessus, X avait le plus grand besoin de ces fonds, était à l'évidence contraire à l'intérêt de cette société ; qu'investi par X de la charge de procéder à une augmentation de capital indispensable à sa survie, M. G a manifestement trahi la confiance de sa cliente ;

Considérant qu'est dès lors caractérisé le manquement à l'obligation d'exécuter les services d'investissement avec diligence, loyauté et équité, dans le respect de la primauté des intérêts du client, qui revêt en l'espèce une particulière gravité ;

3. Sur l'impossibilité de justifier de la réception d'un ordre de vente d'un bloc d'actions

Considérant qu'aux termes de l'article 3-3-10 du Règlement général du CMF, « *Le prestataire habilité chargé de transmettre un ordre à un autre prestataire habilité est en mesure : - de justifier que l'ordre transmis a été émis par le donneur d'ordre ; - d'apporter la preuve du moment de la réception et du moment de la transmission de l'ordre. Les mêmes obligations s'appliquent au mandataire mentionné à l'article 2-1-3* » ;

Considérant qu'en l'espèce, il est reproché à M. G et à W, ainsi qu'à son déontologue M. H, à propos de la vente de 1.750.000 actions X souscrites par S au moment de l'émission d'ABSA, réalisée sur le marché entre les 11 et 14 octobre 2004 par l'intermédiaire de R, de n'avoir pas été en mesure de justifier ni de l'existence d'un ordre émis par la société propriétaire des titres, ni du moment où il aurait été reçu ;

Considérant que W ne conteste pas son impossibilité de prouver que cet ordre de vente, transmis à R et exécuté entre le 11 et le 14 octobre 2004, correspondait à une instruction donnée par la société S ; qu'il est inopérant, pour la caractérisation du manquement, de soutenir qu'aucun préjudice n'en serait résulté ;

Considérant, en conséquence, que le manquement tiré de l'absence de justification d'un ordre de vente passé pour le compte de la société S et du moment de réception dudit ordre, est constitué ;

4. Sur l'entrave à la mission des enquêteurs résultant de la transmission, le 14 mars 2005, d'un faux ordre de vente

Considérant qu'il est reproché à W, à M. G, à titre personnel, ainsi qu'à M. H, d'avoir établi et transmis à l'AMF, le 14 mars 2005, un faux ordre de vente « *destiné à masquer aux enquêteurs le fait que cet ordre n'avait jamais été reçu* » ;

Considérant toutefois qu'en l'absence de fondement légal autre que l'article 642-2 du Code monétaire et financier aux termes duquel le fait de « *communiquer [à l'AMF] des renseignements inexacts* » « *est puni d'un emprisonnement de deux ans ou d'une amende de 300.000 €* », aucun manquement relevant de la compétence de la Commission des sanctions ne peut être retenu à ce propos ;

5. Sur l'imputabilité des manquements aux mis en cause

Considérant que M. G soutient que le manquement tiré de l'exercice de l'activité de placement sans agrément ne saurait lui être imputé, aux motifs qu'il n'existerait aucun fondement textuel aux poursuites et que les « *faits invoqués seraient exclusivement imputés à W* » ;

Considérant toutefois que les dirigeants doivent être regardés comme intervenant « *pour le compte* » de la société au sens de l'article L. 621-15 II du Code monétaire et financier, dans sa version applicable à l'époque des faits ; que selon cet article, la Commission des sanctions peut prononcer une sanction, « *au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 613-21* », à l'encontre des « *personnes mentionnées aux 1^o à 8^o, 11^o et 12^o du II de l'article 621-9* », des « *personnes*



physiques ... agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8° et 11° du II de l'article L. 621-9 au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers, sous réserve des dispositions de l'article L. 631-21 » ; qu'en ce qui concerne, de manière générale, l'ensemble des règles de bonne conduite applicables au prestataire de services d'investissement, l'article 321-24 du Règlement général de l'AMF disposait que celui-ci, ainsi que « les dirigeants du prestataire habilité », veillent au respect de ces règles « et à la mise en oeuvre des ressources et des procédures adaptées » ; que ce principe demeure applicable en l'espèce, puisque le texte n'a pas été remplacé par une disposition plus douce susceptible de rétroagir ; qu'en effet, depuis le 1^{er} novembre 2007, l'article 313-6 du Règlement général dispose que « la responsabilité de s'assurer que le prestataire de services d'investissement se conforme à ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier incombe à ses dirigeants et, le cas échéant, à son instance de surveillance. En particulier, les dirigeants et, le cas échéant, l'instance de surveillance évaluent et examinent périodiquement l'efficacité des politiques, dispositifs et procédures mis en place par le prestataire pour se conformer à ses obligations professionnelles et prennent les mesures appropriées pour remédier aux éventuelles défaillances » ; qu'est ainsi affirmée, de manière permanente, l'obligation faite à la personne morale et à ses dirigeants de veiller au respect, par les personnes physiques relevant de leur autorité, des lois, règlements et règles professionnelles ; que c'est sur le fondement de la méconnaissance de cette obligation de vigilance et de surveillance que peut être recherchée la responsabilité des dirigeants ;

Considérant que les manquements tirés de l'exercice de l'activité de placement sans agrément, mais aussi du non-respect de la primauté de l'intérêt du client et de l'impossibilité de justifier un ordre de vente, tels que précédemment établis, sont donc imputables à W, ainsi qu'à M. G, en sa qualité de dirigeant ; que celui-ci est d'autant moins fondé à contester sa responsabilité qu'il a en outre activement concouru, à titre personnel, à la réalisation de l'ensemble de ces manquements ;

Considérant qu'en revanche, M. H, qui prouve n'avoir pas failli à ses obligations de contrôle, sera mis hors de cause en ce qui concerne l'absence de justification de l'ordre de vente litigieux ;

IV. SUR LES SANCTIONS ET LA PUBLICATION DE LA DECISION

Considérant que selon l'article L. 621-15 II. c) du Code monétaire et financier dans sa version applicable à l'époque des faits visés par les notifications de griefs, la Commission des sanctions peut prononcer une sanction à l'encontre de toute personne qui s'est livrée à des pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, « lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou 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 ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles » ; qu'en application de l'article L. 621-15.III c) du Code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable à l'époque des faits, la sanction encourue par X, M. J, ainsi que MM. D et E est « une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés » ;

Considérant qu'il résulte de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, dans sa version applicable à l'époque des faits, que pour les prestataires de services d'investissement et pour les personnes agissant pour leur compte ou placées sous leur autorité, sont en outre encourus l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ou des services fournis ;

Considérant que les sanctions seront proportionnées à la gravité des manquements, telle qu'elle a été mise en lumière ci-dessus (III) ;



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 (Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007) « à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause »* ; que par ces dispositions, le législateur a entendu mettre en lumière les exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent le pouvoir de sanction de la Commission, et prendre en compte l'intérêt qui s'attache, pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs, à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès aux décisions rendues, mieux appréhender le contenu des règles qu'ils doivent observer ; qu'en l'espèce, la diffusion de la présente décision justifie sa publication, celle-ci n'étant pas de nature à causer aux personnes mises en cause un préjudice disproportionné ;

PAR CES MOTIFS

Et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Claude NOCQUET, par MM. Alain FERRI et Jean-Pierre MORIN, Membres de la 2^{ème} section de la Commission des sanctions, et par M. Jean-Claude HANUS, Membre de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, suppléant de M. Antoine COURTEAULT en application de l'article R. 621-7. I du Code monétaire et financier, en présence de la Secrétaire de séance ;

DECIDE DE :

- Mettre hors de cause MM.M, L, F, H, ainsi que les sociétés Y et Z' ;
- Prononcer à l'encontre de :
 - . la société X, une sanction pécuniaire de 100.000 € (cent mille euros) ;
 - . M. J, une sanction pécuniaire de 100.000 € (cent mille euros) ;
 - . M. D, une sanction pécuniaire de 500.000 € (cinq cent mille euros) ;
 - . M. E, une sanction pécuniaire de 5.000 € (cinq mille euros) ;
 - . M. G, un avertissement et une sanction pécuniaire de 50.000 € (cinquante mille euros) ;
 - . la société W, un avertissement et une sanction pécuniaire de 100.000 € (cent mille euros) ;
- Publier la présente décision au « *Bulletin des annonces légales obligatoires* », ainsi que sur le site internet et dans la revue de l'Autorité des marchés financiers.

A Paris, le 28 février 2008

La Secrétaire de Séance
Brigitte LETELLIER

La Présidente
Claude NOCQUET

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