



## La Commission des sanctions

<b>DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DES SOCIETES S, U, V, W ET X</b>
---

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

- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14, L. 621-15 et L. 622-16, dans leurs versions successives, ainsi que ses articles R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière modifiée, prise notamment en ses articles 47 et 49 ;
- Vu le règlement de la Commission des opérations de bourse (« COB ») n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, notamment en ses articles 1<sup>er</sup> 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 son article 3-5-11 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 l'article 321-107 du règlement général de l'AMF ;
- Vu les notifications de griefs adressées à la banque S, la société U, la société V, la société W et X en date du 23 décembre 2004 ;
- Vu la décision du président de la Commission des sanctions du 28 février 2005 désignant M. Jean-Pierre Morin, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu les observations écrites présentées le 29 mars 2005 par Me Thierry Gontard (Cabinet Simmons & Simmons) pour le compte de la banque S ;
- Vu les observations écrites présentées le 31 mars 2005 par Mes Philippe Hameau et Marine Lallemand (Cabinet Freshfields Brukhaus Deringer) pour le compte de la société X ;
- Vu les observations écrites présentées le 31 mars 2005 par Mes Jean-Pierre Martel et Arnaud Larousse (Cabinet Rambaud Martel-Orrick) pour le compte de la société W ;
- Vu les observations écrites présentées le 31 mars 2005 par Mes Jean-Pierre Martel et Arnaud Larousse (Cabinet Rambaud Martel-Orrick) pour le compte de la société U ;
- Vu les observations écrites présentées le 3 juin 2005 par Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze pour le compte de la société V ;
- Vu le rapport de M. Jean-Pierre Morin en date du 16 octobre 2006 ;
- Vu les lettres de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 23 novembre 2006 auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur adressées à la banque S, la société X, la société U, la société V, la société W ;
- Vu les observations en réponse au rapport du rapporteur présentées le 2 novembre 2006 par Me Thierry Gontard pour le compte de la banque S ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 23 novembre 2006 :

- M. le rapporteur en son rapport ;
- Mme Catherine Le Rudulier, commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- Mes Thierry Gontard et Martin Tomasi, conseils de la société S et M. A, *managing director*, représentant cette société en vertu d'un pouvoir délivré en date du 22 novembre 2006 par [...] ;
- Me Jean-Pierre Martel, conseil des sociétés U et W ;
- Me Philippe Hameau, conseil de la société X, représentée par M. B ;
- Me Jean-François Prat, conseil de la société V et M. C représentant cette société ;

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

## I. – FAITS ET PROCEDURE

### A/ FAITS

Le 6 décembre 2002, la société Y, société anonyme régie par le droit français dont le siège social est à [...], immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le n° [...] et dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur Euronext Paris demandait à des représentants de la banque S London, succursale de la banque S, de préparer une émission d'obligations remboursables en actions (« ORAs ») pour un montant maximum de 819 millions d'euros et d'en assurer le placement.

Dans le cadre de ce mandat, la banque S London a réalisé, avec le concours de la banque S Paris, succursale parisienne de la banque S, les 11 et 12 décembre 2002, un sondage de marché auprès d'une dizaine d'investisseurs institutionnels afin de connaître la quantité d'ORAs Y qu'ils étaient prêts à souscrire.

A cette occasion, la banque S a communiqué aux personnes sondées, notamment les sociétés de gestion alternative (« *hedge funds* ») la société U, la société V, la société W et la société X, des informations précises concernant l'émission d'ORAs qu'elle préparait pour la société Y (e.g. : type d'instrument financier, montant maximum et moment de l'émission) susceptibles d'avoir un impact sur le cours des titres Y, en raison notamment des importantes ventes d'actions à découvert que ce type d'opération était susceptible de provoquer.

Le 12 décembre 2002 à 17h14, soit ¼ heure avant la clôture de la séance et sans qu'une demande de suspension de cours ait été préalablement formulée, la société Y a annoncé publiquement l'émission de 118 à 153 millions d'ORAs pour un montant compris entre 630 et 819 millions d'euros, avec pour chef de file du syndicat de placement la banque S London. Cette émission emportait à terme une dilution comprise entre 9,5 et 12,3%.

Le jour même, la banque S a réalisé, avec les autres banques du syndicat, le placement d'ORAs Y représentant un montant de 630 millions d'euros auprès d'investisseurs institutionnels (placement privé) sans visa préalable, sur la base d'un document dit *Offering Circular* ou *Offering Memorandum*, puis auprès d'investisseurs particuliers, du 17 au 19 décembre 2002, sur la base d'un prospectus visé par la COB.

Dans les dernières minutes de cotation de la séance du 12 décembre 2002, l'action Y a perdu 15,6%, dans des volumes d'échanges très supérieurs à leur moyenne quotidienne.

### B/ LA PROCEDURE

Compte tenu des possibilités de gains offertes à certains investisseurs par la variation du cours des actions Y à la fin de la séance du 12 décembre 2002, le département de la surveillance du service de l'inspection de la COB a proposé au directeur général de la COB l'ouverture d'une enquête sur le titre Y et tout produit financier lié à ce titre. Une enquête a été ouverte par le directeur général de la COB le 18 juin 2003, soit plus de 6 mois après les faits.

Lors de sa séance du 23 novembre 2004, la commission spécialisée n° 3 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, a examiné, conformément à l'article L. 621-15 du même code, le rapport établi par la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF dans le cadre de l'enquête ouverte le 18 juin 2003 par le directeur général de la COB

sur le marché du titre Y et tout produit lié à ce titre, ainsi que sur l'information financière communiquée par cette société à l'occasion de l'émission d'ORAs, dans les deux cas à compter du 12 décembre 2002.

Le président de l'AMF, agissant pour la commission spécialisée du Collège n° 3, a adressé, le 23 décembre 2004, par lettres recommandées avec demande d'avis de réception, des notifications de griefs à :

- la banque S, pour des faits susceptibles de constituer un manquement aux règles de bonne conduite énoncées par le règlement général du CMF applicable au moment des faits concernant le sondage de marché, d'une part ;

et à :

- la société U ;
- la société V ;
- la société W ; et
- la société X ;

pour des faits susceptibles de constituer un manquement aux articles 1<sup>er</sup> et 3 à 5 du règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée applicable au moment des faits, d'autre part.

A ces notifications de griefs était annexée une copie du rapport d'enquête établi par la Direction des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF.

Conformément à l'article 49-IV de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière, la validité des actes de constatation et de procédure accomplis antérieurement à la première réunion de la Commission des sanctions de l'AMF s'apprécie au regard des dispositions législatives et réglementaires en vigueur à la date à laquelle ils ont été pris ou accomplis. Les procédures de sanction devant la COB en cours à la date de la première réunion du Collège sont poursuivies de plein droit par celui-ci devant la Commission dans les conditions prévues à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa rédaction issue de la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 précitée.

En application de l'article 19 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF, désormais codifié à l'article R. 621-39 du code monétaire et financier, le président de la Commission a désigné M. Jean-Pierre Morin en qualité de rapporteur décision du 28 février 2005.

Conformément à l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, Me Thierry Gontard (cabinet Simmons & Simmons), a formulé, le 29 mars 2005, pour le compte de la banque S, des observations écrites en réponse à la notification de griefs adressée à cette société le 23 décembre 2004.

En application des mêmes dispositions, Mes Philippe Hameau et Marine Lallemand (cabinet Freshfields Brukhaus Deringer), ont formulé, le 31 mars 2005, pour le compte de la société X, des observations écrites en réponse à la notification de griefs adressée à cette société de gestion le 23 décembre 2004.

De même, Mes Arnaud Larousse et Jean-Pierre Martel (cabinet Rambaud Martel-Orrick), ont formulé, le 31 mars 2005, pour le compte de la société W, des observations écrites en réponse à la notification de griefs adressée à cette société de gestion le 23 décembre 2004.

Mes Arnaud Larousse et Jean-Pierre Martel ont également formulé, le 31 mars 2005, pour le compte de la société U, des observations écrites en réponse à la notification de griefs adressée à cette société, le 23 décembre 2004.

Enfin, après avoir demandé copie d'une pièce « *essentielle à la compréhension des faits* » par courrier en date du 18 février 2005, puis celle de divers documents pouvant « *représenter un intérêt certain puisqu'ils peuvent traduire l'évolution du projet et les informations dont disposaient l'émetteur, la banque S et la COB à son sujet* » par courrier en date du 23 mars 2005, Mes Jean-François Prat et Eric Dezeuze (cabinet Bredin Prat) ont formulé, le 3 juin 2005, pour le compte de la société V, des observations écrites en réponse à la notification de griefs adressée à cette société de gestion le 23 décembre 2004.

Le 11 juillet 2006, M. Jean-Pierre Morin a entendu, en présence de Me Thierry Gontard, conseil de la banque S, M. D (la banque S London), dûment convoqué par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 7 juillet 2006.

Le 20 septembre 2006, M. Jean-Pierre Morin a entendu M. E (anciennement associé de la société V), dûment convoqué par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 15 septembre 2006. M. E a été entendu en présence de Mes Jean-François Prat, Jennifer Downing (cabinet Bredin Prat) et de M. Dontzin (cabinet Dontzin, Etats-Unis), avocats de la société V

Le 12 octobre 2006, M. Jean-Pierre Morin a entendu M. Pierre Lagrange (associé de la société V), dûment convoqué par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 20 septembre 2006. M. Pierre Lagrange a été entendu en présence de ses avocats, Mes Jean-François Prat et Jennifer Downing (cabinet Bredin Prat).

## II. – MOTIFS DE LA DECISION

### A/ SUR LES GRIEFS REPROCHES A LA BANQUE S

#### 1° Application de la loi et de la réglementation dans le temps

##### *a/ Application de la loi dans le temps*

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 ;

Considérant 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 ;

Considérant 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* ;

Considérant 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 ;

##### *b/ Application de la réglementation dans le temps*

Considérant que l'arrêté du 12 novembre 2004 publié au Journal officiel de la République française du 24 novembre 2004 a, entre autres, abrogé avec effet immédiat le règlement général du CMF ;

Considérant que l'entrée en vigueur du règlement général de l'AMF, pris notamment en son article 321-107, n'a pas 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* ;

Considérant qu'il y a donc lieu de faire application en l'espèce des dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF dans sa version applicable au moment des faits ;

#### 2° Examen des griefs

Considérant qu'il est fait grief à la banque S d'avoir, *via* sa succursale la banque S London, qui opérait en France sur le fondement du passeport européen, en libre prestation de services, et dans une moindre mesure *via* la banque S Paris, sa succursale parisienne, manqué aux règles de bonne conduite édictées par l'article 3-5-11 du règlement général du CMF concernant les sondages de marché en ne faisant pas figurer sur la liste qu'elle a établie à cette occasion les heures, et dans certains cas les dates, des appels ou en y portant des dates erronées et d'avoir ainsi commis un manquement à l'article 3-5-11 du règlement général du CMF ;

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 la banque S soutient que cet article dont l'application constituerait une restriction à la libre prestation de services, n'était pas applicable à sa succursale de Londres opérant en France en libre prestation de services ;

Mais 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 a 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'elle revêt ainsi le caractère d'une règle substantielle édictée 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 d'une règle d'intérêt général au sens de la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes, elle était, contrairement à ce que soutient la banque S, applicable 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 si la banque S soutient ensuite que les omissions et erreurs qui lui sont reprochées dans l'établissement du tableau récapitulatif des sondages de marché auxquels elle a procédé dans le cadre de la préparation de l'émission des ORAs Y n'ont pas affecté les conditions de travail des enquêteurs de l'AMF, il n'est pas nécessaire, pour que le manquement aux dispositions de l'article 3-5-11 du règlement général du CMF soit constitué, que la méconnaissance de ces dispositions ait eu pour conséquence effective d'empêcher l'autorité boursière de reconstituer la chronologie des opérations de sondage de marché ;

Considérant que la matérialité du manquement n'est pas contestée ; que la banque S reconnaît en particulier que le tableau qu'elle a établi à l'occasion des sondages de marché est incomplet et comporte des erreurs ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que le manquement à l'article 3-5-11 du règlement général du CMF reproché à la banque S est constitué ;

### **3° La sanction**

Considérant que selon l'article L. 622-16 du code monétaire et financier applicable au moment des faits, les sanctions encourues par les professionnels relevant du pouvoir de sanction disciplinaire du CMF en cas de manquement à leurs obligations professionnelles, définies par les lois et règlements en vigueur étaient l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ; que selon cette disposition, le CMF pouvait prononcer, soit à la place soit en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne pouvait être supérieur à 750 000 euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ;

Considérant qu'il sera fait une exacte appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant à l'encontre de la banque S un avertissement et une sanction pécuniaire de 300 000 euros ;

## **B/ SUR LES GRIEFS REPROCHES AUX SOCIÉTÉS DE GESTION U, V, W ET X**

### **1° Application de la loi et de la réglementation dans le temps**

#### **a/ Application de la loi dans le temps**

Considérant que si la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière puis la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie ont, successivement, modifié l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, elles n'ont pas 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* ;

Considérant qu'il y a lieu, en conséquence, de faire application, dans la présente procédure, de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier applicable au moment des faits ;

#### **b/ Application du règlement COB n° 98-07 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée dans le temps**

Considérant que l'arrêté du 12 novembre 2004 publié au Journal officiel du 24 novembre 2004 a, entre autres, abrogé avec effet immédiat le règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, notamment ses articles 1<sup>er</sup> et 3 à 5, qui fondent les griefs notifiés aux sociétés de gestion U, V, W et X et lui a substitué le règlement général de l'AMF, dont il porte homologation ;

Considérant toutefois que l'entrée en vigueur du règlement général de l'AMF, pris en particulier en ses articles 611-1, 621-1, 622-1 et 622-2, 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, devant recevoir une application rétroactive en vertu du principe de rétroactivité *in mitius* ;

Considérant qu'il convient en conséquence de faire application en l'espèce des dispositions des articles précités du règlement général de l'AMF ;

## 2° Régularité de la procédure

Considérant que pour contester la régularité de la procédure la société V soutient que la demande d'assistance faite par M. Laurent Combourieu (département de la surveillance du service de l'inspection de la COB) à la Financial services authority (« FSA ») britannique le 27 janvier 2003 sur le fondement de la Convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières du Fesco du 26 janvier 1999 était illégale car constituant un acte d'enquête irrégulier en ce qu'il n'avait pas été autorisé 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, la décision d'ouverture de l'enquête n'étant intervenue que le 18 juin 2003, et M. Laurent Combourieu n'ayant d'ailleurs pas été habilité comme enquêteur à cette date ; que pour tenter d'établir ainsi que la demande du 27 janvier 2003 était un acte d'enquête, la société V fait valoir tout à la fois qu'elle a été émise par le Service de l'inspection de la COB, qu'elle a été formulée sur le fondement de la Convention multilatérale sur l'échange d'informations et la surveillance des activités financières du Fesco du 26 janvier 1999, et qu'elle visait l'article L. 621-11 du code monétaire et financier, qui est relatif aux enquêtes ;

Mais considérant qu'il ressort des termes de la lettre adressée par M. Laurent Combourieu à M. Andrew Procter (FSA) le 27 janvier 2003 que la demande d'assistance qui y était formulée ne s'inscrivait pas dans le cadre d'une enquête, mais dans celui d'opérations de surveillance, de recherche d'informations préliminaires et de vérifications préalables ; qu'elle s'inscrivait ainsi dans le cadre d'une démarche antérieure à l'ouverture, alors purement éventuelle, d'une enquête ; qu'en effet, dans cette lettre, M. Laurent Combourieu sollicitait l'assistance de la FSA britannique afin d'obtenir des informations concernant l'émission d'ORAs Y et les transactions susceptibles d'avoir eu un lien avec cette opération du 4 au 13 décembre 2002 ; que M. Laurent Combourieu voulait en particulier connaître l'identité, l'adresse, la nationalité des personnes ayant procédé à des transactions sur les actions ou les ORAs Y ou des options (ticket CGE) et des bénéficiaires de ces opérations ainsi que les motifs de ces interventions ; qu'il voulait également connaître le détail des souscriptions d'ORAs, l'identité, l'adresse, la nationalité des souscripteurs et des bénéficiaires de celles-ci et les motifs de ces souscriptions ; que l'objectif déclaré de cette demande d'assistance était de s'assurer que les transactions effectuées sur les instruments financiers Y au cours de la période de référence n'étaient pas susceptibles d'avoir été faites en violation de la réglementation boursière au respect de laquelle la COB était chargée de veiller, en particulier celle relative à l'utilisation d'informations privilégiées ; que la teneur de cette lettre démontre que son auteur n'avait que des soupçons sur la régularité du placement d'ORAs Y ;

Considérant que le département de la surveillance de la COB, 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'émission 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 ; 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 ; que la mention dans la demande d'assistance invoquée par la société V, selon laquelle la demande tend à la recherche de « *suspected violations of French securities laws and regulations* » et en particulier de l'article L. 465-1 du code monétaire et financier et du règlement COB n° 90-08, répond à l'obligation faite à l'autorité requérante de préciser dans sa demande d'assistance, « *dans la mesure où elle en a connaissance* », l'« *objet de sa requête* » et le « *motif de la recherche de ces informations* » et ne révèle en rien qu'il se serait agi d'une enquête ;

Considérant enfin que si l'article L. 621-11 du code monétaire et financier en vigueur au moment de la demande d'assistance et visé par celle-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 et qu'aucun autre article ne faisait état des activités de surveillance ; qu'à supposer même qu'on doive le tenir pour erroné, 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 ;

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

### **3° Examen des griefs**

#### **a/ Sur les caractères de l'information**

- **Le caractère sensible**

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 puisque l'émission d'ORAs emportait une dilution potentielle comprise entre 9% et 12% ; que par ailleurs, en tenant compte du prépaiement du coupon, le prix d'émission d'une ORA Y, qui était de 5,34 €, s'établissait en réalité à 4,25 €, soit une décote de 20,3% par rapport au cours de l'action Y, qui s'établissait à 5,33 € à la clôture le 11 décembre 2002 ;

Considérant qu'immédiatement après l'annonce de l'émission, le cours de l'action Y a perdu 15,57%, passant de 5,23 €, à l'ouverture, à 4,83 € immédiatement avant l'annonce publique de l'émission, sur fond de rumeurs, à 4,50 € le 12 décembre 2002 à la clôture puis à 4,63 € le 13 décembre 2002 à l'ouverture ; que la baisse du cours s'inscrit donc exactement dans la fourchette de la dilution potentielle et de la décote de prix ;

Considérant que l'incidence de l'émission d'ORAs Y sur le cours des actions Y n'est d'ailleurs pas contestée en l'espèce ;

Considérant qu'il est donc établi que l'information relative à l'émission d'ORAs Y était de nature, si elle était connue, à avoir une incidence sur le cours des instruments financiers émis par la société Y au sens du règlement général de l'AMF ;

- **Le caractère privilégié**

Considérant que le rapport d'enquête retient que l'information a cessé d'être privilégiée à 17h14mn, cette heure correspondant à l'heure à laquelle un communiqué contenant toutes les caractéristiques de l'émission d'ORAs par la société Y a été rendu public sur le système Bloomberg ;

Considérant qu'il résulte toutefois, des éléments versés au dossier par les personnes mises en cause, que l'information est devenue publique le 12 décembre 2002 avant 17h14mn, du fait de la communication sur le système Bloomberg d'informations précises concernant l'émission sous forme d'« *asterisked headlines* » et qu'elle avait donc cessé d'être privilégiée à cette heure ; qu'en effet, la société U rapporte la preuve de la diffusion sur le système Bloomberg, quelques minutes avant 17h14mn, d'informations précises concernant l'opération ;

#### **b/ Sur la détention de l'information**

Considérant que les sociétés de gestion U, V, W et X 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 et à condition que les opérations effectuées par ces sociétés ne puissent être expliquées autrement que par la détention de l'information privilégiée, par un faisceau d'indices concordants ;

- **Par la société U**

Considérant que la société U reconnaît avoir été contactée par la banque S le 11 décembre 2002, jour précédant le jour de l'annonce officielle de l'opération et avoir reçu à cette occasion, en la personne de M. J, des informations sur le projet d'émission d'ORAs par Y et sur ses principales caractéristiques ;

- **Par la société V**

Considérant que la société V ne conteste pas la communication à M. E par M. F (*director of european trading*, la banque S London) de l'information privilégiée, mais entend soutenir que par un appel passé à 11h 51mn 24s M. F aurait ensuite informé M. E de « *l'annulation* » de l'opération ;

Mais considérant que ni cette allégation, ni celle, corrélative, selon laquelle M. F aurait ainsi cherché à « *manipuler* » M. E, ne sont assorties d'un quelconque indice en ce sens ; qu'il ne résulte ni des pièces du dossier, ni des débats oraux qui ont eu lieu lors de la séance de la Commission des sanctions qu'elles puissent être tenues pour plausibles ; que la société V est d'ailleurs la seule des sociétés en cause à évoquer une telle « *annulation* » ;

Considérant que, s'il ne résulte pas de l'instruction que M. E ait communiqué l'information privilégiée qu'il a reçue de M. F à d'autres gérants ou collaborateurs de la société V, il y a lieu de considérer que M. E était, au sein de la société V, effectivement initié et, en tant que tel, tenu à une obligation d'abstention ;

- **Par la société W**

Considérant que la société W reconnaît avoir été contactée le 11 décembre 2002 par la banque S dans le cadre des sondages de marché réalisés par ce prestataire de services d'investissement et avoir reçu à cette occasion, en la personne de M. G, de M. H (la banque S Paris) des informations privilégiées concernant le projet d'émission d'ORAs par Y ;

- **Par la société X**

Considérant que la société X n'a pas été contactée par la banque S à l'occasion des sondages de marché effectués par ce prestataire de services d'investissement à l'occasion de l'émission d'ORAs par Y ;

Considérant que si l'enquête a permis d'établir que la société X avait, en la personne de M. I, contacté des employés de la banque S les 11 et 12 décembre 2002, elle n'a pas établi que ces employés de la banque S aient eux-mêmes été initiés ni, a fortiori, qu'ils aient communiqué l'information privilégiée litigieuse à M. I lors de ces conversations téléphoniques ;

Considérant par ailleurs que la communication de l'information privilégiée n'est pas la seule circonstance susceptible d'expliquer les interventions de la société X sur le marché des titres Y ; qu'en effet, cette société de gestion explique ses interventions sur le marché des titres Y par l'avertissement sur résultats émis par [...] le 11 décembre 2002, l'annonce par la société Y de la fermeture de bureaux et d'une usine peu de temps auparavant, la publication de rapports d'analyse négatifs sur la valeur par [...], la couverture des achats massifs d'actions [...] qu'elle avait effectués le 10 décembre 2002 ainsi, s'agissant spécifiquement de ses interventions du 12 décembre 2002, que par les rumeurs circulant sur le marché depuis la fin de la matinée ;

Considérant en outre que les indices de la communication de l'information privilégiée ne sont pas concordants ; qu'en effet, contrairement à ce qu'indique l'enquête, les interventions de la société X sur les titres Y n'étaient pas inhabituelles puisque la société X était déjà intervenue sur ce titre en juin, septembre et novembre 2002, en vendant à découvert et en rachetant dans la journée ou les jours suivants sa position ; que l'importance de la position qu'elle a prise les 11 et 12 décembre 2002, que l'enquête a qualifiée d'« *hors normes* », probablement au regard des autres interventions de la société X sur le titre Y en 2002, est en revanche relativement modeste au regard des positions prises habituellement par la société X tous titres confondus ;

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que s'il est établi que les sociétés de gestion la société U, la société V et la société W avaient reçu l'information privilégiée de la banque S, il n'est en revanche pas établi que la société de gestion la société X en ait eu connaissance, de telle sorte qu'il y a lieu de considérer qu'elle pouvait intervenir librement sur les titres Y ;



### **c/ Sur l'utilisation de l'information**

- **Par la société U**

Considérant, ainsi qu'il résulte de ce qui précède, qu'au moment où la société U est intervenue sur le marché du titre Y, l'information litigieuse avait perdu son caractère privilégié ; qu'au moment de ses interventions, elle n'était plus tenue d'une obligation d'abstention ; qu'elle n'a donc pas utilisé cette information ;

- **Par la société V**

Considérant qu'il est fait grief à la société V d'avoir utilisé l'information privilégiée que lui avait transmise la banque S à l'occasion du sondage réalisé par ce prestataire de services d'investissement à l'occasion de l'émission d'ORAs Y en vendant, à l'initiative de M. E, un nombre important d'actions Y avant l'heure de l'annonce publique de cette émission ;

Considérant qu'il résulte du dossier que M. E est intervenu sur le marché des titres Y le 12 décembre 2002 entre 10h00 et 17h 12mn pour un montant qui excédait sensiblement le montant moyen de ses interventions sur ce titre ;

- **Par la société W**

Considérant qu'au moment où la société W est intervenue sur le marché du titre Y, l'information litigieuse avait perdu son caractère privilégié ; qu'ainsi au moment de ses interventions, cette société n'était plus tenue d'une obligation d'abstention ; qu'elle n'a donc pas utilisé cette information ;

Considérant qu'il résulte de tout ce qui précède que si les éléments constitutifs du manquement d'initié ne sont pas réunis à l'égard des sociétés de gestion la société U, la société W et la société X, ils sont en revanche bien réunis à l'égard de la société V s'agissant des interventions de M. E ;

### **d/ Sur les effets de l'exploitation de l'information privilégiée**

Considérant que l'article L. 621-15 du code monétaire et financier en vigueur au 20/09/2002 disposait, à l'époque des faits, que : « A l'encontre des auteurs des pratiques mentionnées à l'article L. 621-14, la Commission des opérations de bourse peut, après une procédure contradictoire, prononcer les sanctions suivantes :

1. Une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 1 500 000 euros ;
2. Ou, lorsque des profits ont été réalisés, une sanction pécuniaire qui ne peut excéder le décuple de leur montant.

*Le montant de la sanction pécuniaire doit être fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements. »*

Considérant que la notification des griefs adressée à la société V, relève que les manquements reprochés pourraient « (...) avoir porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, leur avoir procuré un avantage injustifié et avoir faussé le fonctionnement du marché » ; que ces effets, au moins potentiels, qui sont caractéristiques de l'utilisation d'une information privilégiée, ne sont pas contestés par la société de gestion mise en cause ;

#### **4° La sanction**

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'il y a lieu en l'espèce, pour déterminer le *quantum* de la sanction à prononcer à l'encontre de la société V, de tenir compte de la gravité des faits d'exploitation d'une information privilégiée ;

Considérant qu'il sera fait une exacte appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant à l'encontre de la société V une sanction pécuniaire égale à 1 200 000 euros ;

### C/ SUR LA PUBLICATION DE LA DECISION

Considérant que l'article L. 621-15, V. 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 qu'aucune circonstance de l'espèce ne fait obstacle à ce que pour l'ensemble de ces considérations la Commission décide la publication de la décision ;

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

**Et après en avoir délibéré sous la présidence de M. Daniel Labetoulle, par M<sup>me</sup> Claude Nocquet et, MM. Jacques Bonnot, Alain Ferri, Jean-Claude Hanus, Jean-Pierre Hellebuyck et Joseph Thouvenel, membres de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance.**

#### **DECIDE DE :**

- prononcer une sanction pécuniaire de 1 200 000 euros (un million deux cent mille euros) à l'encontre de la société de gestion V ;
- prononcer un avertissement et une sanction pécuniaire de 300 000 euros (trois cent mille euros) à l'encontre de la banque S ;
- mettre hors de cause les sociétés de gestion U, W et X
- 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 23 novembre 2006

La Secrétaire de séance,  
M<sup>lle</sup> Brigitte Letellier

Le Président  
M. Daniel Labetoulle