**La Commission
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS
A L'ÉGARD DES SOCIETES X ET REFCO SECURITIES SA**

La 2ème section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 533-4 et L. 621-15, ainsi que ses articles R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 ;

Vu le code de commerce, son article L. 228-10 ;

Vu la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 modifiée de sécurité financière, notamment son article 47 ;

Vu le règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), notamment ses articles 2-4-12, 2-4-13, 3-1-1, 3-4-1, 4-1-35 alinéa 1er, 6-2-5 et 6-3-3 2 maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 susvisée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 321-68, 321-69, 321-24, 321-76, 332-8, 332-4 2 et 517-2 du règlement général de l'AMF ;

Vu la décision générale du CMF n° 99-07 relative aux prescriptions et recommandations pour les prestataires de services d'investissement offrant un service de réception transmission ou d'exécution d'ordres de bourse comportant une réception des ordres via Internet, notamment son article 11 dont les dispositions ont été reprises à l'article 321-63 du règlement général de l'AMF ;

Vu la décision générale du CMF n° 2001-01 relative au cahier des charges du teneur de compte conservateur, notamment ses articles 27 et 28 maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 susvisée jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 332-34 et 332-35 du règlement général de l'AMF ;

Vu le Livre I (« *règles harmonisées* ») des règles de marché d'Euronext, notamment ses articles 2602/1, 2602/2, 8202/1 et 8202/2, dans leur rédaction applicable à l'époque des faits, repris dans les articles 3201/1, 3201/2, 8202/1 et 8202/2 des règles de marché publiées le 25 septembre 2006 et rendues applicables à compter du 2 octobre 2006 par l'instruction Euronext n° 1-01 du 25 septembre 2005 ;

Vu l'Instruction Euronext n° 4-01 du 1er septembre 2003 prise en application du Livre I des règles de marché d'Euronext et portant manuel de négociation sur les marchés de titres d'Euronext, applicable au moment des faits, notamment ses articles 2.12.1 et 2.12.3, repris dans la nouvelle Instruction n° 4-01 entrée en vigueur le 21 novembre 2005 ;

Vu les notifications de griefs en dates des 22 septembre 2005 et 11 janvier 2006 adressées aux sociétés X et Refco Securities SA ;

Vu la décision du 14 octobre 2005 du président de la Commission des sanctions désignant M. Alain Ferri, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur dans la procédure menée à l'encontre de la société X ;

Vu les observations écrites présentées par la société X et reçues à l'AMF le 20 octobre 2005 ;

Vu les procès-verbaux de l'audition de MM. [...] et [...], représentant la société X dont ils sont respectivement président directeur général et directeur général délégué, assistés de M. [...], responsable juridique du département « *Securities Services* » de la société Z, en date du 21 mars 2006 ;

Vu les lettres en date du 2 novembre 2006 remises contre récépissé, par lesquelles le secrétaire de la Commission des sanctions a notifié aux sociétés X et Refco Securities SA la décision du même jour par laquelle le président de la Commission a décidé de procéder à la jonction de la notification de griefs adressée à la société Refco Securities SA à la procédure menée à l'encontre de la société X ;

Vu le rapport de M. Alain Ferri en date du 3 novembre 2006 ;

Vu les lettres de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 15 décembre 2006 auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur adressées aux sociétés X et Refco Securities SA le 6 novembre 2006 et remises contre récépissé, laquelle a fait l'objet d'un report à la séance du 1er février 2007 ;

Vu les observations en réponse au rapport du rapporteur présentées par les sociétés X et Refco Securities SA, reçues respectivement à l'AMF les 20 novembre et 21 novembre 2006 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 1er février 2007 :
M. le rapporteur en son rapport ;
Mme Catherine Le Rudulier, commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
M. [...], représentant la société X en qualité de président directeur général, assisté de M. [...], directeur général de la société X et de M. [...], responsable juridique du département « *Securities Services* » de la société Z ;
Mme Véronique Dobelle, collaboratrice de Me Régis Valliot, es qualité de liquidateur de la société Refco Securities SA ;
Me David Honorat, conseil de la société Refco Securities SA ;
Les personnes mises en cause ayant pris la parole en dernier.

I - FAITS ET PROCEDURE

1. <u>En ce qui concerne la société X</u>

A - Les faits

La société X est une entreprise d'investissement rattachée au pôle titres de la branche « *Gestion d'actifs et services aux investisseurs* » du groupe Z. Elle est issue du démembrement de l'ancienne charge d'agent de change [...], rachetée par la société Z en 1991 et scindée en 1993 en trois entités : société [...], centrée sur la négociation, société [...], gestionnaire de portefeuilles pour compte de tiers, cédée à la société […], et la société X qui a repris les activités de post-marché. Entièrement contrôlée par la société Z, cotée, au moment des faits, sur le Premier Marché de la bourse de Paris, désormais sur l'Eurolist, compartiment A, d'Euronext Paris, la société X a pour fonction principale la compensation multiple d'instruments financiers. A cette activité, s'ajoute une prestation de tenue de compte conservation des titres détenus en propre par les négociateurs et quelques-uns de leurs clients ; ainsi, en juin 2004, le montant conservé était-il de 9 milliards d'euros pour 225 comptes-titres. Elle est en outre récepteur transmetteur d'ordres sur le Monep pour le réseau de la société Z.

Une mission de contrôle menée par la Commission bancaire, pour le compte de l'AMF, a porté sur le respect par la société X de ses obligations professionnelles en matière de service d'investissement. L'AMF a ainsi fait application des dispositions de l'article L. 621-9-2 du code monétaire et financier, aux termes desquelles : « *Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'Etat, l'AMF peut : / (…) 2° Recourir, pour ses contrôles et enquêtes, à des corps de contrôle extérieurs, à des commissaires aux comptes, à des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ou à des personnes ou autorités compétentes (…)* ». Les dispositions du décret en Conseil d'Etat ci-dessus mentionné ont été codifiées à l'article R. 621-31 du même code, dont le I dispose : « *Pour exercer ses pouvoirs de contrôle et d'enquête, l'AMF peut recourir : /* (…) *2° En application du 2° de l'article L. 621-9-2 : / a) au secrétariat général de la Commission bancaire* (…) ».

Le secrétaire général de l'AMF a fait siennes les conclusions du rapport de mission, établi le 17 septembre 2004, qu'il a transmis à la société X par lettre du 14 octobre 2004. Ce rapport, ainsi que les observations formulées le 12 novembre 2004 par la société X, ont été examinés par la commission spécialisée n° 3 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, lors de sa séance du 13 septembre 2005.

B - La procédure

Par lettre recommandée avec avis de réception en date du 22 septembre 2005, le président de l'AMF a notifié les griefs qui lui étaient reprochés à la société X en l'informant, d'une part, de la transmission des lettres de notification au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur, d'autre part, du délai d'un mois dont elle disposait pour présenter des observations écrites, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de son choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF. Les griefs notifiés sont les suivants.

1. <u>En ce qui concerne le manquement à l'obligation de contractualisation des relations avec les clients</u>

Est reproché le défaut de signature pour « *les services de la compensation, de la tenue de compte et de la tenue de compte-conservation (…) d'une convention de compensation ou d'ouverture de compte avec les clients* », faits susceptibles d'être examinés « *au regard des articles 2-4-12 et 2-4-13 du règlement général du CMF en vigueur au moment des faits* ».

La notification de griefs relève ainsi l'absence de convention avec :

1/ un prestataire de services d'investissement en ce qui concerne la couverture de l'activité de « *compensation des opérations exécutées sur le Monep* » ;

2/ trois entités du groupe Z « au titre du règlement livraison des valeurs mobilières négociées par l'intermédiaire du négociateur […], lui-même compensé par la société X » : a été constatée l'absence de convention couvrant « la tenue des comptes qui enregistrent les opérations sur le Monep de la clientèle du réseau de la société Z », puisque, sur « un échantillon de 27 dossiers de donneurs d'ordres » ayant confié à la société X l'exercice, « pour leur compte », de « la tenue de compte de leurs opérations et pour lesquels des comptes d'instruments financiers ont été ouverts individuellement dans les livres de la société X », la convention d'ouverture de compte « était abs*ente pour 19 de ces donneurs d'ordres* » ;

3/ d'autres clients pour lesquels les conventions manquaient ou avaient été conclues avec retard pour l'activité de tenue de compte conservation.

2. <u>En ce qui concerne les manquements issus de l'enregistrement en comptes de flux de positions vendeuses non couvertes par des provisions en conservation</u>

La notification de griefs relève d'abord qu'en contravention aux dispositions de l'article 6-3-3 2 du règlement général du CMF, « *l'examen par sondage des positions vendeuses enregistrées sur les comptes propres des prestataires négociateurs compensés par la société X a mis en évidence une pratique consistant pour la société X à utiliser les avoirs de la clientèle appartenant à d'autres titulaires pour pouvoir dénouer face à la chambre de compensation les ventes de titres des négociateurs défaillants* ».

Elle retient ensuite que « *la société X ne suivait pas la régularisation des positions vendeuses des comptes propres et techniques des prestataires négociateurs et que le comité de suspens n'en effectuait aucun suivi particulier* », négligence susceptible d'être examinée au regard des obligations de vigilance et de prompte réaction instaurées par les articles 27 et 28 de la décision générale du CMF n° 2001-01 relative au cahier des charges du teneur de compte conservateur.

Elle relève enfin, au visa des dispositions de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, que ces failles dans le contrôle des positions vendeuses enregistrées sur les comptes des prestataires négociateurs ouverts dans les livres de la société X ont empêché que soient imputés à ces derniers les « *coûts liés au défaut de provisions, à la régularisation des opérations et à la facturation de pénalités* » et favorisé la réalisation d'« *opérations ayant gravement perturbé le fonctionnement du marché réglementé d'Euronext Paris de par leur ampleur* ». Il s'agit des arbitrages, au travers de la société Refco Securities SA, sur les titres des sociétés Alstom en janvier 2004 et Rhodia en avril 2004 : les positions vendeuses de clients de la société Refco Securities SA n'ont pu être dénouées à temps faute de provisions ou de recours à des emprunts de titres et n'ont pu être couvertes que lors de la livraison d'actions nouvelles obtenues par l'exercice de bons ou de droits de souscription acquis par ailleurs par les vendeurs non provisionnés. Ces ventes ont atteint respectivement des montants de l'ordre de 7% et 15% du capital social d'Alstom et de Rhodia.

Copie de la notification de griefs a été transmise, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, par lettre du 22 septembre 2005 du président de l'AMF au président de la Commission des sanctions qui a désigné le 14 octobre 2005 M. Alain Ferri en qualité de rapporteur. Celui-ci en a avisé la société X par lettre recommandée avec avis de réception en date du 28 octobre 2005, en lui rappelant la possibilité d'être entendue, à sa demande, dans les locaux de l'AMF, en application du I de l'article

R. 621-39 du code monétaire et financier.

Des observations écrites ont entre-temps été présentées par la société X et reçues à l'AMF le 20 octobre 2005.

M. Ferri a procédé à l'audition des représentants de la société, à la demande de celle-ci, le 21 mars 2006.

La société X, prise en la personne de M. […], son président directeur général, a été convoquée à la séance de la Commission des sanctions du 15 décembre 2006, par une lettre du 6 novembre 2006 remise contre récépissé, à laquelle était annexé le rapport signé du rapporteur. La séance a ensuite été reportée au 1er février 2007.

Les observations en réponse au rapport présentées par la société X ont été reçues à l'AMF le 20 novembre 2006.

2. <u>En ce qui concerne la société Refco Securities SA</u>

A - Les faits

Par lettre du 9 décembre 2005 adressée au président de l'AMF, le rapporteur a saisi le Collège afin qu'un complément de notification de griefs soit adressé à la société Refco Securities SA, cliente de la société X, en raison « *des insuffisances quant au contrôle des positions vendeuses enregistrées sur le compte des prestataires négociateurs ouverts dans ses livres* », susceptibles de lui avoir permis de réaliser « *des opérations ayant gravement perturbé le fonctionnement du marché réglementé d'Euronext Paris de par leur ampleur* ».

La société Refco Securities SA était détenue indirectement mais entièrement par l'organisme de services financiers Refco group Ltd, LLC, basé dans l'Etat du Delaware, aux Etats-Unis. Ce groupe avait essentiellement pour activité l'intermédiation des produits dérivés sur devises et sur matières premières, ainsi que sur le marché au comptant, et la compensation de ces instruments financiers. La société s'adressait à une clientèle institutionnelle à laquelle elle proposait notamment ses services en qualité de récepteur transmetteur d'ordres et de négociateur sur les principaux marchés financiers internationaux et sur les marchés domestiques. Pour traiter sur ces derniers marchés, la société Refco Securities était Membre d'Euronext Paris en qualité de négociateur sur les marchés actions, pour lesquels la compensation était confiée à la société X, ainsi que sur le Matif et le Monep.

Lors de sa séance du 22 décembre 2005, la commission spécialisée n° 3 du Collège de l'AMF a, au regard de cette demande, examiné le rapport de contrôle relatif au respect de ses obligations professionnelles en matière d'exercice des services d'investissement par le prestataire habilité la société Refco Securities qui a été établi le 12 septembre 2005 par l'AMF et les observations formulées à ce propos le 20 octobre 2005 par la société.

B - La procédure

Par lettre recommandée avec avis de réception en date du 11 janvier 2006, le président de l'AMF a notifié les griefs qui lui étaient reprochés à Me Régis Valliot, administrateur provisoire de la société Refco Securities en l'informant, d'une part, de la transmission des lettres de notification au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur, d'autre part, du délai d'un mois dont il disposait pour présenter des observations écrites, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de son choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF.

La notification de griefs relève d'abord que « *la société Refco Securities* [a] *exécuté pour compte de tiers des opérations d'arbitrage correspondant à des ventes sans provisions d'actions Alstom en janvier 2004 atteignant près de 7% du capital de l'émetteur et d'actions Rhodia, en avril 2004, atteignant près de 15% du capital de l'émetteur* ». A propos de ces dernières opérations, il est précisé que« *le client suisse de la société Refco Securities, la société V, a transmis des ordres par internet à partir de deux écrans de négociation délocalisés fournis par la société Refco Securities. L'exécution* (…) *a donné lieu à une vente de 18 729 676 titres Rhodia* (…) *le 23 avril pour un montant de 26,605 M€ fractionnée en 556 ordres, et une deuxième vente de 6 431 305 titres Rhodia* (…) *le 26 avril pour un montant de 9,104 M€ fractionnée en 324 ordres, durant la période d'augmentation de capital de la société Rhodia* ». Alors que, selon les règles de la Chambre de compensation LCH Clearnet SA, « *les titres vendus* [auraient du] *être livrés le jour du règlement livraison, soit en J+3 jours ouvrés de la transaction, en l'occurrence les 28 et 29 avril* », ces livraisons n'ont pas eu lieu, engendrant « *deux suspens dans les systèmes de place d'un*

montant total de 35,7 M€. » Or la société Refco Securities « *n'a pas cherché à couvrir les suspens par un emprunt de titres mais s'est contenté de transmettre à son compensateur la société X le 30 avril 2004 une lettre de son client affirmant que le teneur de compte conservateur du client livrerait les titres au plus tard le 7 mai 2004, soit le jour de la cotation des actions nouvelles* ».

Ainsi, une fois la défaillance avérée, la société Refco Securities n'aurait pas fait en sorte de respecter les « *règles de dénouement des opérations propres au marché sur lequel avaient lieu les négociations en cause* », contrairement aux prescriptions de l'article 3-4-1 du règlement général du CMF en vigueur au moment des faits et figurant désormais à l'article 321-76 du règlement général de l'AMF, et n'aurait pas respecté son obligation de s'assurer de « *l'application de la règle énoncée au premier alinéa de l'article 4-1-35 du règlement général du CMF en vigueur au moment des faits et figurant désormais à l'article 517-2 du règlement général de l'AMF qui prévoit que, 'sur un marché au comptant, le vendeur est redevable des titres dès l'exécution de l'ordre'* ».

La notification de griefs retient ensuite que, bien que les transactions de la société V sur l'action Rhodia et celles, symétriques, réalisées sur le droit de souscription à l'augmentation de capital du même émetteur, à fin d'arbitrage contre les actions, aient revêtu à tous égards un caractère exceptionnel, « *les procédures de contrôle et les filtres d'alerte mis en place par la société Refco Securities pour la surveillance des ordres en provenance d'écrans délocalisés n'ont pas détecté l'intervention anormale de ce client, ni par rapport à la capitalisation du titre visé par la négociation, ni par rapport à l'ensemble des ordres traités par la société Refco Securities, ni par rapport au comportement habituel de ce client* ». Ce comportement serait contraire aux prescriptions de l'article 11 de la décision générale du CMF n° 99-07 susvisée ainsi qu'aux règles de marché fixées par Euronext, tant aux articles 2602/1, 2602/2, 8202/1 et 8202/2 que par son Instruction n° 4-01 portant manuel de négociation sur les marchés de titres d'Euronext.

Il est enfin relevé que la livraison tardive par la société Refco Securities des instruments financiers vendus par ses clients, différée jusqu'à la date de la cotation des actions nouvelles émises à l'occasion de l'augmentation de capital de Rhodia, a eu pour effet de créer « *artificiellement et par anticipation des actions Rhodia* », en infraction au « *principe de la fixité du capital des sociétés anonymes* »résultant de l'article L. 228-10 du code de commerce.

Copie de la notification de griefs a été transmise, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, par lettre du 11 janvier 2006 du président de l'AMF au président de la Commission des sanctions, qui a été informé de ce que « *cette notification de griefs doit être jointe à la procédure déjà ouverte à l'encontre de la société X* ».

Par lettres du 2 novembre 2006 remises contre récépissé, le secrétaire de la Commission des sanctions a notifié aux sociétés Y et X la décision de procéder à cette jonction prise le même jour par le président de la Commission en application, notamment, du I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

La société Refco Securities, prise en la personne Me Régis Vallot, son liquidateur, a été convoquée à la séance de la Commission des sanctions du 15 décembre 2006, par une lettre du 6 novembre 2006 remise contre récépissé, à laquelle était annexé le rapport signé du rapporteur. La séance a ensuite été reportée au 1er février 2007.

Des observations en réponse au rapport ont été reçues à l'AMF le 21 novembre 2006.

II – SUR LES TEXTES APPLICABLES

1. En ce qui concerne les griefs notifiés à la société X

Sur l'obligation d'établir une convention avec les clients

Considérant que les articles 2-4-12 et 2-4-13 du règlement général du CMF, en vigueur au moment des faits, obligeaient à la contractualisation des relations avec les clients ; qu'en effet, le premier alinéa de l'article 2-4-12 dispose : « *Lorsqu'ils exercent une activité de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, d'exécution d'ordres pour le compte de tiers ou de compensation, les prestataires habilités établissent avec chacun de leurs donneurs d'ordres une convention de services écrite* » tandis que les deux premiers alinéas de l'article 2-4-13 ajoutent : « *Tout teneur de compte* (…) *doit comptabiliser les instruments financiers et espèces qu'il reçoit pour le compte d'un donneur d'ordres dans des comptes ouverts au nom de ce donneur d'ordres. / Préalablement à toute comptabilisation dans ses livres d'instruments financiers, tout teneur de comptes doit établir une convention d'ouverture de compte avec chacun de ses donneurs d'ordres* » ;

Considérant que, depuis le 25 novembre 2004, les articles 321-68 et 321-69 du règlement général de l'AMF, qui s'y sont substitués, ont eu pour effet de maintenir les manquements objet des griefs puisque, tout en abrogeant le règlement général du CMF, ils en reprennent exactement les dispositions ;

Sur l'enregistrement de positions vendeuses en comptes de flux non couvertes par des provisions en conservation :

Considérant, en premier lieu, que le premier alinéa de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier, dont la rédaction n'a pas été modifiée, dispose que : « *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* » ;

Considérant, ensuite, que l'article 6-3-3 du règlement général du CMF, applicable au moment des faits, dispose que : « *Le teneur de compte conservateur (…) respecte, en toutes circonstances, les obligations suivantes :* (…) */ 2°* [il] *ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire. Il organise ses procédures internes de manière à garantir que tout mouvement affectant la conservation d'instruments financiers pour compte de tiers qu'il a en charge est justifié par une opération régulièrement enregistrée dans un compte de titulaire* » ; que le premier alinéa de l'article 6-2-5 du même règlement impose au teneur de compte conservateur de disposer « *des moyens et procédures conformes aux prescriptions résultant du présent règlement général. Ces moyens et procédures recouvrent notamment les ressources humaines, l'informatique, la comptabilité, les dispositifs de protection de la clientèle et le dispositif de contrôle interne* » et renvoie pour leur définition plus précise à une décision du CMF ;

Considérant, enfin, que la décision générale du CMF n° 2001-01 relative au cahier des charges du teneur de compte conservateur prévoit à son article 27 que « *Tout mouvement d'instruments financiers en conservation non effectué dans les délais fixés par les règles de marché ou les systèmes de règlement livraison est détecté immédiatement par le système d'information et porté à la connaissance du service chargé de leur régularisation* » ; que son article 28 dispose enfin : « *En cas de non réception des instruments financiers attendus à la date prévue, le teneur de compte conservateur intervient dans les meilleurs délais auprès de sa contrepartie pour lui réclamer les instruments financiers en cause. Parallèlement, la provision manquante en conservation est reconstituée soit par un emprunt, soit, s'il y a lieu, par un rachat, selon les modalités prévues par les règles du marché ou du système de règlement livraison considéré ou selon les dispositions contractuelles convenues avec le titulaire* » ;

Considérant que l'ensemble de ces prescriptions ont été reprises dans le règlement général de l'AMF, qui n'y a pas substitué de règles plus douces ;

Considérant qu'il sera donc fait application des dispositions en vigueur au moment des faits ;

2. En ce qui concerne les griefs notifiés à la société Refco Securities

Considérant que l'article 3-1-1 du règlement général du CMF dispose que : « *Les règles de bonne conduite édictées au présent titre 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* » et que l'article 3-4-1 précise que : « *Le prestataire habilité exerce ses activités dans le respect de l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés* » ; que ces prescriptions ont été reprises par les articles 321-24 et 321-76 du règlement général de l'AMF ; que le second de ces articles a été complété en 2005 par des dispositions qui sont plus exigeantes ; qu'il y a donc lieu de faire application des dispositions précitées du règlement général du CMF, en vigueur au moment des faits ;

Considérant qu'aux termes de l'article 11 de la décision générale du CMF n° 99-07, il est recommandé aux prestataires de services d'investissement offrant un service de réception transmission ou d'exécution d'ordres de bourse qui comporte une réception des ordres via Internet « *de mettre au point un système de vérification automatique de la cohérence de l'ordre passé, notamment de la limite de prix dont il est assorti, avec les conditions du marché de telle sorte que, lorsque le système constate une incohérence, un mécanisme de blocage automatique d'entrée des ordres soit mis en œuvre ; le client est alors avisé, à la lecture de l'écran, des raisons du blocage* » ; qu'il sera fait application de ces dispositions, reprises à l'article 321-63 du règlement général de l'AMF, dont les prescriptions ne sont pas plus douces ;

Considérant qu'aux termes des articles 2602/1 et 2602/2 des règles de marché d'Euronext, dans leur rédaction applicable à l'époque des faits : « *Les membres sont autorisés à fournir un accès filtré à leurs clients par le biais de dispositifs de routage électronique d'ordres, y compris une transmission par*

Internet » et « *Les membres sont en permanence entièrement responsables des ordres transmis via les dispositifs visés à l'article 2602/1* » ; que ces dispositions ont été reprises dans des termes équivalents au fond par les articles 3201/1 et 3201/2 des règles de marché d'Euronext publiées le 25 septembre 2006 et rendues applicables à compter du 2 octobre 2006 par l'instruction Euronext n° 1-01 du 25 septembre 2006 ; qu'en outre, selon les articles 8202/1 et 8202/2 des règles de marché d'Euronext, dans leur rédaction applicable à l'époque des faits : « *Avant de produire un ordre dans le carnet d'ordres central, un membre doit procéder à son examen préalable selon des procédures d'enregistrement et de contrôle devant lui permettre de vérifier que : /* (…) *(iv) l'ordre ne présente pas de risque pour l'intégrité du Marché Euronext concerné ou son fonctionnement ordonné* » et « *S'agissant des ordres transmis électroniquement à un Membre ou émanant de programmes de génération automatique d'ordres et destinés à être produits directement sur un Marché Euronext sans intervention humaine, le filtrage visé à l'article 8202/1doit être effectué selon des procédures automatisées d'enregistrement et de contrôle* » ; que ces dispositions ont été reprises dans les nouveaux articles 8106/1 à 8106/6 relatifs aux contrôles internes, applicables à compter du 2 octobre 2006, lesquels ne sont pas moins exigeants ; que les articles en vigueur au moment des faits restent donc applicables à l'espèce ;

Considérant enfin, qu'à l'époque des faits, l'instruction Euronext n° 4-01 du 1er septembre 2003 prise en application du livre I des règles de marché d'Euronext et portant manuel de négociation sur les marchés de titres d'Euronext imposait, par la combinaison de ses articles 2.12.1 et 2.12.3, un filtrage des « *ordres routés ou transmis électroniquement sans intervention humaine chez le membre* », dont il est précisé que : « *Le membre met en place des procédures de validation de prix et de volume applicables à chaque ordre. Les ordres suivants doivent toujours faire l'objet d'une validation ou, à défaut, d'un rejet, avant leur présentation au marché : / - ordres dont la taille est manifestement disproportionnée en comparaison de la liquidité du titre, évaluée par rapport à la capacité d'absorption normale du marché ; / - ordres dont la stipulation de prix est très éloignée des cours prévalant sur le marché ou, à l'évidence, destinés à provoquer un décalage de cours exagéré, voire à provoquer un gel de la cotation* » ; que demeurent applicables en l'espèce ces dispositions, qui ont été reprises à l'identique dans la nouvelle Instruction n° 4-01 entrée en vigueur le 21 novembre 2005 ;

III - SUR LES MANQUEMENTS REPROCHES A LA SOCIETE X

Sur le manquement à l'obligation d'établir une convention avec les clients

Considérant que, pour sa défense, la société X fait notamment valoir que :

- s'agissant de la compensation des opérations exécutées sur le Monep par un prestataire de services d'investissement pour le compte de la société Z ainsi que d'autres établissements, « *une nouvelle convention a été signée en date du 16 septembre 2004* (…) *pour régularisation* »,
- les conventions de compte manquantes avec les entités du groupe Z, tant en ce qui concerne les prestations de flux que la conservation, en cours d'élaboration pendant le déroulement de la procédure, sont désormais signées,
- en ce qui concerne les conventions pour le service de tenue de compte à l'égard des donneurs d'ordres clients de négociateurs qui sont eux-mêmes clients de la société X, d'une part, elles ont été mises en place à l'occasion des ouvertures de comptes nouveaux, d'autre part, « *la régularisation des conventions associées aux comptes de flux déjà existants mais sans documentation contractuelle sera ensuite effectuée* »,
- enfin, le service de tenue de compte conservation rendu à une clientèle étrangère au groupe Z est « *accessoire* », le nombre de comptes concernés étant « *très limité* », mais maintenant, « *17 comptes ont une convention signée* » tandis que « *13* [autres] *font l'objet d'une procédure de fermeture avec transfert des avoirs* » ;

Considérant qu'il ressort de ces éléments et des autres pièces du dossier que, si ce manquement n'a concerné que de façon marginale des clients étrangers au groupe Z auquel la société X appartient elle-même, et se trouve en voie de correction complète, il n'en demeure pas moins qu'il est avéré et qu'il s'est prolongé dans le temps ;

Sur les manquements issus de l'enregistrement en comptes de flux de positions vendeuses non couvertes par des provisions en conservation

Considérant que, pour sa défense, la société X expose :

- qu'elle exerce à titre principal le métier de compensateur, le dénouement d'opérations sur valeurs mobilières représentant environ 85% de son chiffre d'affaires,
- qu'elle « *n'est qu'exceptionnellement le teneur de compte conservateur des donneurs d'ordres de ses clients* » extérieurs au groupe auquel la société appartient et « *qu'*[elle] *n'a donc pas les moyens de contrôler* [chez ces clients] *l'existence préalable d'une provision* », de sorte qu'elle « *n'est amené à constater l'existence d'une vente non couverte qu'à l'issue des dénouements du jour* »,

- que « *le fonctionnement de la compensation accorde à LCH Clearnet la faculté de prélever directement dans le dépôt de la société X les titres objets du processus de clearing, sans que la société X puisse s'y opposer* »,
- que « *l'essentiel de la masse de la société X* [est] *constitué* (…) *par le compte propre de sa Maison mère, à hauteur de 97%. Ce chiffre atteint 98% en ajoutant les comptes propres des deux négociateurs du groupe* (…). *Enfin, le solde (2%) est constitué en grande partie par des titres peu échangés* »,
- que l'essentiel des tirages sur la masse « *résulte de ventes à découvert de départements ou filiales de la société Z, lesquelles aboutissent à utiliser les titres d'autres départements ou filiales de la société Z* »,
- qu'elle a mis en place « *un dispositif de suivi* » qui a permis « *d'atteindre un niveau de suspens très limité au regard des volumes traités* » et de détecter immédiatement « *les suspens de règlement livraison* » et de les porter «*à la connaissance du service chargé de leur régularisation qui saisit également immédiatement le client concerné* » ;

Considérant qu'en outre, en ce qui concerne les conséquences éventuelles des insuffisances qui lui sont reprochées, la société fait valoir que lorsque des pénalités sont appliquées par la cambre de compensation, « *elles sont répercutées aux négociateurs à l'origine du suspens de Place* », et que, « *pour répondre de façon plus précise aux exigences de l'AMF, la société X travaille activement à faire évoluer son organisation* » ;

Considérant enfin que la société X soutient que les opérations menées au travers de la société Refco Securities sur les titres Alstom et Rhodia sont sans lien avec les griefs qui lui ont été notifiés et qu'intervenant en dernier, elle « *n'avait aucun moyen d'éviter d'être en suspens de livraison face à la chambre de compensation* (…) [et] *a rempli son devoir d'alerte vis-à-vis de son client puis du régulateur* » ; que la société ajoute que les opérations ont été dénouées avant le déclenchement de la procédure de rachat que la prolongation du suspens aurait dû entraîner, « *mais* [que] *si elle avait été déclenchée, la société X aurait assumé toutes ses obligations* » ;

Considérant que le rapport de contrôle a clairement établi, ce qui n'est pas contesté par la société X, que les ventes de titres sans provision effectuées pour certains clients de la société X avaient donné lieu à des tirages sur la masse formellement prohibés par l'article 6-3-3 du règlement général du CMF ; que la circonstance que, dans leur très grande majorité, ces opérations aient porté sur la masse des titres enregistrés sur des comptes ouverts au nom d'entités du groupe Z ne saurait justifier une telle pratique, dès lors que les avoirs n'étaient pas distingués entre eux, de sorte que les tirages pouvaient être effectués en faveur ou au détriment de clients étrangers à ce groupe ; qu'ainsi, au cours du seul mois d'avril 2004, une vingtaine de ventes non provisionnées ont été réalisées par des clients de la société X étrangers au groupe Z et ont entraîné l'utilisation des avoirs d'autres titulaires ; que si, comme le soutient la société X, les gains de trésorerie ne se sont pas répercutés sur les négociateurs défaillants, les livraisons à la chambre de compensation provenant en partie de tirages sur la masse, ils lui ont en revanche directement bénéficié, comme ses représentants l'ont reconnu lors de leur audition ; qu'enfin, ne saurait être prise en compte, pour réduire l'impact de cette pratique, la tolérance manifestée par le groupe Z, qui a au contraire pu encourager le relâchement des clients extérieurs, amenés à s'affranchir des règles de bonne conduite auxquelles sont astreints tous les prestataires de services d'investissement ; que les évolutions consécutives au rapport de contrôle et les améliorations apportées ou en voie de l'être, si elles peuvent être prises en compte dans l'appréciation de la gravité du grief, ne sauraient avoir un effet quelconque sur sa caractérisation ;

Considérant qu'en conséquence, les manquements aux dispositions visées par le grief sont avérés, sauf en ce qui concerne les opérations reprochées à la société Refco Securities ; que celles-ci ne sauraient être retenues à l'encontre de la société X, qui a rempli son devoir d'alerte vis-à-vis de son client ; que ce dernier manquement sera donc écarté ;

IV - SUR LE MANQUEMENT REPROCHE A LA SOCIETE REFCO SECURITIES

Considérant que la société Refco Securities, désormais en liquidation amiable, a fait valoir, à la suite des rapports des 12 septembre 2005 et 3 novembre 2006, qu'elle avait mis en place un système de détermination et de vérification des limites, fixées à 1 M€ par ordre et 35 M€ par jour, l'arbitragiste n'en ayant franchi aucune, que le contrôle auquel elle était tenue ne portait que sur les ordres individuels, dont elle n'avait en outre pas à examiner l'opportunité, que l'obligation de livrer les titres vendus ne lui incombait pas, que « *le prêt de titres n'est aucunement une obligation professionnelle s'imposant au prestataire de services en cas de défaillance de son client dans l'exécution de son obligation de livraison* », et que ne saurait lui être reprochée une création artificielle de titres ;

Considérant qu'en janvier 2004, la société mise en cause n'a pas réagi à la suite des ventes sans

provisions d'actions Alstom atteignant près de 7% du capital de cet émetteur ;

Considérant qu'en avril 2004, après avoir constaté la défaillance de son client, la société Refco Securities n'a rien entrepris pour assurer, au moins en partie, la couverture du suspens résultant du défaut de livraison à la société X des titres qui avaient été vendus et qui représentaient 15% du capital social de Rhodia ;

Considérant qu'à la place qu'il occupait dans la chaîne de traitement des ordres, il n'a donc pas contribué à garantir la régularité des opérations « *dans le respect de l'ensemble des règles organisant le fonctionnement du marché* », comme l'article 3-4-1 du règlement général du CMF lui en faisait obligation ;

Considérant que les ventes de titres Rhodia par la société V ont revêtu un caractère exceptionnel du fait de leur nombre et de leur ampleur par rapport au capital social de cet émetteur ; qu'une telle intervention ne saurait être regardée comme « *habituelle*» ou « *normale*» au seul motif que, quelques mois auparavant, le même client avait provoqué chez la société X, par des arbitrages tout aussi considérables entre l'action Alstom et le bon de souscription attribué aux actionnaires, un suspens de taille comparable ; que malgré les procédures de contrôle et les filtres d'alerte qu'elle avait mis en place pour surveiller les ordres en provenance d'écrans délocalisés, la société Refco Securities a, à tort, ignoré le caractère exceptionnel, par leur nombre et leur montant cumulé, des centaines d'opérations portant sur un titre unique qui ont été passées par le même donneur d'ordres les 23 et 26 avril 2004 ; qu'est donc caractérisé le manquement aux obligations issues des dispositions précitées des articles 2.12.1 et 2.12.3 de l'instruction Euronext n° 4-01 du 1er septembre 2003 prescrivant, notamment, le filtrage, aux fins de validation ou de rejet, des « *ordres dont la taille est manifestement disproportionnée en comparaison de la liquidité du Titre, évaluée par rapport à la capacité d'absorption normale du marché » ;*

Considérant, en revanche, qu'aucun grief ne saurait être tiré d'une éventuelle violation de l'article L. 228-10 du code de commerce, qui n'entre pas dans la compétence de la présente Commission ;

V - SUR LES SANCTIONS

Considérant qu'il résulte de ce qui précède que sont caractérisés les manquements reprochés à la société X, à l'exception de celui relatif aux opérations de la société Refco Securities ; qu'il convient toutefois de tenir compte des efforts accomplis par la société X pour se mettre en conformité avec la réglementation, et des difficultés d'application des dispositions exigeant, à l'égard des donneurs d'ordres, clients des négociateurs, l'établissement de conventions pour le service de tenue de compte ou de compensation ;

Considérant que, sauf dans son dernier aspect, le grief notifié à la société Refco Securities doit être retenu ;

Considérant que seront prononcés à l'égard de la société X un avertissement et une sanction pécuniaire de 100 000 euros et, à l'égard de la société Refco Securities, une sanction pécuniaire de 200 000 euros ;

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* » ; 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 de 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 ; que l'activité des sociétés X et Y est ou était exercée bien au-delà d'une clientèle limitée au groupe auquel se rattachait chacune de ces sociétés ; que, dès lors qu'en l'espèce, une telle publication n'est de nature ni à causer à celles-ci un préjudice disproportionné, ni à perturber le marché, il convient de l'ordonner ;

PAR CES MOTIFS,

Et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Claude Nocquet, par MM. Jacques Bonnot, Jean-Pierre Morin, Antoine Courteault et Jean-Jacques Surzur, membres de la 2ème section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,

DECIDE DE :

- prononcer un avertissement et une sanction pécuniaire de 100 000 € (cent mille euros) à l'encontre de la société X ;
- prononcer une sanction pécuniaire de 200 000 € (deux cent mille euros) à l'encontre de la société

Refco Securities ;
- publier la présente décision au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, ainsi que sur le site internet et dans la revue de l'AMF.

A Paris, le 1er février 2007

Le Secrétaire de séance,
Marc-Pierre Janicot

La Présidente,
Claude Nocquet