



**La Commission
des sanctions**

**DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'ÉGARD DES SOCIÉTÉS
ELLIOTT ADVISORS UK Ltd ET ELLIOTT MANAGEMENT CORPORATION**

- Vu le code monétaire et financier, et notamment les articles L. 621-14 et L. 621-15 ;
- Vu le règlement général de l'AMF, et notamment les articles 621-1, 622-1, 622-2, 631-1 et 631-2 ;
- Vu les notifications de griefs adressées le 27 décembre 2012 aux sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- Vu la décision du 28 janvier 2013 du président de la Commission des sanctions désignant M. Bruno Gizard en qualité de rapporteur ;
- Vu la lettre de Maître Thierry Gontard du 13 février 2013 sollicitant la communication de pièces complémentaires ;
- Vu la lettre des mises en causes du 14 février 2013 informant le président de la Commission des sanctions de leur élection de domicile, pour les besoins de la procédure, au cabinet Simmons & Simmons ;
- Vu les lettres du 19 février 2013 informant Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation de la faculté de demander la récusation du rapporteur ;
- Vu la demande de report de délai formulée par Maître Thierry Gontard par courrier du 28 février 2013 pour le dépôt d'observations écrites en réponse aux notifications de griefs ;
- Vu le courrier de M. Bruno Gizard au conseil des sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation du 7 mars 2013 leur communiquant les pièces sollicitées le 13 février 2013 et les informant de la prorogation du délai de deux mois pour présenter des observations en réponse aux notifications de griefs jusqu'au 6 mai 2013 ;
- Vu les observations écrites du 6 mai 2013 adressées par Maîtres Thierry Gontard, Patrick Bernard et Jean-Pierre Martel en réponse aux notifications de griefs ;
- Vu la consultation de M. M réalisée à la demande d'Elliott Advisors (UK) Limited et d'Elliott Management Corporation annexée aux observations précitées du 6 mai 2013 ;
- Vu les pièces communiquées par Maître Thierry Gontard le 13 novembre 2013 ;
- Vu les procès-verbaux d'audition des sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation des 22 et 26 novembre 2013 ;
- Vu le courrier du 26 novembre 2013 par lequel le rapporteur a sollicité du représentant du Collège le dépôt d'observations écrites sur la consultation de M. M ;

- Vu les pièces communiquées par Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation le 11 décembre 2013 ;
- Vu les procès-verbaux d'audition de MM. C et H, non mis en cause, des 16 décembre 2013 et 14 janvier 2014 ;
- Vu les observations écrites du 31 janvier 2014 adressées par Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- Vu les observations écrites du 4 février 2014 adressées par le représentant du Collège ;
- Vu le rapport de M. Bruno Gizard en date du 7 février 2014 adressé par porteur le même jour aux sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- Vu la lettre de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 4 avril 2014, adressée le 12 février 2014 aux sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- Vu le message électronique de Maître Thierry Gontard du 25 février 2014 par lequel il sollicite la prorogation jusqu'au 14 mars 2014 du délai imparti pour déposer les observations en réponse au rapport du rapporteur et la réponse qui lui a été apportée par courrier du 27 février 2014 prorogeant ledit délai jusqu'au 10 mars 2014 ;
- Vu la lettre du 26 février 2014 informant les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation de la composition de la formation de la Commission des sanctions lors de la séance, et leur précisant la faculté de demander la récusation de l'un ou l'autre de ses membres ;
- Vu les observations écrites du 10 mars 2014 adressées à la Commission des sanctions par les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation, en réponse au rapport du rapporteur ;
- Vu les avis de M. M intitulés « *avis dans le cadre du grief de manipulation de cours notifié à Elliott* » et « *avis dans le cadre du délit d'initié notifié à Elliott* » produits en séance par les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 4 avril 2014 :

- M. Bruno Gizard en son rapport ;
- Mme Maëlle Foerster représentant le directeur général du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. Maxime Galland et Mme Audrey Micouleau-Kerting, représentants le Collège de l'AMF ;
- La société Elliott Advisors (UK) Limited, représentée par MM. C et D ;
- La société Elliott Management, représentée par M. A ;
- Le Professeur M ;
- Me Thierry Gontard du cabinet Simmons & Simmons, Me Patrick Bernard du cabinet Bernard-Hertz-Bejot et Me Jean-Pierre Martel du cabinet Orrick Rambaud Martel, conseils des sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ;
- M. Marc Stegeman, interprète pour l'AMF ;

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

LES FAITS ET LA PROCEDURE

LES FAITS

I. Le fonds d'investissement Elliott

Le fonds d'investissement Elliott (ci-après le « **Fonds Elliott** » ou le « **Fonds** ») a été créé en 1977 par M. B qui occupe depuis lors les fonctions de *Chief Executive Officer* (ci-après « **CEO** »). Le Fonds Elliott, qui gèrait environ 1 million de dollars d'actifs à sa création, gère aujourd'hui 23 milliards de dollars d'actifs au profit de 150 millions de bénéficiaires finaux au travers, notamment, de fonds de pension et de fonds de retraite.

Aux termes des auditions menées par le rapporteur de la Commission des sanctions, M. B contrôle directement et indirectement les sociétés américaines Elliott International Capital Advisors Inc. et Elliott Capital Advisors LP lesquelles gèrent deux fonds : le fonds Elliott Associates LP, *partnership* situé au Delaware qui détient 100% du capital de The Liverpool Limited Partnership situé aux Bermudes, d'une part, et le fonds Elliott International LP, entité située aux îles Caïmans, d'autre part.

MM. B, A et C sont les « *trois principaux décisionnaires du fonds* » en leur qualité, notamment, *d'equity partners*. Au sein du Fonds Elliott, MM. B et A occupent les fonctions de « *Co-chief Investment Officers* » et sont à ce titre chargés de la gestion des risques d'investissements et responsables des décisions d'investissement du Fonds. M. A est également *Chief Trading Officer* et est, à ce titre, « *responsable de tous les professionnels chargés des investissements* ». M. C est « *à un niveau hiérarchique inférieur par rapport à MM. B et A. M. C rend compte à M. A* ».

Les sociétés Elliott International Capital Advisors et Elliott Capital Advisors qui « *ont l'autorité pour gérer les fonds mais n'emploient aucun personnel* » ont délégué « *le pouvoir de gestion des fonds à Elliott Management, Elliott Advisors UK et deux entités asiatiques* », étant précisé que M. B « *contrôle tout in fine* ».

Seules les sociétés Elliott Management Corporation, située à New-York City, et Elliott Advisors (UK) Ltd, située à Londres, emploient le personnel du Fonds Elliott pour assurer la gestion des deux fonds d'investissement Elliott Associates LP et Elliott International LP et peuvent à ce titre « *acheter, affecter, céder des actifs pour le compte des fonds* ». Les sociétés Elliott Management Corporation et Elliott Advisors (UK) Ltd emploient, au total, une centaine de personnes parmi lesquelles notamment « *des Senior Investment Officers qui sont sous l'autorité hiérarchique* » de MM. B, A et C.

La société Elliott Management Corporation (ci-après « **Elliott Management** ») est une société de droit américain régulée par la *Securities and Exchange Commission* (ci-après « **SEC** ») est co-dirigée par MM. B et A et est composée d'un Comité de direction et d'un Comité de gestion des risques au sein desquels siègent notamment les trois *equity partners*. Elle a pour activité la gestion des deux fonds d'investissements : Elliott Associates LP et Elliott International LP. En substance, « *Elliott Management délivre des conseils en investissement c'est-à-dire des recherches et s'occupe de l'exécution d'ordres pour le compte des fonds. (...) Elliott Management est responsable de la gestion des fonds et des décisions d'investissements* ».

Elliott Advisors (UK) Ltd (ci-après « **Elliott Advisors** ») est une société de droit anglais constituée sous la forme d'une *limited company* régulée par la *Financial Control Authority* (ci-après « **FCA** »). Depuis 2009, la société Elliott Advisors est représentée par M. C qui exerce ses fonctions de *Chief Executive Officer* sous l'« *autorité hiérarchique* » de M. A. Elliott Advisors agit en qualité de « *sub-advisor* » d'Elliott Management et bénéficie à ce titre d'une délégation de pouvoir « *pour que ses employés assurent la gestion des fonds* ». Ainsi, Elliott Advisors détient le pouvoir de gestion des fonds « *sous la supervision globale de M. B* » et de M. A.

Dans le cadre de la gestion des « *positions européennes* », Elliott Advisors exerce une activité de négociation de la participation des fonds gérés par Elliott Management ainsi qu'une activité de *trading* consistant à exécuter les ordres donnés par Elliott Management. Ces deux activités sont exercées, au sein d'Elliott Advisors, par deux équipes. D'une part, l'équipe dite de négociation et de gestion de la couverture qui est composée de gérants de portefeuille et d'analystes financiers. Cette équipe est chargée de « *l'analyse, [de] la supervision et [de] la mise en œuvre des stratégies d'investissement* » pour le compte du Fonds. Au premier semestre de l'année 2010, cette équipe était dirigée par M. C, sous la supervision de M. A et composée notamment de MM. C, D et I. D'autre part, l'équipe dite de *trading* qui est composée de collaborateurs chargés d'exécuter les décisions d'investissement et de gestion de la couverture prise par l'équipe de négociation. Au sein de cette équipe, M. E est notamment en charge de la participation du Fonds Elliott dans le capital de la société Autoroutes Paris Rhin Rhône (ci-après « **APRR** »). L'équipe de *trading* reçoit ainsi les instructions de l'équipe de négociation.

II. La stratégie du Fonds Elliott dans la société APRR

La société Autoroutes Paris Rhin Rhône est une société anonyme de droit français ayant pour activité l'exploitation d'un réseau autoroutier en France.

A la fin de l'année 2004, l'Etat français et l'établissement public Autoroutes de France (ci-après « **ADF** »), qui détenaient conjointement la totalité du capital d'APRR, ont décidé de procéder à l'introduction en bourse de 30% du capital de cette dernière, « *afin de [lui] permettre de réduire son endettement* ». Au cours de l'année 2005, l'Etat a annoncé la privatisation de la société APRR. A la fin de l'année 2005, le public a été informé de la cession d'APRR « *au tandem franco-australien Eiffage-Macquarie* ».

Le 16 février 2006, Eiffage a apporté l'intégralité des 5 028 506 actions APRR qu'elle détenait à la société Financière Eiffarie, dont elle détient 50% du capital plus une action, le reste du capital étant détenu par la société de gestion Macquarie Infrastructure & Real Estate (ci-après « **Macquarie** »). Le même jour la société Financière Eiffarie a apporté l'intégralité de cette participation à la société par actions simplifiée *ad hoc* Eiffarie (ci-après « **Eiffarie** ») dont elle détient le capital.

Le 20 février 2006, l'Etat français et ADF ont cédé l'intégralité de leur participation dans le capital d'APRR, soit 70,2% du capital et des droits de vote à Eiffarie. Par lettre datée du 23 février 2006 adressée à l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **l'AMF** ») et à APRR, Eiffarie a déclaré avoir franchi en hausse, le 20 février 2006, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote d'APRR et a déclaré son intention de déposer une garantie de cours sur APRR. A l'issue de ces opérations, Eiffarie détenait 74,7% du capital d'APRR.

Au mois de mars 2006, la société Eiffarie a déposé une garantie de cours, dont la durée était fixée du 17 mars au 13 avril 2006, en déclarant que dans l'hypothèse où elle viendrait « *à détenir, directement et indirectement, plus de 95% des droits de vote d'APRR à l'issue de la Garantie de cours, [elle] déposera[it] un projet d'offre publique de retrait lequel sera[it] assorti d'un retrait obligatoire sur les titres APRR restant alors détenus par le public si [elle] dé[te]n[ai]t également plus de 95% du capital d'APRR* ». A la clôture de l'opération, Eiffarie détenait 92 101 152 actions du concessionnaire autoroutier, soit 81,48% du capital et des droits de vote de la société APRR.

Dans ce contexte, MM. A, C et D ont décidé d'initier une stratégie d'investissement sur le titre APRR et ont acquis sur le marché, pour le compte des fonds gérés par Elliott Management, des actions APRR. Ils étaient, en effet, « *convaincu[s], (...), que si [le Fonds Elliott] arrivait à réunir un bloc de titres suffisant pour faire obstacle, dans l'immédiat, au projet d'Eiffarie, il serait à même de réaliser une plus-value importante lors de la cession ultérieure de sa participation à cette dernière, motivée par la perspective de retrait de la cote et de l'intégration fiscale d'APRR, ou de la cession éventuelle à un tiers* ».

MM. C et D ont en conséquence consulté MM. B et A pour mettre en place cette stratégie consistant à acquérir un nombre suffisant d'actions APRR pour les céder à terme à Eiffarie et lui permettre de franchir le seuil de 95% du capital. Celle-ci a été mise en œuvre par Elliott Advisors après consultation d'Elliott Management.

Entre le 19 juin 2006 et le 30 mars 2007, le Fonds Elliott a acquis sur le marché 11 859 008 actions APRR. Ces acquisitions ont été réalisées pour le compte de la société Cypress Holdings (ci-après « **Cypress** »), société de droit suédois dont le capital social est intégralement détenu par la SARL Pact Finance laquelle est elle-même détenue par The Liverpool Limited Partnership à hauteur de 40% et par Elliott International LP à hauteur de 60%.

Entre le 10 octobre et le 11 décembre 2008, le Fonds Elliott a acquis sur le marché 282 231 actions APRR pour le compte du fonds Elliott International LP.

Le 16 décembre 2008, le Fonds Elliott a acquis 268 706 actions APRR pour le compte du fonds The Liverpool Limited Partnership.

Au 31 décembre 2008, le Fonds Elliott détenait donc 12 409 945 actions APRR soit 12% du capital.

Entre le 8 janvier et le 31 décembre 2009, le Fonds Elliott a acquis, pour le compte de The Liverpool Limited Partnership, 584 084 actions APRR et, pour le compte d'Elliott International LP, 545 808 actions APRR.

Au 31 décembre 2009, le capital d'APRR était composé, de 113 038 156 actions admises aux négociations sur le compartiment A d'Eurolist d'Euronext Paris dont la détention se répartissait de la façon suivante :

- Eiffarie détenait 81,48% du capital ;
- Eiffage en détenait 0,83% ;
- Cypress Holding détenait 10,49% du capital ;
- Elliott international LP en détenait 0,79% ;
- The Liverpool Limited Partnership en détenait 0,72% ;
- Sandell Asset Management Corp. détenait 0,54% ;
- Le public détenait 5,15% du capital.

III. Les négociations entre Eiffarie et le Fonds Elliott

Dès 2008, Macquarie a contacté Elliott Advisors pour envisager la cession des actions APRR mais les négociations ont échoué en avril 2008 sur le prix de cession.

En 2009, Elliott Advisors a donné mandat à la banque Nomura pour la conseiller dans le cadre de la cession de la participation APRR du Fonds à un tiers.

Début 2009, M. G, dirigeant de la banque Nomura et conseiller financier du Fonds Elliott, a contacté M. F, président d'Eiffage et d'Eiffarie, et M. H de la société Macquarie afin d'initier de nouvelles discussions sur la cession de la participation dans le capital d'APRR des fonds gérés par Elliott Management, mais dès la première rencontre entre les représentants de la société Eiffarie, de la société Macquarie et de la société Elliott Advisors, le 13 mars 2009, le prix souhaité par Elliott a fait obstacle à la poursuite du projet de cession.

Au mois d'octobre 2009, Elliott Advisors, représentée par M. D, et la société Sandell Asset Management Corp. (ci-après « **Sandell** »), représentée par M. L, se sont rencontrées lors d'une réunion informelle au cours de laquelle Elliott Advisors a indiqué qu'elle pourrait être intéressée par l'acquisition de la participation de son interlocuteur dans le capital d'APRR si celle-ci décidait de la vendre.

Au mois de janvier 2010, Sandell, qui détenait 0,54% du capital d'APRR soit 608 570 actions, a contacté Elliott Advisors afin « *d'explorer la vente de ses actions APRR* ». A cette période, Elliott Advisors a indiqué n'être intéressée que si la cession était réalisée à un prix inférieur à la valeur des actions sur le marché. Aucune transaction n'a en conséquence été conclue, Sandell ayant refusé de céder sa participation à un prix inférieur au prix de marché.

Au mois de février 2010, en raison de l'illiquidité constatée sur le marché APRR, Sandell, qui n'était pas parvenue à céder sa participation dans le capital d'APRR, a en conséquence décidé de privilégier la cession de ses titres par la voie d'une opération de gré à gré.

Le 29 mars 2010, une réunion s'est déroulée, dans les locaux d'Elliott Advisors, en présence de M. J de la société Macquarie, de MM. C et D.

Le 30 mars 2010, Elliott Advisors a contacté Sandell pour lui proposer d'initier conjointement des négociations avec Eiffarie afin que les deux actionnaires cèdent, ensemble, leur participation dans le capital d'APRR.

Le même jour, Elliott Advisors et Elliott Management ont instauré au sein du Fonds Elliott une muraille de Chine.

A cet effet, M. B, président d'Elliott Management Corporation, a émis et adressé à MM. A et E ainsi qu'à l'ensemble des gérants de portefeuille, des analystes et du personnel de *trading*, un *memorandum* dénommé « *Chinese Wall Memorandum* » et ayant pour objet « « *Muraille de Chine* » *Procédures relatives à la société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône groupe SA* ».

Le 2 avril 2010, M. G informait M. D d'une réunion intervenue entre Macquarie et M. F aux termes de laquelle M. F se serait engagé à présenter au conseil d'administration d'Eiffage tout accord susceptible d'intervenir entre le Fonds Elliott et Macquarie laquelle serait chargée des négociations.

Le 6 avril 2010, M. G a communiqué à M. D les informations obtenues auprès de Macquarie et notamment le fait que la seule condition à la réalisation éventuelle de l'acquisition de la participation du Fonds Elliott dans APRR serait la possibilité pour Eiffarie de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR.

Le 7 avril 2010, Elliott Advisors a été une nouvelle fois informée par la banque Nomura de la participation exacte d'Eiffage et d'Eiffarie dans le capital d'APRR s'élevant au total à 82,303%.

Le 15 avril 2010, une réunion s'est déroulée à Londres en présence de MM. J et [...] (Macquarie), de M. G ainsi que de MM. C et I représentant Elliott Advisors. Eiffage a été informée de la tenue de cette réunion, qui avait pour objet de convaincre Elliott Advisors « *qu'aucune dynamique de négociation ne pourrait être réengagée en 2010 s'ils ne faisaient pas le premier pas* ». Au cours de cette réunion, Elliott Advisors a été informée de ce que le prix d'acquisition éventuelle de sa participation devrait se situer aux alentours de 60 euros par action et que ce prix était négociable.

Le 19 avril 2010, une réunion a été organisée entre MM. J, D et I, au cours de laquelle Macquarie a indiqué qu'une transaction pourrait être envisagée au prix de 60 euros par actions sous réserve de l'accord d'Eiffage sur ce prix.

Le 20 avril 2010, M. G a interrogé M. H sur « *une possibilité d'accord à 62-63 euros* ». Au cours de cette conversation, M. H a indiqué qu'il y avait « *extrêmement peu de chance d'avoir un accord d'Eiffage à ce niveau* ».

Le 23 avril 2010, M. D a adressé à Sandell un premier projet de lettre d'offre de cession des actions détenues par cette dernière et par les fonds gérés par Elliott Management Corporation.

Par lettre confidentielle datée du 26 avril 2010, Elliott Advisors et Sandell Asset Management Corp. ont adressé à Eiffarie une offre de vente des 14 355 756 actions détenues conjointement. L'offre, adressée à M. F, était rédigée en ces termes : « *Comme détaillé ci-après, les fonds d'investissements conseillés par Elliott Advisors (UK) Ltd, d'une part, et les fonds d'investissement conseillés par Sandell Asset Management Corp., d'autre part, détiennent, directement et indirectement, 14 355 756 actions APRR* ». La lettre d'offre précisait sur ce point que les fonds conseillés par Elliott Advisors détenaient à cette date 13 747 186 actions soit 12,16% du capital d'APRR et que ceux conseillés par Sandell détenaient, comme au mois de janvier 2010, 608 570 actions soit 0,54% du capital. L'offre précisait ensuite : « *A cette date, Elliott Advisors (UK) Ltd et Sandell Asset Management Corp., sont chacun prêts à entrer en négociation avec Eiffarie afin de lui céder le nombre d'actions APRR précédemment indiqué à un prix de 63,50 euros par action soit un total de 911 590 506 euros. (...) Cette proposition est valable jusqu'au 3 mai 2010 17 heures, heure de Paris* ».

Le 26 avril 2010, Sandell a inscrit les titres APRR et Eiffage sur sa liste d'initiés.

Le 27 avril 2010, la muraille de Chine instaurée au sein du Fonds Elliott a été mise à jour afin d'ajouter à la liste des « *Personnes initiées* » M. B président d'Elliott Management Corporation.

Le 12 mai 2010, Macquarie a adressé une lettre à la société Eiffage relative à l'offre d'Elliott Advisors et Sandell du 26 avril 2010. Ce courrier avait notamment pour objet de « *rappeler à Eiffage l'ensemble des aspects positifs, pour Eiffarie et APRR, d'une éventuelle transaction avec Elliott et Sandell* ». Macquarie indiquait à cet égard que : (i) la réalisation d'une telle transaction permettrait à Eiffarie de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR et de réaliser l'intégration fiscale de la société APRR, (ii) le financement de cette transaction serait réalisé sans contracter de dette de sorte que les ratios d'endettement d'Eiffarie seraient améliorés et (iii) l'opération constituerait une facilité pour le refinancement de la dette d'Eiffarie.

Le 18 mai 2010, le comité stratégique d'Eiffage s'est prononcé favorablement pour l'engagement de négociations avec Elliott Advisors et Sandell sur l'éventuelle acquisition de leur participation dans APRR.

Le 20 mai 2010, M. F a adressé à Elliott Advisors et Sandell un courrier rédigé en ces termes : « *Je fais suite à votre lettre datée du 26 avril 2010 dans laquelle vous exprimez l'intérêt des fonds que vous conseillez à céder leur participation dans le capital d'APRR à Eiffarie. Comme vous vous en souviendrez, lors de notre réunion du 13 mars 2009, je vous avais indiqué qu'Eiffarie serait disposée à envisager l'éventualité d'une telle transaction à un prix situé dans le haut de la fourchette comprise entre 40 et 50 euros par action alors que vous sollicitiez 55 euros par action. Toutefois, nous acceptons de négocier cette éventuelle transaction si vous le souhaitez* ».

Par lettre datée du 26 mai 2010, Elliott Advisors et Sandell ont fait part à Eiffarie et Macquarie de leur souhait de poursuivre ces négociations et d'organiser à cet égard une réunion dans les locaux d'Elliott Advisors situés à Londres.

Parallèlement, le 26 mai 2010, la valeur APRR est sortie de l'indice MSCI. Toutefois, la reconstitution de cet indice avait été anticipée par le marché dès le 26 avril 2010, date à compter de laquelle les volumes de titres APRR échangés sur Euronext ont significativement augmenté, les banques et fonds indiciels réalisant une pression vendeuse importante ayant pour conséquence une baisse du cours de l'action de 13,75% entre le 26 avril et le 26 mai 2010.

Le 27 mai 2010, Eiffarie et Macquarie ont proposé à Elliott Advisors et Sandell une réunion le 4 juin 2010 dans les locaux d'Elliott Advisors à Londres.

Le 2 juin 2010, Macquarie et Eiffage se sont réunies en vue de préparer la réunion à venir avec Elliott Advisors. Le compte-rendu de cette réunion, qui a eu lieu en présence de MM. F et K (Eiffage) et de MM. J et H (Macquarie), indique que le contexte a positivement évolué depuis le mois d'avril 2010. Il y est notamment précisé que (i) le cours de l'action APRR a chuté d'environ 15% depuis le milieu du mois d'avril et a clôturé le 2 juin 2010 à 48,48 euros, (ii) le marché action et les autres marchés comparables ont également évolué à la baisse ce qui devrait faciliter la transaction eu égard à la couverture du Fonds Elliott au sujet de laquelle Macquarie ne disposait d'aucune information, (iii) « *nous savons qu'Elliott a rigoureusement préparé cette réunion (impliquant leurs collègues aux Etats-Unis) et ils semblent plus désireux que jamais de conclure cette transaction depuis la privatisation* » et (iv) Eiffage a indiqué souhaiter ouvrir la discussion à un prix de 50 euros par action et être prête à conclure la transaction au prix de 55 euros par action.

A l'issue de cette réunion, il a été demandé à Macquarie, d'une part, d'approuver la poursuite des négociations à un prix allant jusqu'à 55 euros par action et, d'autre part, de déléguer à MM. [...] et J le pouvoir de mener les négociations avec Elliott Advisors.

Au cours de la réunion du 4 juin 2010, à laquelle ont participé MM. F et K (Eiffage), MM. H et J (Macquarie), G (Nomura), L (Sandell), MM. C et D, les échanges se sont essentiellement circonscrits au prix auquel la transaction pourrait éventuellement être conclue.

Les 7, 8 et 9 juin 2010, plusieurs échanges sont intervenus entre Eiffage et Macquarie qui se sont accordées sur un prix maximum de 55 euros par action APRR.

Le 8 juin 2010, M. G a contacté M. H (Macquarie) pour l'informer de l'augmentation de la participation du Fonds Elliott dans le capital d'APRR. A cette date, les fonds gérés par Elliott Management Corporation détenaient 14 866 543 actions APRR et Sandell en détenait 608 570. Cette information a notamment été transmise à MM. F, K et J.

Le 9 juin 2010 à 17 heures 30, Eiffarie a adressé par email à Elliott Advisors et Sandell une offre d'acquisition de leur participation dans le capital d'APRR : « *Faisant suite à notre récente réunion, nous vous prions de bien vouloir trouver ci-après, par écrit, notre meilleure et dernière offre en vue d'acquérir les 14 355 756 actions APRR que vous détenez conjointement au prix de 55 euros par actions, ce prix incluant les dividendes de 0,84 euros par actions qui seront versés au mois de juin (soit un prix de 54,16 euros exclusion faite du droit aux dividendes). Si vous acceptez cette offre avant le mardi 15 juin à 14 heures (heure de Paris), nous sommes en mesure de conclure la transaction très rapidement* ». Cette offre ne prenait pas en considération les 1 119 357 actions APRR acquises par le Fonds Elliott depuis le début des discussions.

Entre le 9 juin et le 11 juin 2010, le Fonds Elliott a acquis 47 589 actions APRR. Par courrier du 11 juin 2010 adressé à Eiffarie, Elliott Advisors a accepté l'offre d'acquisition des actions APRR au prix de 55 euros par action sous réserve de l'acquisition par Eiffarie « *de l'intégralité des actions APRR détenues par Elliott Associates LP et les sociétés qui lui sont liées* » soit 14 914 132 actions, et de la conclusion du contrat d'acquisition des actions et du règlement-livraison des titres et des sommes y afférent avant le 16 juin 2010.

Le 11 juin 2010, le titre APRR a été inscrit sur la liste d'initiés du Fonds Elliott, et par courrier daté du même jour, Sandell a accepté de vendre ses 608 570 actions à Eiffarie au prix de 55 euros par action.

Le 16 juin 2010, le conseil d'administration d'Eiffarie a entériné la décision d'acquérir les actions APRR détenues par le Fonds Elliott au prix de 55 euros par action. Par contrat du même jour, la société Sandell, les fonds The Liverpool Limited partnership et Elliott International LP ainsi que la société Cypress ont cédé à Eiffarie l'intégralité de leur participation dans le capital d'APRR, information qu'Eiffarie a immédiatement rendue publique.

Au mois de juillet 2010, la société Eiffarie a déposé un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions APRR. Le prix de l'offre était de 54,16 euros par action APRR. Depuis le 18 décembre 2012, date de clôture de cette offre, Eiffarie détient 100% du capital d'APRR.

IV. Les interventions du Fonds Elliott sur le titre APRR entre le 1^{er} janvier et le 16 juin 2010

1. Les acquisitions d'actions APRR

Au début de l'année 2010, la participation du Fonds Elliott s'élevait à 12% du capital et des droits de vote d'APRR. Poursuivant la stratégie du Fonds Elliott, MM. C et D, chargés de la gestion de la position APRR, ont donné comme instruction à M. E, chargé de l'exécution des ordres sur APRR, de poursuivre les acquisitions des actions APRR.

En raison de l'illiquidité qui affectait le marché du titre APRR à cette époque, M. E a demandé à son *broker*, la société North Square Blue Oak (ci-après « **Blue Oak** ») de le tenir informé de l'évolution du volume d'actions disponibles.

Entre le mois de février et la fin du mois de mars 2010, Elliott Advisors a acquis, pour le compte des fonds gérés par Elliott Management, 64 896 actions APRR.

La muraille de Chine mise en place le 30 mars 2010 indiquait que MM. C, D et I étaient susceptibles, à l'avenir, de détenir une information privilégiée sur le titre APRR et prévoyait notamment que :

- les personnes susceptibles de détenir une information privilégiée sur APRR étaient, d'une part, interdites d'intervenir sur le titre APRR pour le compte du Fonds Elliott ou des fonds gérés par Elliott Management, d'autre part, d'influencer ou de diriger les autres salariés intervenant sur ces titres et, enfin, de communiquer une telle information aux autres salariés intervenant sur les actions APRR ;

- les transactions portant sur les titres APRR étaient contrôlées, sur une base quotidienne, par M. B et le responsable de la conformité du Fonds Elliott.

En application de cette politique et de l'inscription de MM. C, D et I sur la liste d'initiés, M. E n'était plus autorisé à recevoir d'instruction de la part de ces derniers quant aux acquisitions ou aux cessions des actions APRR. Aussi, à compter du 30 mars 2010, M. A était la personne habilitée à donner des instructions à M. E sur les opérations d'achat et de vente des titres APRR.

Aux termes des auditions menées par le rapporteur de la Commission des sanctions, cette interdiction ne s'étendait pas à la couverture relative à la position sur APRR. En effet, à cette date, « *il a été jugé que M.E (...) pouvait recevoir les instructions de M. D sur le hedge tant qu'ils ne parlaient pas d'APRR* ». Il a ainsi été considéré que « *l'information que détenait [M. D] sur APRR ne l'empêchait pas de faire des transactions sur d'autres titres donc M. D continuait de s'occuper de ce hedge* ».

M. A a, à compter du 30 mars 2010, donné à plusieurs reprises comme instructions à M. E d'acquérir des actions APRR qui les transmettait à Blue Oak « *en tenant compte des volumes échangés et de l'évolution du cours de bourse* ». C'est ainsi que M. E a acquis, pour le compte des fonds gérés par Elliott Management :

- du 30 mars au 26 avril 2010 inclus, 156 067 actions APRR, dont 41 294 acquises le 26 avril 2010 ;
- du 27 avril au 20 mai 2010 inclus, 379 860 actions APRR ;
- du 21 mai au 27 mai 2010 inclus, 316 146 actions APRR, dont 129 534 acquises le 26 mai 2010 ;
- du 28 mai au 11 juin 2010 inclus, 429 646 actions APRR, dont 47 589 acquises les 9, 10 et 11 juin ;

C'est donc 1 166 946 actions APRR qui ont été acquises pour le compte des fonds Elliott entre le 26 avril 2010 et le 11 juin 2010, dont 429 646 entre le 28 mai 2010 et le 11 juin 2010.

2. Les opérations réalisées sur la couverture

La couverture sur APRR a été « *conçu[e] pour protéger la position APRR en cas de décalage du marché, donc d'une grosse vente sur le marché. Elle a été mise en place de façon permanente à mesure que la position est devenue plus importante* ». Ainsi, lorsqu'une opération sur les titres APRR était réalisée par le Fonds Elliott, la couverture était ajustée pour un montant similaire afin de prévenir d'une part, une évolution défavorable du taux de change euro-dollar, et d'autre part, une baisse du cours de l'action APRR. A titre d'exemple, si M. E « *achetai[t] un million d'APRR pendant la journée, [il] achetai[t] un million de couverture pendant la soirée* ».

La couverture de la position APRR était composée de contrats à terme, notamment de *futures* Euro Stoxx 50 et d'actions de sociétés du même secteur qu'APRR et de devises.

Au 31 décembre 2009, date à laquelle le Fonds Elliott détenait 13 539 837 titres APRR, la couverture était composée de la vente de 5 894 *futures* sur l'Euro Stoxx 50, de l'achat de 13 770 *put* sur l'Euro Stoxx 50 et de la vente à découvert de 4 131 098 actions du même secteur.

Dès la mise en place de la stratégie d'acquisition d'actions APRR par Elliott Management et Elliott Advisors, les instructions relatives à la couverture de la position APRR du Fonds Elliott étaient données par MM. A, C et D.

La mise en place de la muraille de Chine au sein du Fonds Elliott n'a pas concerné la couverture de la position APRR. Ainsi, MM. C et D ont continué, postérieurement au 30 mars 2010, à donner des instructions à M. E concernant la couverture préexistante de cette position. M. A intervenait sur la couverture relative aux nouvelles acquisitions.

Plusieurs opérations sur la couverture de la position APRR ont été réalisées par Elliott Advisors entre le 1^{er} janvier et le 11 juin 2010, date de l'acceptation de l'offre d'Eiffarie par Elliott Advisors. La couverture a été définitivement débloquée le 22 juin 2010.

LA PROCEDURE

Le 2 novembre 2010, le secrétaire général de l'AMF a ouvert une enquête sur le marché du titre APRR à compter du 1^{er} janvier 2010.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 4 juillet 2012, la Direction des enquêtes et des contrôles (ci-après la « **DEC** ») a, en application de l'article 144-2-1 du règlement général de l'AMF, adressé à la société Elliott Advisors, prise en la personne de M. C, et à la société Elliott Management, prise en la personne de M. B, une lettre circonstanciée exposant son analyse sur les principaux éléments de fait ou de droit consignés par les enquêteurs.

Par lettre du 9 septembre 2012, Maîtres Thierry Gontard et Patrick Bernard, conseils des mises en cause, ont présenté des observations en réponse aux lettres circonstanciées.

La Commission spécialisée n° 1 du Collège de l'AMF qui s'est réunie le 22 novembre 2012, en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, pour examiner le rapport d'enquête et les observations en réponse aux lettres circonstanciées, a décidé que des griefs devaient être notifiés à Elliott Advisors et Elliott Management.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 27 décembre 2012, auxquelles était joint le rapport d'enquête, le président de l'AMF a notifié les griefs reprochés à Elliott Advisors et Elliott Management en les informant :

- de la transmission d'une copie des notifications de griefs au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur,
- du délai de deux mois dont elles disposaient pour présenter des observations écrites en réponse aux griefs énoncés dans ces lettres,
- de la possibilité de se faire assister de toute personne de leur choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF.

Par lettre du 27 décembre 2012, le président de l'AMF, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, a informé le président de la Commission des sanctions de la décision prise par le Collège de notifier des griefs et lui a transmis copie des notifications adressées aux mises en cause.

En substance, il leur est reproché:

- un manquement d'initié fondé sur la transmission, par Elliott Advisors à Elliott Management, d'une information privilégiée relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans APRR à Eiffarie, et sur l'utilisation par les deux sociétés mises en cause de cette information privilégiée ;
- une manipulation du cours du titre APRR en raison du caractère massif des interventions des mises en cause sur ce titre entre le 28 mai et le 11 juin 2010.

Le président de la Commission des sanctions a désigné M. Bruno Gizard en qualité de rapporteur par décision du 28 janvier 2013, ce dont les mises en cause ont été informées par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du même jour en leur rappelant la possibilité d'être entendues à leur demande en application du I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par courrier du 13 février 2013, Maître Thierry Gontard a sollicité la communication de pièces « *indispensables à Elliott dans la préparation de sa réponse, pour une bonne application du contradictoire* ».

Par courrier du 14 février 2013, les mises en cause ont informé le président de la Commission des sanctions de leur éléction de domicile, pour les besoins de la procédure, au cabinet Simmons & Simmons à Paris.

Par lettres recommandées avec demandes d'avis de réception du 19 février 2013, les sociétés Elliott Advisors et Elliott Management ont été informées du délai d'un mois dont elles disposaient, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur.

Par courrier du 22 février 2013, le rapporteur a sollicité du secrétaire général de l'AMF le versement à la procédure des pièces demandées par les mises en cause par courrier du 13 février 2013.

Par courrier du 28 février 2013, Maître Thierry Gontard a demandé une prorogation du délai de deux mois imparti aux mises en cause pour présenter leurs observations en réponse aux notifications de griefs.

Le 6 mars 2013, les pièces complémentaires sollicitées par les mises en cause ont été communiquées au rapporteur qui, par courrier du 7 mars 2013, les a transmises à Maître Gontard et l'a informé de la prorogation du délai de dépôt des observations jusqu'au 6 mai 2013.

Les observations en réponse aux notifications de griefs ont été adressées par Elliott Advisors et Elliott Management, assistées de Maîtres Thierry Gontard, Patrick Bernard et Jean-Pierre Martel, le 6 mai 2013, accompagnées d'une consultation de M. M, datée du 3 mai 2013.

Par courrier daté du 27 septembre 2013, le rapporteur a sollicité la traduction :

- auprès du Secrétaire général de l'AMF, des passages en langue anglaise contenus dans le rapport d'enquête et de l'annexe 1 dudit rapport,
- auprès des conseils des mises en cause, des pièces rédigées en langue anglaise annexées à leurs observations.

Ces traductions ont été transmises au rapporteur, le 30 octobre 2013, par le secrétaire général de l'AMF, et le 31 octobre 2013, par Me Thierry Gontard.

Le 13 novembre 2013, Elliott Advisors et Elliott Management ont déposé de nouvelles pièces.

Le rapporteur a procédé à l'audition de la société Elliott Management Corporation, le 22 novembre 2013, et à celle d'Elliott Advisors, le 26 novembre 2013. Il a également entendu M. C, le 16 décembre 2013, et M. H, le 14 janvier 2014 qui n'étaient pas mis en cause.

Par courrier du 26 novembre 2013, le rapporteur a sollicité du représentant du Collège le dépôt d'observations écrites sur la consultation de M. M concernant le manquement de manipulation de cours.

Par courrier du 11 décembre 2013, les mises en cause ont communiqué de nouvelles pièces.

Par courrier du 31 janvier 2014, Maître Thierry Gontard a adressé des observations et documents complémentaires relatifs à la muraille de Chine instaurée au sein du Fonds à l'époque des faits.

Le 4 février 2014, le représentant du Collège a déposé des observations écrites en réponse au rapport de M. M.

Le rapport du rapporteur a été adressé aux mises en cause par porteur le 7 février 2014.

Par courrier daté du 12 février 2014, Elliott Advisors et Elliott Management ont été convoquées à la séance de la Commission.

Maître Thierry Gontard, par message électronique du 25 février 2014, ayant sollicité la prorogation jusqu'au 14 mars 2014 du délai imparti pour déposer les observations en réponse au rapport du rapporteur, un délai jusqu'au 10 mars 2014 lui a été accordé par courrier du 27 février 2014.

Par lettres du 26 février 2014 les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ont été informées de la composition de la formation de la Commission des sanctions lors de la séance, et de la faculté de demander la récusation de l'un ou l'autre de ses membres.

Les observations en réponse au rapport du rapporteur des sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ont été adressées le 10 mars 2014 à Commission des sanctions.

Les sociétés Elliott Advisors (UK) Limited et Elliott Management Corporation ont produit en séance les avis de M. M intitulés « avis dans le cadre du grief de manipulation de cours notifié à Elliott » et « avis dans le cadre du délit d'initié notifié à Elliott ».

MOTIFS DE LA DECISION

I. SUR LES GRIEFS RELATIFS AUX MANQUEMENTS D'INITIES

Considérant qu'il est reproché, d'une part, à Elliott Advisors d'avoir transmis à Elliott Management l'information privilégiée relative à l'existence de négociations en vue de la cession par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR à Eiffarie, et, d'autre part, à Elliott Advisors et Elliott Management d'avoir utilisé cette information entre le 28 mai et 11 juin 2010 ;

Considérant qu'aux termes de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF dans sa version en vigueur à l'époque des faits et demeurée inchangée : « *Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés.*

Elle doit également s'abstenir de :

1° Communiquer cette information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée ;

2° Recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapportent cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés.

Les obligations d'abstention posées au présent article ne s'appliquent pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée détienne une information privilégiée ».

Considérant que l'article 622-2 du même règlement précise que : « *Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de : 1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; 2° Sa participation dans le capital de l'émetteur ; 3° Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ; 4° Ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits. Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée. Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question ».*

Considérant qu'aux termes de l'article 621-1 du règlement précité : « *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.*

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés.

Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement » ;

I.1. Sur le caractère privilégié de l'information et sur sa date

Considérant que, selon les notifications de griefs, « *l'information relative à l'existence de négociations en vue de la vente par Elliott de sa participation dans APRR à Eiffarie* » aurait revêtu les caractères d'une information privilégiée « *au plus tard le 27 mai 2010* », puisqu'elle aurait été :

- précise dans la mesure où, le 27 mai 2010, d'une part, le Fonds Elliott était en mesure de proposer, seul, à Eiffarie et Eiffage d'atteindre le seuil de 95% du capital d'APRR par la vente de 12,70% du capital de la société à 63,50 euros par action, que d'autre part, Eiffarie était disposée à reprendre les négociations sur la base d'un prix de 50 euros par action APRR et, qu'enfin, les parties avaient convenu de se rencontrer pour s'accorder sur le prix de cession de ces actions ;
- non publique car jusqu'au communiqué du 16 juin 2010, bien que le marché anticipait l'objectif d'Eiffarie d'acquérir, à terme, la participation du Fonds Elliott dans APRR et de lancer une offre publique de retrait, aucune information n'a été rendue publique concernant l'existence de ces négociations ;
- susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre APRR puisqu'un investisseur raisonnable aurait pu l'utiliser comme fondement de sa décision d'investissement. Les notifications de griefs relèvent à cet égard que, le 27 mai 2010, le cours du titre APRR clôturait à 47,03 euros alors que la fourchette de négociation était entre 50 et 63,50 euros et que, la séance suivant l'annonce de l'accord du 16 juin 2010, le cours a augmenté de 7,5% passant de 51,03 à 54,70 euros ;

Considérant qu'il convient de rechercher à quelle date « *l'existence de négociations en vue de la vente par Elliott de sa participation dans APRR à Eiffarie* » a revêtu les caractéristiques d'une information privilégiée ;

Considérant qu'est précise au sens des dispositions précitées une information qui porte sur l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, peu important l'existence d'aléas quant à la réalisation effective d'un tel projet ;

Considérant qu'il résulte des éléments réunis au cours de l'enquête et de l'instruction qu'Elliott Advisors, qui avait donné mandat à la banque Nomura de trouver un acquéreur pour la totalité des actions détenues par le Fonds Elliott et qui avait contacté, à cette fin, la société Macquarie, était d'une part, informée, dès le 6 avril 2010 de la condition posée par Eiffarie pour réaliser l'opération de cession relative au franchissement du seuil de 95% du capital d'APRR et, d'autre part, dès le 28 janvier 2010 et à nouveau le 7 avril 2010, de la participation directe d'Eiffage dans le capital d'APRR ; qu'Elliott Advisors était en conséquence informée, dès le début du mois d'avril du nombre exact d'actions qu'elle devait offrir à Eiffarie pour lui vendre la participation du Fonds Elliott ;

Considérant, en outre, que dès le 6 avril 2010, Elliott Advisors a été tenue informée des conditions relatives au financement par les actionnaires d'Eiffarie d'une telle acquisition ; que l'information qui lui avait été communiquée à cette date lui permettait d'être assurée qu'en cas d'accord des parties sur le prix d'acquisition des actions APRR, le projet en discussion avait des chances raisonnables d'aboutir eu égard à la capacité financière de l'acquéreur ;

Considérant que dans le cadre des discussions intervenues, Elliott Advisors et sa banque conseil ont rencontré à de nombreuses reprises au cours du mois d'avril 2010 les représentants de la société Macquarie ; qu'au cours de ces réunions et échanges, outre les discussions relatives aux conditions de financement et au souhait d'Eiffarie de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR, Macquarie et Elliott Advisors ont discuté des conditions financières de l'opération envisagée ; qu'ainsi, dès le mois d'avril 2010, Elliott Advisors a été informée de ce que le prix qu'elle devait proposer pour poursuivre les négociations avec Eiffarie devait se situer aux alentours de 60 euros par action et du fait qu'un prix avoisinant 62 ou 63 euros par action ne serait pas accepté par Eiffage ;

Considérant qu'à la suite de ces divers entretiens et échanges, M. D a adressé à Sandell, le 23 avril 2010, un projet d'offre de cession conjointe de leur participation destiné à être adressé à Eiffarie ; que, par lettre confidentielle datée du 26 avril 2010, Elliott Advisors et Sandell ont adressé à Eiffarie une offre de cession portant sur 14 355 756 actions APRR détenues conjointement à un prix de 63,50 euros par action ; que le même jour, Sandell a inscrit les titres APRR et Eiffage sur sa liste d'initiés ; que dès le lendemain le « *Chinese Wall Memorandum* » du 30 mars relatif à la société APRR a été mis à jour au sein du Fonds Elliott en y ajoutant M. B à la liste des personnes initiées ;

Considérant, néanmoins, qu'alors même que l'offre de cession du 26 avril 2010 indiquait : « *Cette proposition est valable jusqu'au 3 mai 2010 17 heures heure de Paris* » aucune réponse n'y a été apportée par Eiffarie dans ce délai ; que ce n'est que le 12 mai 2010, que la société Macquarie a fait part à Eiffage de sa position en faveur d'un rachat des participations d'Elliott et Sandell afin de permettre à Eiffarie de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR et d'intégrer fiscalement APRR, sans devoir par ailleurs contracter de dette ; que la lettre ainsi adressée à Eiffage précisait que « *l'offre d'Elliott et Sandell formulée à 63,50 euros par action APRR est inacceptable, toutefois nous pensons qu'il ne faut pas rejeter brutalement leur offre mais plutôt la considérer comme l'opportunité d'engager des négociations en vue d'aboutir à un accord qui permettrait de protéger et d'accroître notre investissement. (...) Dans la perspective de débiter des négociations avec Elliott et Sandell, nous vous informons que nos investisseurs soutiendraient une transaction à un prix se situant dans la cinquantaine d'euros par action APRR pour la partie financée par Macquarie soit un investissement total de 630 millions d'euros incluant le remboursement des minoritaires dans le cadre du retrait. (...) Nous souhaiterions que le conseil d'administration d'Eiffage décide si une transaction avec Elliott à un prix se situant dans la cinquantaine d'euros par action APRR (incluant le dividende du mois de juin) pourrait être acceptée. Dans l'affirmative, nous souhaiterions déterminer avec vous la meilleure stratégie à adopter pour répondre à Elliott et Sandell dans un futur proche (...)* » ; qu'à la suite de la réception de ce courrier, le comité stratégique d'Eiffage s'est prononcé, le 18 mai 2010, en faveur de l'engagement de négociations avec Elliott et Sandell, auxquels M. F a adressé, le 20 mai 2010, une lettre en réponse à leur offre du 26 avril en indiquant : « *Comme vous vous en souviendrez, lors de notre réunion du 13 mars 2009, je vous avais indiqué qu'Eiffarie serait disposée à envisager l'éventualité d'une telle transaction à un prix situé dans le haut de la fourchette comprise entre 40 et 50 euros par action alors que vous sollicitiez 55 euros par action. Toutefois, nous acceptons de négocier cette éventuelle transaction si vous le souhaitez* » ; qu'Elliott et Sandell ont, par lettre du 26 mai 2010, accepté de poursuivre les négociations en souhaitant qu'une réunion soit organisée à cette fin dans les locaux d'Elliott Advisors à Londres, en rappelant par ailleurs que « *s'agissant de la réunion du mois de mars 2009 et des prix discutés à cette époque, il convient de noter que depuis cette date les indices européens de marché action et les prix des actions des sociétés cotées du même secteur d'APRR ont augmenté d'environ 30%* » ; que le 27 mai 2010, Eiffarie et Macquarie ont proposé à Elliott Advisors et Sandell de se réunir le 4 juin 2010 dans les locaux d'Elliott Advisors à Londres ;

Considérant dès lors, qu'à partir du 27 mai 2010, l'information relative à l'existence de négociations en vue de la vente, par le Fonds Elliott, de sa participation dans le capital d'APRR à Eiffarie, pouvait être qualifiée de précise, les parties ayant à cette date envisagé les conditions de financement du projet, fixé les conditions relatives au nombre d'actions minimum sur lequel l'opération devait porter, discuté d'une première fourchette de prix par action APRR et décidé de poursuivre les négociations au cours d'une réunion dont la date et le lieu étaient fixés ; que l'existence d'aléas, notamment sur un accord des parties sur le prix de l'opération, seul réel point de discussion en l'espèce, ne fait pas obstacle à la caractérisation de la précision de l'information en cause ; que l'ensemble de ces éléments montre que le projet de cession par le Fonds Elliott de sa participation dans la société APRR à Eiffarie avait, dès le 27 mai 2010, des chances sérieuses d'aboutir, et qu'il était possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cette information sur le cours de l'action APRR dès lors qu'un investisseur raisonnable aurait été fondé à considérer qu'une telle opération de cession ne pourrait se faire qu'à un prix supérieur au cours de bourse pour avoir des chances d'être acceptées par les cédants ;

Considérant qu'aucun des éléments ci-dessus rappelés n'a été porté à la connaissance du public lequel ignorait, jusqu'au 16 juin 2010, l'existence de négociations en vue de la vente à Eiffarie par Elliott Advisors de la participation dans le capital d'APRR des fonds gérés par Elliott Management ;

Considérant que l'information relative à l'existence de négociations portant sur la cession d'une part significative du capital d'une société susceptible d'engendrer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est, par nature, susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre concerné ; qu'en l'espèce, alors que le cours de l'action APRR clôturait à 47,03 euros le 27 mai 2010, l'annonce à cette date de l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott et par Sandell de leur participation dans le capital d'APRR à Eiffarie à un prix restant à déterminer compris dans une fourchette de 50 à 63,50 euros par action aurait nécessairement eu une influence sensible sur le cours du titre APRR ; qu'en effet, un investisseur raisonnable aurait été susceptible d'utiliser cette information comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ; qu'au demeurant, lors de la séance suivant l'annonce de l'accord du 16 juin 2010, le cours du titre APRR a augmenté de 7,5% passant de 51,03 à 54,70 euros ;

Considérant en conséquence que l'information relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR revêtait, à compter du 27 mai 2010 et jusqu'à la date du 16 juin 2010 où la cession a été rendue publique, les caractéristiques d'une information privilégiée ;

I.2. Sur les griefs de transmission et d'utilisation de l'information privilégiée

I.2.1. Sur la transmission de l'information privilégiée par Elliott Advisors à Elliott Management

Considérant qu'il est reproché à Elliott Advisors d'avoir transmis à Elliott Management l'information privilégiée relative à l'existence de négociations en vue de la cession par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR à Eiffarie ; que plus précisément, selon les notifications de griefs, MM. D et C auraient transmis à MM. A et E l'information privilégiée litigieuse ;

I.2.1.1. Sur la détention par Elliott Advisors de l'information privilégiée

Considérant que MM. C et D ont initié les négociations avec Eiffarie et ont seuls, avec M. I, rencontré les représentants de Macquarie, d'Eiffage et d'Eiffarie, dès le mois de janvier 2010 et ce jusqu'au 16 juin 2010, pour discuter de la cession des titres APRR à Eiffarie ; qu'ils sont à l'origine de la mise en place de la muraille de Chine du 30 mars 2010 ; qu'ils ont adressé, le 26 avril 2010, une offre de cession des titres APRR détenus par le Fonds Elliott à Eiffarie au prix de 63,50 euros par action, et répondu le 26 mai 2010 à la lettre du 20 mai 2010 de M. F en indiquant leur souhait de poursuivre les négociations et en proposant à cette fin une réunion dans les locaux d'Elliott Advisors, ce qui a été accepté dès le lendemain par Eiffarie et Macquarie en proposant la date du 4 juin 2010 ; que dès lors, MM. C et D détenaient, le 27 mai 2010, l'information privilégiée relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR ;

Considérant qu'il y a lieu de rechercher si les indices relevés permettent d'établir sans équivoque que l'information privilégiée détenue par Elliott Advisors a été transmise à Elliott Management et, plus particulièrement, à M. A ;

I.2.1.2. Sur la connaissance par M. A de la stratégie du Fonds Elliott dans le capital d'APRR

Considérant qu'il résulte des pièces du dossier qu'à la fin de l'année 2005 et au début de l'année 2006, M. A qui « *était(t) en charge du bureau de Londres* » et « *responsable des investissements en actions et dettes pour l'Europe et l'Asie* » a participé « *avec l'équipe en charge de l'investissement du bureau de Londres* » « *sous le contrôle de M. B* », à la définition de la stratégie du Fonds Elliott consistant à « *réunir un maximum de titres APRR à un prix raisonnable, dans l'idée de constituer un bloc de titres important, dont elle pourrait ensuite négocier la cession à des conditions avantageuses auprès d'Eiffarie* » qui souhaitait franchir le seuil de 95% pour bénéficier du régime de l'intégration fiscale d'APRR ; qu'Elliott Advisors a acquis, dès 2006, des actions APRR « *sur le fondement des décisions d'investissement et des instructions communiquées par Messieurs C et D, tous deux gestionnaires de portefeuille et, occasionnellement, par Monsieur A* » qui avait déterminé cette stratégie ; que M. A avait par conséquent connaissance de la stratégie initiale du Fonds Elliott dans le capital d'APRR ;

Considérant que M. A a également eu connaissance de l'évolution de la stratégie du Fonds Elliott concernant APRR ;

Considérant, en premier lieu, que M. A a eu connaissance des négociations intervenues en 2008 et 2009 entre le Fonds Elliott et Eiffarie puisqu'à cette époque, et jusqu'au mois d'avril 2009, il dirigeait Elliott Advisors en qualité de *CEO* et supervisait ainsi les négociations conduites par MM. C et D avec Eiffage et Macquarie en vue de la cession de la participation des fonds gérés par Elliott Management à Eiffarie ;

Considérant, en second lieu, qu'au début de l'année 2010, avant la mise en place de la muraille de Chine le 30 mars 2010, M. A savait, d'une part, qu'un mandat avait été donné par Elliott Advisors à Nomura pour céder à un tiers la participation APRR du Fonds Elliott et que, d'autre part, M. G avait « *repris un dialogue, avec l'accord d'Elliott, en direction essentiellement de Macquarie* » ; qu'en sa qualité de supérieur hiérarchique de MM. C et D, il a été, avec M. B, jusqu'au 30 mars 2010, « *régulièrement consulté* » sur la « *mise en place de la stratégie* » relative à APRR ; qu'en raison, d'une part, de sa qualité de responsable « *des investissements concernant les actions et les dettes pour le monde entier* » et de « *responsable de la gestion des risques avec M. B* » et, d'autre part, des liens hiérarchiques unissant M. C et M. A, celui-ci savait nécessairement que de nouvelles négociations allaient être initiées par l'équipe de M. C, accompagnée de la banque Nomura, avec Macquarie ; que d'ailleurs M. B a déclaré : « *M. A et moi-même avons un rôle dans la gestion APRR qui était devenue une importante position. A et moi étions intégrés dans l'équipe [de négociation]. Nous avons été consultés au début de la mise en place de la stratégie puis régulièrement ensuite. En revanche, il n'y avait pas de consultation quand la muraille de Chine a été mise en place. Nous avons collaboré à cette gestion* » ; qu'ainsi, jusqu'au 30 mars 2010, M. A était informé de l'avancement de la stratégie mise en place par MM. C et D ;

Considérant, en troisième lieu, qu'Elliott Advisors a été informée, dès le début de l'année 2010, d'une part, de la volonté de Sandell de céder sa participation dans le capital d'APRR et de la taille de cette participation qui représentait 0,54% du capital et, d'autre part, de la participation exacte d'Eiffage dans le capital d'APRR ; qu'en sa qualité de supérieur hiérarchique de M. C et eu égard aux fonctions qu'il occupait pour la gestion de la position APRR, M. A a nécessairement eu connaissance de ces informations ;

Considérant qu'Elliott Advisors a été informée, dès le mois de janvier 2010, de la participation exacte d'Eiffage dans le capital d'APRR laquelle représentait 0,83% ; que sur ce point, M. A a déclaré que « *je savais qu'il détenait des actions mais je ne pouvais pas compter dessus parce que je ne connaissais pas leurs intentions. Je voulais être en mesure de livrer un retrait obligatoire sans l'aide de personne, leur niveau de participation n'avait donc pas d'importance pour moi* » ; que les mises en cause soutiennent encore que « *l'information qui a pu être reçue en 2010 sur le niveau de la participation détenue par Eiffage dans APRR en fin d'année 2009 n'a pu affecter les décisions de M. A, dès lors que ce dernier n'avait aucune assurance quant à l'attitude d'Eiffage concernant sa propre participation que ce soit au 30 mars 2010 et encore moins sur le long terme, qui était pour Monsieur A son seul horizon* » ;

Considérant cependant qu'Eiffarie est une filiale à 100% de la Financière Eiffarie elle-même détenue à hauteur de 50% plus une action par Eiffage, Macquarie détenant 50% moins une action de son capital ; que les sociétés Eiffarie et Financière Eiffarie étaient, à l'époque des faits, présidées par M. F lequel occupait également les fonctions de directeur général d'Eiffage et de président-directeur général d'APRR ; que le contrôle indirect d'Eiffarie par Eiffage et les fonctions dirigeantes prédominantes occupées par M. F au sein d'Eiffage, d'Eiffarie et d'APRR à l'époque des faits, suffisent à établir qu'aucune opération de retrait obligatoire n'aurait pu être envisagée sans l'aval et le soutien de la société Eiffage laquelle aurait nécessairement tenu compte, pour le calcul de la participation d'Eiffarie dans le capital d'APRR, de sa participation directe ; qu'il résulte des éléments du dossier que c'est d'ailleurs l'analyse qu'ont retenu MM. C, D et G dans le cadre des négociations intervenues avec Eiffarie ;

Considérant qu'il résulte de cette première série d'indices qu'au début de l'année 2010, M. A, qui connaissait la stratégie initiale du Fonds Elliott quant à l'acquisition d'un nombre suffisant d'actions à offrir à Eiffarie, savait que Sandell, qui détenait 0,54% du capital d'APRR, souhaitait céder sa participation, qu'Eiffage détenait directement 932 625 actions APRR et que de nouvelles discussions étaient initiées par ses équipes avec Macquarie sur l'éventualité d'une acquisition par Eiffarie de la participation du Fonds Elliott dans le capital d'APRR à condition que cette opération permette à l'acquéreur de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR ; qu'ainsi, avant le 30 mars 2010, date de l'instauration de la muraille de Chine au sein du Fonds Elliott, M. A savait qu'en tenant compte de la participation de Sandell et d'Eiffage dans le capital d'APRR, Elliott Advisors pouvait envisager de conclure une transaction pour céder sa participation APRR à Eiffarie en permettant à celle-ci de franchir le seuil de 95% du capital d'APRR ;

1.2.1.3. Les indices relatifs à la muraille de Chine

Considérant que la société Elliott Management a instauré au sein du Fonds Elliott une muraille de Chine le 30 mars 2010 ; que la mise en place de cette muraille de Chine résulte de l'émission par M. B d'un *memorandum* diffusé par courriel à l'ensemble des gérants de portefeuille, analystes et *traders* du Fonds et, notamment, à MM. A et E ;

Considérant que la mise en place d'une muraille de Chine implique nécessairement que certains collaborateurs du Fonds puissent détenir, à tout le moins à l'avenir, une information privilégiée qui serait susceptible, par essence, d'avoir une incidence sur le cours du titre ; que l'importance de la position APRR et la volonté exprimée par M. B d'être impliqué dans la gestion de cette position suffisent à considérer qu'en qualité d'émetteur du *memorandum* relatif à la muraille de Chine du 30 mars 2010, il connaissait nécessairement les raisons ayant conduit à sa mise en place ;

Considérant que MM. B, A et C, qui sont les trois *equity partners* du Fonds Elliott, sont membres du Comité de direction mais surtout du Comité de gestion des risques d'Elliott Management ; qu'eu égard à l'implication de MM. B et A dans la gestion des positions, à l'importance de la position APRR du Fonds Elliott et aux fonctions qu'ils occupent, ils ont nécessairement été informés des raisons ayant conduit à l'établissement d'une muraille de Chine ;

Considérant que le *memorandum* du 30 mars 2010 indiquait que : « *MM. D, I et C (individuellement désigné par « Personne initiée » et, ensemble, « Personnes initiées ») travaillent au sein d'Elliott Advisors (UK) Limited (désignant, avec Elliott Management Corporation, Elliott Advisors (HK) Limited et Elliott Advisors (Asia) Limited, la « Société »). Les Personnes initiées pourraient, à l'avenir, détenir une information relative à (cette information pourrait être significative pour les personnes intervenant sur le marché de) Autoroutes Paris-Rhin-Rhône Groupe SA et ses filiales (« l'Émetteur ») qui est « précise et non-publique » au regard du droit américain, généralement non disponible en application du droit anglais relatif aux abus de marché et/ou « non publique et susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours » en application de la loi anglaise relative aux opérations d'initiés (...). Elliott Associates LP (ensemble avec ses filiales « Elliott ») et Elliott International LP (ensemble avec ses filiales « Elliott International ») ont des positions et effectuent des transactions sur les titres de l'Émetteur » ; qu'ainsi, le 30 mars 2010, M. A, qui savait notamment que des premiers contacts avaient été pris par Elliott Advisors avec Macquarie pour envisager une opération de cession de la participation APRR du Fonds Elliott à Eiffarie, était informé que les personnes en charge de cette négociation étaient susceptibles, à l'avenir, de détenir une information privilégiée sur le titre APRR ;*

Considérant qu'en réceptionnant une information selon laquelle l'équipe chargée des négociations avec Macquarie était susceptible de détenir une information privilégiée concernant APRR, M. A comprenait nécessairement « *qu'il était possible, dans le futur, que si les discussions avec Macquarie évoluaient, [Elliott Advisors] pourrait éventuellement détenir une information privilégiée* » ; que M. A a d'ailleurs parfaitement compris l'objet et la raison de la mise en place de cette muraille puisqu'il est lui-même à l'origine de sa mise à jour le 27 avril 2010, soit le lendemain de l'offre conjointe formulée par Elliott Advisors et Sandell, pour permettre à M. B de rejoindre le « côté privé » de la muraille ; qu'interrogé par le rapporteur sur les raisons de la mise à jour de la muraille de Chine le 27 avril 2010, M. B a déclaré que « *La position APRR était importante et difficile : difficile, car les hypothèses que nous avons envisagées ne s'étaient pas réalisées. Nous pensions que notre adversaire souhaitait acquérir notre participation, notamment pour des raisons économiques. Les premières négociations ont été un échec (...) S'il se passait quelque chose, dans la mesure où les intérêts en jeu pour Elliott sur un retrait obligatoire étaient importants, A m'a conseillé d'intégrer le côté privé de la muraille de Chine pour que l'on soit certain que MM. C et D ne soient pas trop durs dans les négociations et qu'ils ne mettent pas en danger un accord éventuel* » ; que M. A savait donc parfaitement que la muraille de Chine avait été mise en place en raison de négociations avec Macquarie en vue de la cession à Eiffarie de la participation du Fonds Elliott dans APRR ; que c'est d'ailleurs pour éviter qu'un « *accord éventuel* » ne soit mis en danger que M. A a conseillé à M. B d'intégrer le côté privé de la muraille de Chine le 27 avril 2010 ;

Considérant que la concomitance constatée entre l'envoi de l'offre de cession par Elliott Advisors et Sandell, le 26 avril 2010, et le conseil donné par M. A à M. B d'intégrer le côté privé de la muraille de Chine mise à jour à cet effet, le 27 avril 2010, ainsi que la raison qui a motivé cette mise à jour montrent que M. A était totalement informé de l'offre formulée par MM. C et D à Eiffarie et qu'il souhaitait être assuré que les négociations aboutissent ;

Considérant que compte tenu des informations en sa possession le 27 avril 2010, de sa volonté de voir aboutir les négociations engagées - ultime étape de la stratégie qu'il avait contribué à définir dès la fin de l'année 2005 et le début 2006 - mais aussi des fonctions de « *Co-chief Investment Officers* » qu'il occupait avec M. B au sein du Fonds Elliott, qui lui donnaient la charge de la gestion des risques d'investissements et la responsabilité des décisions d'investissement du Fonds, M. A a, selon toute vraisemblance, été tenu informé de la réponse apportée par Eiffarie à la proposition faite par Elliott Advisors et Sandell le 26 avril 2010 comme de l'acceptation par Eiffarie de la proposition de réunion faite le 26 mai 2010 ;

1.2.1.4. Les indices relatifs à la couverture

Considérant que la muraille de Chine instituée le 30 mars 2010 interdisait aux personnes initiées, à savoir MM. C, D et I, de donner des instructions à M. E et à toute autre personne située du côté public de cette muraille relatives à des opérations de cession et d'acquisition de titres APRR ou de tout instrument qui leur serait lié ; que cette muraille de Chine n'interdisait en revanche pas aux personnes initiées de gérer la couverture de la position APRR ; qu'en fait, ainsi que les mis en cause le précisent dans leurs observations : « *Messieurs C et D ont suivi la position d'Elliott sur la couverture de son investissement dans APRR, telle qu'elle existait au 30 mars 2010, alors que de son côté Monsieur A donnait d'autres instructions à Monsieur E en lui demandant d'ajouter de la couverture en vendant des futures Euro Stoxx au fur et à mesure de ses nouvelles acquisitions* » ;

Considérant qu'au sein du Fonds Elliott, les opérations réalisées sur la couverture d'APRR ont été effectuées par MM. C et D en considération à la fois de la couverture du Fonds Elliott au niveau global ou au niveau de Londres, de la valeur nette de l'investissement APRR dans la structure Pact, mais aussi de la vision qu'ils avaient de la situation générale du marché et, enfin, de « *l'éventualité d'une transaction* » qui était « *également un des facteurs susceptibles d'influencer [leur] décision concernant la taille de notre couverture* » ; que les facteurs généralement pris en compte pour gérer la position d'une couverture et, appliqués, au cas d'espèce, pour gérer la couverture préexistante de la position APRR, étaient nécessairement connus de M. A chargé « *de la gestion du risque* » au sein du Fonds Elliott et supérieur hiérarchique de MM. C et D ;

Considérant que si les mises en cause font valoir que le ratio de couverture a augmenté de manière globale de 89,6% à 96,6% entre le 26 avril 2010 et le 8 juin 2010, les ajustements à la baisse constatés entre ces deux dates ayant seulement eu pour but de maintenir un ratio de couverture proche de 100% en neutralisant les effets de l'augmentation involontaire de celle-ci due à la détention dans un marché en baisse d'options de vente sur l'indice Euro Stoxx 50, et que ce n'est qu'à compter du 9 juin 2010 que le Fonds Elliott a procédé à des réductions significatives de son ratio de couverture, il n'en reste pas moins qu'à cette dernière date l'information relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans le capital d'APRR n'était pas encore publique ; qu'en outre, il résulte des pièces du dossier que les 7, 8, 9, 10 et 11 juin 2010 les opérations réalisées sur la couverture par M. E sur ordres de M. D ont eu pour effet de diminuer substantiellement l'ensemble de la couverture de la position APRR malgré les opérations d'acquisition de titres APRR réalisées parallèlement par le même M. E sur instructions de M. A, pour un total de 168 589 titres ; qu'au demeurant dès le 7 juin 2010, M. D indiquait à M. B « *nous avons reçu plus de détails sur la position actuelle d'Eiffage qui, nous pensons, devrait augmenter nos chances d'une transaction à court terme. Ainsi, nous avons commencé à déboucler les éléments de notre hedge les moins liquides (à l'exception d'Eiffage) et à les remplacer par des futures Euro Stoxx* » ; que M. A, qui avait accès au « *système informatique interne qui suit en temps réel les opérations et le niveau de (nos) participations* », pouvait ainsi suivre l'évolution de la couverture de la position APRR et en déduire, à supposer qu'il n'ait pas été informé autrement de l'évolution des négociations, que les négociations initiées par M. C et M. D et concrétisées par l'offre du 26 avril 2010 avaient selon eux dès début juin 2010 des chances très sérieuses d'aboutir à court terme ;

1.1.2.5. Les indices relatifs à la tenue de la liste d'initiés

Considérant que s'il n'appartient pas à la Commission des sanctions de se prononcer sur les défaillances du contrôle interne relevées au sein d'Elliott Advisors par les notifications de griefs, dès lors qu'il s'agit de procédures régies par les règles anglaises relevant de la compétence de la FCA, en revanche, elle peut tenir compte des contradictions des mises en cause dans la tenue des listes d'initiés au titre des indices permettant d'établir un manquement d'initié ;

Considérant que Sandell a inscrit sur la liste d'initiés le titre APRR dès le 26 avril 2010, date à laquelle elle a, avec Elliott Advisors, adressé à Eiffarie une offre de cession de leur participation au capital d'APRR au prix de 63,50 euros par action ;

Considérant que les mises en cause ont, pour leur part, mis à jour la muraille de Chine, initialement établie le 30 mars 2010, le 27 avril 2010 pour que M. B puisse intégrer, sur les conseils de M. A, le côté privé de la muraille ; qu'elles ont ensuite inscrit le titre Eiffage sur la liste d'initiés le 7 juin 2010 et, finalement, le titre APRR le 11 juin 2010 ;

Considérant qu'il résulte des auditions des mises en cause réalisées par le rapporteur que les mesures relatives à la mise en place d'une muraille de Chine concernant le titre APRR et l'inscription du titre Eiffage sur la liste d'initiés ont été prises pour prévenir l'éventualité d'une détention d'une information privilégiée ; que pourtant, s'agissant du titre Eiffage, le Fonds Elliott n'était, *a priori*, pas amené à détenir une information privilégiée le concernant puisqu'aucune discussion ne concernait Eiffage ; qu'en outre, selon les mises en cause, l'instauration d'une muraille de Chine devait permettre de prévenir la transmission et l'utilisation d'une information privilégiée concernant APRR ce qui justifiait que le titre n'ait pas été inscrit sur la liste d'initiés avant le 11 juin 2010 bien que le Fonds Elliott soit en possession d'une telle information dès le 27 mai 2010 ; qu'enfin, c'est uniquement pour geler la participation du Fonds Elliott en vue de finaliser les négociations en cours que le titre APRR a été inscrit sur la liste d'initiés ; qu'*a contrario*, si l'offre d'Eiffarie avait été acceptée plus tardivement, le titre APRR n'aurait été inscrit sur la liste d'initiés que postérieurement au 11 juin 2010 ;

Considérant cependant, que l'absence d'inscription du titre APRR sur la liste d'initiés avant le 11 juin 2010, alors que les mises en cause détenaient l'information privilégiée depuis le 27 mai 2010, a permis à Elliott Management par l'intermédiaire de M. A de demander à M. E de poursuivre les opérations d'acquisition d'actions APRR pour le compte des fonds gérés ;

Considérant, en conséquence, que le faisceau d'indices graves, précis et concordants ainsi identifié démontre, sans équivoque, que l'information privilégiée relative à l'existence de négociations en vue de la vente par le Fonds Elliott de sa participation dans APRR à Eiffarie a été transmise par Elliott Advisors à M. A ; qu'ainsi Elliott Advisors a manqué à l'obligation d'abstention prévue au deuxième alinéa de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF ; que le manquement est pleinement caractérisé ;

1.2.2. Les manquements relatifs à l'utilisation de l'information privilégiée

1.2.2.1. Le manquement d'utilisation de l'information privilégiée reproché à Elliott Management

Considérant qu'il est reproché à Elliott Management d'avoir utilisé, entre le 28 mai et le 11 juin 2010, l'information privilégiée qui lui a été transmise par Elliott Advisors ;

Considérant que les mises en cause font valoir que, dès 2008, « *Elliott a décidé d'affiner sa stratégie et de se concentrer sur l'acquisition d'un bloc de titres APRR représentant au moins 13,52% du capital et des droits de vote, soit un peu plus de 15 000 000 d'actions* » ; qu'à compter du 30 mars 2010, en raison de la mise en place de la muraille de Chine, c'est « *Monsieur A qui a pris toutes les décisions concernant les acquisitions de titres APRR ainsi que la couverture additionnelle associée aux achats qu'il a initiés. (...) Monsieur A a poursuivi la stratégie déployée par Messieurs C et D et a continué à acquérir des actions d'APRR, à des prix raisonnables, avec l'objectif de détenir à terme une participation minimale de 13,52%* » ; que la société Elliott Management a donc poursuivi ses acquisitions au-delà du 26 avril 2010 et ce d'autant que les opportunités créées par la

reconstitution de l'indice MSCI « *n'étaient pas seulement une chance unique mais sans doute la dernière chance que pouvait trouver Elliott d'acheter des actions APRR à un prix raisonnable* » ;

Considérant qu'il n'est pas contesté que le Fonds Elliott, qui détenait une participation significative dans le capital d'APRR avait pris dès 2009, voire même antérieurement, la décision d'acquérir de nouvelles actions APRR pour atteindre une participation représentant 13,52% du capital ; qu'il est en outre exact qu'à la date où MM. A, C et D ont décidé de cette stratégie, ils ne détenaient aucune information privilégiée ; qu'ainsi, les acquisitions d'actions APRR réalisées par le Fonds Elliott à compter du 28 mai 2010 constituent la poursuite de la mise en œuvre de cette stratégie ;

Considérant, cependant, qu'en application des dispositions de l'article 622-1 du règlement général de l'AMF, la société Elliott Management était tenue à une obligation d'abstention sur le titre APRR à compter du moment où elle détenait l'information privilégiée concernant cet instrument financier ;

Considérant que la société Elliott Management n'a pas, contrairement à l'obligation qui était la sienne, interrompu ses acquisitions le 27 mai 2010 et a, bien au contraire, réitéré ses ordres d'achat *via* son *broker* Blue Oak ; que M. A a continué de donner des instructions à M. E pour qu'il acquière, sur le marché, les actions APRR après le 27 mai 2010 ; qu'ainsi, entre le 28 mai et le 11 juin 2010, Elliott Management a acquis, pour le compte des fonds The Liverpool Limited Partnership et Elliott International LP qu'elle gère, 429 646 actions APRR ;

Considérant que la circonstance invoquée par les mises en cause que les acquisitions faites en connaissance d'une information privilégiée s'inscrivent dans la ligne d'une stratégie d'investissement n'est pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention auquel était tenue Elliott Management ; qu'en outre, celles-ci n'apportent pas d'élément de nature à prouver que l'utilisation de l'information privilégiée n'était pas induite ou nécessitée par un motif impérieux ;

Considérant qu'Elliott Management était placée, lorsqu'elle a acquis les titres APRR entre le 28 mai et le 11 juin 2010, en situation de rupture d'égalité par rapport au marché dès lors qu'elle savait que des discussions relatives à un projet d'acquisition à un prix par action supérieur au cours du marché étaient menées par Elliott Advisors, ce qu'ignorait en revanche le marché ; que l'information relative à « *l'existence de négociations en vue de la vente par Elliott de sa participation dans APRR à Eiffarie* » a indiscutablement procuré à Elliott Management un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui l'ignoraient ;

Considérant que la caractéristique essentielle de l'opération d'initié, laquelle réside dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en n'ont pas connaissance et, par voie de conséquence, de porter atteinte à l'intégrité des marchés, se retrouve donc incontestablement établie en l'espèce ;

Considérant que, contrairement à ce qu'elle allègue, les éléments de fait caractérisant les acquisitions de la société Elliott Management et notamment l'antériorité de la décision d'acquérir les actions APRR ne démontrent pas que la mise en cause était sur un pied d'égalité avec les autres investisseurs ;

Considérant qu'il est en conséquence établi qu'Elliott Management a utilisé l'information privilégiée qui lui a été transmise par Elliott Advisors en acquérant, entre le 28 mai et le 11 juin 2010, des actions APRR pour le compte des fonds The Liverpool Limited Partnership et Elliott International LP qu'elle gère ; que sera donc retenu à l'encontre d'Elliott Management un manquement à l'obligation de s'abstenir d'opérer sur le titre APRR ;

1.2.2.2. Le manquement d'utilisation de l'information privilégiée reproché à Elliott Advisors

Considérant qu'il est reproché à Elliott Advisors d'avoir utilisé, entre le 28 mai et le 11 juin 2010, l'information privilégiée qu'elle détenait ;

Considérant qu'entre le 28 mai 2010 et le 11 juin 2010, les instructions relatives aux acquisitions d'actions APRR ont été données par Elliott Management à Elliott Advisors et, plus précisément, par M. A à M. E ; qu'il ne saurait donc être contesté qu'Elliott Advisors n'a pas acquis les actions APRR mais a exécuté les instructions données par Elliott Management concernant les acquisitions de titres entre le 28 mai et le 11 juin 2010 ;

Considérant que le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée est imputable à la seule personne qui « acquiert ou cède » et non à celle qui exécute les ordres d'achat ou de vente pour le compte d'un tiers ; que dès lors, Elliott Advisors, qui n'est intervenue sur les actions APRR qu'en exécution d'instructions reçues d'Elliott Management, n'a pas utilisé l'information privilégiée litigieuse ; qu'ainsi le manquement tiré de l'utilisation de l'information privilégiée par Elliott Advisors ne peut pas être retenu ;

II. Sur le grief de manipulation de cours

Considérant qu'il est reproché à Elliott Advisors et Elliott Management d'avoir, par le biais des interventions effectuées par Elliott Advisors à l'initiative d'Elliott Management, entre le 28 mai et le 11 juin 2010, fixé le cours du titre APRR à un niveau anormal, ce qui pourrait être constitutif d'un manquement aux articles 631-1 et 631-2 du règlement général de l'AMF ;

Considérant que l'article 631-1 du règlement général de l'AMF dispose que : « *Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours. Constitue une manipulation de cours : 1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres : a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou ; b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ; 2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice. En particulier, constituent des manipulations de cours : a) Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ; b) Le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés* » ;

Considérant qu'aux termes de l'article 631-2 du même règlement : « *Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours, l'AMF prend en compte, pour apprécier les pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1 : 1° L'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ; 2° L'importance de la variation du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé, résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ; 3° La réalisation d'opérations n'entraînant aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ; 4° Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ; 5° La concentration des ordres émis ou des opérations effectuées sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée ; 6° L'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution ; 7° Les variations de cours*

résultant des ordres émis ou des opérations effectuées au moment précis ou à un moment proche de celui où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations » ;

Considérant que pour établir le manquement, les notifications de griefs relèvent :

- d'une part, une intensification des interventions des mises en cause à partir du 28 mai 2010 ;
- d'autre part, une concentration des ordres d'achat, notamment au *fixing* de clôture, entre le 28 mai et le 11 juin 2010 ;
- enfin, le fait « *qu'une hausse du cours du titre APRR profitait à Elliott* » dans la mesure où :
 - o « *au 28 mai 2010, la participation d'Elliott en titres APRR était évaluée à 703 millions d'euros, ce qui signifie qu'une hausse de cours de 1% permettait à Elliott de réaliser un profit de 7 millions d'euros en market-to-market. Inversement, une chute de 1% impliquait une perte de 7 millions d'euros ;*
 - o *Au 28 mai 2010, une part importante de la couverture avait été débouclée, ce qui signifie qu'en cas de chute du cours de la valeur APRR, la perte sur la position APRR ne pouvait pas être compensée par le gain sur le hedge ;*
 - o *C'est à partir du mois de mai 2013 que les négociations ont véritablement commencé et les interventions massives d'Elliott pourraient être motivées par la volonté (i) d'empêcher que la baisse du cours du titre APRR entamée depuis le 26 avril 2010 ne se poursuive pendant les négociations voire (ii) de provoquer le rebond du cours afin de peser sur les négociations » ;*

Considérant qu'il y a lieu de rechercher si les interventions d'Elliott Management et d'Elliott Advisors ont eu pour conséquence de (i) donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action APRR, (ii) de fixer le cours de l'action APRR à un niveau anormal ou artificiel ou (iii) de donner une image fictive de l'état du marché par l'utilisation de procédés à cet effet ;

II.1. Sur l'intensification des ordres des mises en cause à compter du 28 mai 2010

Considérant que le premier indice relevé par les notifications de griefs pour établir le manquement est relatif à l'intensification des interventions des mises en cause sur le marché du titre APRR à compter du 28 mai 2010 ; que selon le rapport d'enquête, le caractère agressif des ordres des mises en cause permettrait de leur imputer la variation de 7,7 % du cours d'APRR constatée par les notifications de griefs entre le 28 mai et le 11 juin 2010 ; que le rapport d'enquête indique sur ce point qu'une « *transaction résulte de la rencontre d'un ordre agressif d'une part et d'un ordre passif d'autre part, l'ordre agressif étant l'ordre se portant contrepartie d'un ordre en attente dans le carnet d'ordres (l'ordre passif) et à l'initiative duquel se noue la transaction* » ; qu'il attribue ensuite l'écart de cours qu'il constate à certaines dates « *à l'intervenant à l'origine de l'ordre agressif* » ;

Considérant que les mises en cause contestent le caractère agressif de leurs ordres en rejetant la définition retenue par les enquêteurs ;

Considérant que la qualification d'« *ordre agressif* », ne traduit aucune suspicion contrairement à ce que soutiennent Elliott Advisors et Elliott Management, mais simplement le fait qu'un ordre est entré à un prix au moins égal à la meilleure limite vendeuse lorsqu'il s'agit d'un ordre d'achat ou à la meilleure limite acheteuse pour un ordre vendeur ; que par opposition, un ordre passif est un ordre dont le prix ne correspond pas au moins à la meilleure limite de sens opposé, ce qui a pour effet de le placer en attente dans le carnet d'ordres ;

Considérant qu'il résulte des éléments du dossier que le Fonds Elliott n'a pas absorbé la totalité du volume échangé sur le marché du titre APRR au cours de la période visée par la notification de griefs et n'était donc pas le seul acteur de la hausse du cours du titre ; que si les ordres volumineux qui ont été passés pour son compte constituaient, à n'en pas douter, des signaux techniques pour le marché, montrant l'existence d'une volonté acheteuse, ils ne donnaient pas une indication fausse ou trompeuse sur la demande de l'action APRR, au sens de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, puisque ces ordres, loin d'être annulés ou passés à un niveau trop bas pour être exécutés, étaient tous immédiatement exécutés, au moins pour une grande majorité ; qu'ainsi, la demande du Fonds Elliott répondait à une offre préexistante dans le carnet d'ordres ; que dès lors, le caractère agressif des ordres des mises en cause est en contradiction avec l'idée même d'une indication fausse ou trompeuse sur la demande d'un titre financier ;

Considérant par ailleurs, l'article 631-2, 1° du règlement général de l'AMF prévoit, comme indice possible d'une manipulation de cours, « *l'importance de la part du volume quotidien des transactions représentées par les ordres émis (...)* » et précise également : « *en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument* » ;

Considérant que les notifications de griefs relèvent à ce titre qu'« *à partir du 28 mai 2010, les interventions d'Elliott se sont fortement intensifiées, représentant sur Euronext 64,17% des volumes échangés sur la période du 28 mai 2010 au 11 juin 2010. Par ailleurs l'effet du poids des interventions d'Elliott sur le cours du titre APRR a été très marqué, le titre progressant de 7,70% (...). Le poids des interventions d'Elliott a même sur Euronext dépassé 85% les 4 et 7 juin 2010* » ;

Considérant que la part du volume quotidien des transactions correspondant aux interventions du Fonds Elliott sur le titre APRR sur la période incriminée, soit du 28 mai au 11 juin 2010, doit être appréciée en tenant compte de l'impact tant sur les volumes échangés que sur le cours du titre, de la sortie de celui-ci de l'indice MSCI ; qu'en effet, entre le 26 avril 2010, date de l'annonce de la sortie du titre APRR de l'indice MSCI, et le 25 mai 2010, date du retrait effectif de la valeur de l'indice MSCI, la liquidité de l'action APRR a nettement augmenté passant de 12 686 titres échangés quotidiennement sur Euronext entre le 1^{er} janvier et le 23 avril 2010 à 68 502 titres échangés quotidiennement ; que durant cette période, le Fonds Elliott a en moyenne acquis 25 688 actions APRR quotidiennement, soit environ 37,5% du volume ; qu'« *au cours de la journée du 26 mai 2010, de très gros volumes se sont échangés sur la valeur APRR. Ainsi, le volume traité sur Euronext Paris le 26 mai 2010 a été de 1 415 462 titres, soit 58 fois le volume moyen échangé sur ce titre entre le 1^{er} janvier 2010 et le 25 mai 2010* » ; qu'à cette date, le Fonds Elliott a acquis 129 534 actions ce qui représentait 9,15% du nombre de titres échangés ; que le 27 mai 2010, date exclue par les notifications de griefs de la période au cours de laquelle Elliott Advisors et Elliott Management auraient manipulé le cours du titre APRR, 135 683 titres ont été échangés ; que le Fonds Elliott a, à cette date, acquis 42 622 actions APRR ; que sur la même période comprise entre le 26 avril et le 25 mai 2010, le cours du titre a chuté de 54,49 euros à 45,63 euros, soit une baisse de 15,36 % ; que le 26 mai 2010, le cours du titre APRR s'élevait à 47 euros soit une hausse de 3% par rapport au cours de clôture de la veille ; que le 27 mai 2010, le cours a continué d'augmenter clôturant à 47,38 euros soit une augmentation de 0,81% ; qu'ainsi, entre le 26 avril et le 26 mai 2010, le cours du titre APRR a subi une baisse de 13,75% ; que cette baisse anormale s'explique par la sortie de la valeur APRR de l'indice MSCI, signal d'une diminution future de la liquidité du titre, qui a provoqué, à n'en pas douter, une pression baissière sur le cours du titre ; que cette baisse n'était nullement artificielle ;

Considérant que le marché du titre APRR, bouleversé à compter du 26 avril 2010 demeurerait perturbé après le 28 mai 2010 ; qu'entre le 28 mai et le 11 juin 2010, le volume moyen quotidien échangé sur Euronext s'est élevé à 54 281 actions APRR ; que sur cette période, Elliott a en moyenne acquis quotidiennement 36 149 actions sur Euronext ce qui représentait 66,59% du volume quotidien moyen de titres APRR échangés sur Euronext ; que toutefois les données relatives au marché du titre APRR sur Euronext montrent qu'en réalité les mises en cause ont quotidiennement acquis moins de titres APRR entre le 28 mai et le 11 juin 2010 qu'entre le 11 et le 25 mai 2010, ou les 26 et 27 mai 2010 ; qu'ainsi, si l'opportunité offerte par la reconstitution de l'indice MSCI à compter du 26 avril 2010 a incontestablement permis à Elliott, eu égard à l'évolution des volumes échangés quotidiennement sur Euronext et à la baisse du cours des titres APRR, d'acquérir un nombre de titres APRR significatif, aucune intensification en valeur absolue des achats réalisés pour le compte d'Elliott n'est donc démontrée sur la période notifiée, quand bien même ceux-ci ont représenté une part plus importante du volume des échanges ; qu'en outre, la part importante des volumes absorbée par le Fonds Elliott n'a pas engendré de variations sensibles du cours sur la période litigieuse (*Infra II.3.*) ;

II.2. Sur la concentration des ordres au *fixing* de clôture

Considérant que le second indice relevé par les notifications de griefs est relatif à la concentration des ordres passés pour le compte d'Elliott au *fixing* de clôture ;

Considérant, en premier lieu, s'agissant de la concentration des ordres au *fixing* de clôture, qu'entre le 28 mai et le 11 juin 2010 le Fonds Elliott a acquis 429 646 actions APRR, dont 81 010 seulement au *fixing* de clôture, ce qui n'est pas contesté par le représentant du Collège ; que les interventions d'Elliott au *fixing* de clôture ne représentaient que 20,37% de la totalité de ses achats ; qu'en outre, les mises en cause affirment, sans être contredites par le représentant du Collège que, « *les achats quotidiens d'Elliott au *fixing* de clôture ont été moins*

importants de 42% en moyenne sur la période du 28 mai au 11 juin 2010, comparés à ceux qui ont eu lieu durant la période précédente du 10 au 27 mai 2010, avec 7 365 actions contre 12 671 » ;

Considérant, en deuxième lieu, que les notifications de griefs indiquent que « *la part des achats d'Elliott dans le volume échangé à l'issue du fixing de clôture est très significative, dépassant 50% au cours de 8 séances et 80% au cours de 5 séances sur 10* » ;

Considérant, cependant, que la proportion élevée d'achats effectués au *fixing* n'établit pas par elle-même qu'il y aurait eu manipulation de cours ; que l'intervention d'Elliott au *fixing* de clôture n'est pas contestée mais peut également être constatée bien avant la période visée par les notifications de griefs et notamment, comme l'indique le rapport d'enquête, au moins à compter du 26 avril 2010, ce qui correspond à la date de détention de l'information privilégiée par les mises en cause ; qu'en outre, si les interventions du Fonds au *fixing* de clôture ont représenté entre le 28 mai et le 11 juin 2010 entre 0% et 51,47% du volume quotidien de titres APRR échangés sur Euronext, celles-ci n'ont représenté en moyenne que 12,39% du volume quotidien de titres APRR échangé sur Euronext ; qu'ainsi, les achats des mises en cause au *fixing* de clôture n'ont représenté qu'une faible partie des titres APRR échangés sur le marché et n'étaient, de par leur volume, pas susceptibles de provoquer des décalages de cours ; que d'ailleurs, les variations de cours résultant des ordres émis par les mises en cause ni sensibles, ni significatives (*Infra II.3.*) ;

II.3. Sur la variation du cours du titre APRR

Considérant que les notifications de griefs relèvent qu'entre le 28 mai et le 11 juin 2010 :

- le cours du titre APRR a progressé de 7,70% ;
- l'évolution du cours entre la fin de la séance de cotation en continu et le *fixing* de clôture révèle une tendance haussière (la somme des pourcentages d'écart de prix sur les 10 séances s'élève à +5,4%) ;
- les ordres d'achat du Fonds Elliott placés au moment du *fixing* de clôture ont systématiquement eu un effet à la hausse sur le cours de référence de clôture, à hauteur de plus de 3% au cours de 4 séances sur 10 ;

Considérant que les notifications de griefs sont circonscrites, pour établir le grief de manipulation du cours du titre APRR, aux opérations réalisées par Elliott sur le marché Euronext ; que pourtant, force est de constater que les mises en cause sont également intervenues sur les plates-formes alternatives telles que Turquoise, BOAT et de gré-à-gré ; que si les acquisitions d'actions APRR réalisées sur les plates-formes alternatives sont minoritaires elles n'en demeurent pas moins régulières et montrent le souci d'Elliott Advisors et d'Elliott Management d'éviter de peser sur le cours du titre malgré les quantités importantes achetées ;

Considérant, en outre, que, même concentrées sur le marché Euronext, les interventions du Fonds Elliott sur le titre APRR n'ont pas engendré une variation anormale ou artificielle du cours ; qu'en réalité, les interventions des mises en cause n'ont pas engendré une variation sensible du cours du titre APRR lequel a subi, au cours des séances du 28 mai au 11 juin 2010, de façon discontinue, des hausses et des baisses qui sont peu significatives ; que les variations les plus importantes – +2,3% le 28 mai, +1,8% le 31 mai et +3,11% le 10 juin 2010 – sont intervenues lorsque le pourcentage du volume réalisé par les mises en cause était parmi les chiffres les plus faibles, soit respectivement 47,40%, 34,60% et 49,60% du volume quotidien sur Euronext ; qu'à l'inverse, c'est lorsque le volume réalisé exprimé en pourcentage était le plus élevé – 85,50% le 4 juin, 85,60% le 7 juin et 80% le 8 juin 2010 – que les variations à la hausse ont été les moins marquées – 0,8% le 4 juin et 0,4% le 7 juin 2010 – allant même jusqu'à évoluer négativement, puisque le cours de l'action APRR a diminué de 0,6% le 8 juin 2010 ;

Considérant, au surplus, que les écarts de prix en pourcentage entre le dernier cours coté en séance en continu et le *fixing* de clôture ne sont pas significatifs, dans la mesure où – à l'exception de la séance du 3 juin 2010 au cours de laquelle les interventions des mises en cause au *fixing* de clôture n'ont représenté que 9,6% du volume total échangé sur Euronext alors que l'écart de prix est de 1,2% – seules des variations évoluant entre 0,0% et 0,9% sont observées ; que ces variations ne permettent pas de caractériser une variation sensible du cours sur la période litigieuse ;

Considérant, enfin, que sur la période notifiée le cours du titre APRR a augmenté de 7,7% pour atteindre un cours de 51,03 euros ; que ce cours ne peut être qualifié d'anormal ou d'artificiel ;

Considérant, par ailleurs, que le rapport de l'expert indépendant désigné conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire réalisée par Eiffarie, agissant de concert avec Eiffage, indique que « *Sur les deux dernières années, le titre APRR est resté globalement corrélé à son marché de référence. Sur les douze derniers mois, le cours a atteint au plus haut 57,15 euros (le 15 avril 2010) et au plus bas 45,63 euros (le 25 mai 2010)* » et montre, au moins sur la période litigieuse, que le cours du titre APRR n'a été ni anormal ni artificiel ; que le cours moyen pondéré du titre APRR au cours de l'année précédant le 16 juin 2010 était de 50,09 euros et a évolué entre 45,63 et 57,15 euros ; que pour déclarer le prix de l'offre (54,16 euros) équitable, l'expert indépendant indique notamment que « *l'application des multiples Ebitda conduit à (...) un prix par action compris entre 45,4 euros et 51,6 euros* » ; que les cours constatés entre le 28 mai et le 11 juin 2010, outre le fait qu'ils n'ont pas sensiblement varié, ne sont donc ni anormaux, ni artificiels au regard tant de l'évolution du cours pendant l'année précédente, que de l'indice SBF 120 considéré comme la référence par l'expert indépendant, ni au regard de la valeur réelle de l'action et du prix finalement offert à tout actionnaire minoritaire dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire ;

Considérant qu'il résulte de l'ensemble de ce qui précède que les interventions des mises en cause au cours des séances de bourse du 28 mai au 11 juin 2010, qui ne traduisent ni une intensification des achats d'actions APRR ni une concentration de ceux-ci au fixing de clôture, n'ont pas donné d'indications fausses ou trompeuses sur la demande ou sur le cours de l'action APRR, n'ont pas davantage fixé le cours de l'action APRR à un niveau anormal ou artificiel, qu'elles n'ont pas non plus donné une image fictive de l'état du marché et n'avaient pas pour objet d'entraver le libre établissement du prix ni pour effet d'induire en erreur les investisseurs ; que le manquement tiré d'une manipulation du cours du titre APRR entre le 28 mai et le 11 juin 2010 reproché à Elliott Advisors et Elliott Management n'est donc pas caractérisé ;

SANCTION ET PUBLICATION

Considérant qu'aux termes de l'article L. 621-15, III., c) du code monétaire et financier, dans sa rédaction issue de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008, applicable à la période des faits : « *Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c et d du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 10 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public. Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* » ;

Considérant que les acquisitions d'actions APRR réalisées par Elliott Management entre le 28 mai et le 11 juin 2010 pour le compte des fonds The Liverpool Limited Partnership et Elliott International LP, qu'elle gère, ont permis la réalisation d'une plus-value globale d'un montant de 2 759 992 euros au bénéfice de ceux-ci ; que si cette plus-value ne peut être prise en considération pour déterminer la sanction encourue en appliquant un multiple au montant de celle-ci dont elle n'est pas le bénéficiaire économique, elle constitue néanmoins un élément d'appréciation de la gravité du manquement commis tant par Elliott Management que par Elliott Advisors ; qu'il y a également lieu de tenir compte à cet égard de l'économie réalisée à raison de la diminution à compter du 7 juin 2010 de la couverture du risque lié à la détention des titres APRR et des avantages tirés de la satisfaction des clients pour le compte desquels le manquement a été commis ;

Considérant que les manquements d'initiés réalisés par Elliott Advisors et Elliott Management, professionnels de la finance, constituent une atteinte grave à l'intégrité du marché ; qu'il sera fait une juste appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant une sanction de 8 000 000 euros tant à l'encontre d'Elliott Management que d'Elliott Advisors ;

Considérant que la publication de la présente décision, qui participe de l'information du marché et ne risque pas de causer un préjudice disproportionné aux sociétés mises en cause, sera ordonnée ;

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré, sous la présidence de M. Michel Pinault par MM. Christophe Soulard et Miriasi Thouch, membres de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance ;

DECIDE DE :

- prononcer à l'encontre de la société Elliott Advisors (UK) Ltd une sanction pécuniaire de huit millions d'euros (8 000 000 euros) ;
- prononcer à l'encontre de la société Elliott Management Corporation une sanction pécuniaire de huit millions d'euros (8 000 000 euros) ;
- publier la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers.

A Paris, le 25 avril 2014

La Secrétaire de séance,

Le Président,

Anne Vauthier

Michel Pinault

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