



Direction des Enquêtes
Et de la Surveillance des Marchés

Rapport d'enquête sur le marché du titre et l'information financière délivrée par EADS à compter du 1^{er} mai 2006

INTRODUCTION

Le périmètre de l'enquête

Le 4 avril 2006, après la clôture du marché, les groupes Lagardère et DaimlerChrysler ont annoncé leur décision de céder, chacun et de concert, 7,5% du capital d'EADS, ramenant ainsi leur participation respective à environ 7,5% et 22,5%. Si les modalités du désengagement des deux principaux actionnaires privés d'EADS furent différentes, DaimlerChrysler optant pour une vente à terme de ses titres à JP Morgan, et Lagardère pour une émission d'obligations remboursables en actions EADS à parité ajustable (ORAPA) intégralement souscrites par le groupe Ixis, le cours de référence retenu fut identique, à savoir 32,80 € par action EADS. Entre le 4 et le 5 avril 2006, le cours du titre EADS a chuté de 4,4%.¹

Durant la période ayant précédé l'annonce de l'opération, plus précisément courant mars 2006, le service de la Surveillance des marchés a identifié de nombreuses cessions d'actions EADS, consécutives à la levée de stock-options par certains des principaux dirigeants d'EADS. Il a parallèlement constaté, entre le 15 et le 24 mars 2006, c'est-à-dire, là encore, quelques jours avant les opérations de désengagement précitées, une hausse de plus de 11% du cours de l'action EADS², semblant pouvoir être pour partie attribuée à des interventions significatives de Lehman Brothers International à l'achat.

En conséquence, le Secrétaire général de l'AMF a décidé, le 22 mai 2006, d'ouvrir une enquête sur le marché du titre EADS à compter du 31 janvier 2006. La décision d'ouverture d'enquête n°2006.33 avait alors pour principal objectif de déterminer, d'une part, si les cessions de titres déclarées par certains des principaux dirigeants d'EADS au mois de mars 2006 avaient été -ou non- réalisées en connaissance d'une information privilégiée liée, en particulier, à l'opération de désengagement partiel du capital d'EADS des deux actionnaires de contrôle privés du groupe, d'autre part, si la hausse significative du cours du

¹ Alors que le cours d'EADS s'établissait, le 4 avril 2006 en clôture, à 34,25 €, il était de 32,73 € le lendemain, en clôture. Dans le même temps, l'indice CAC 40 a'est apprécié de 0,3%.

² Le 14 mars 2006 en clôture, l'action EADS cotait 31,60 €. À la clôture de la séance du 24 mars suivant, son cours s'établissait à 35,15 €. Dans le même temps, l'indice CAC 40 s'élevait à 4622.

titre intervenue quelques jours avant ladite annonce résultait -ou non- d'interventions sur le marché susceptibles d'être qualifiées de manipulation de cours.

Le 13 juin 2006 après la clôture, la société Airbus, alors détenue à 80% par EADS et à 20% par BAe Systems, a annoncé un décalage de six à sept mois du calendrier de livraisons de l'A380, dû à des difficultés industrielles de gestion de la montée en cadence de la production. EADS a publié le même jour un avertissement sur résultats, indiquant que ce décalage entraînerait, notamment, une diminution de son EBIT prévisionnel de 500 millions d'euros par an sur la période 2007-2010. Le 14 juin 2006, le cours de l'action EADS a enregistré une baisse de plus de 26%².

Les annonces précitées ont, dès lors, fait naître de nouvelles interrogations, tenant à la chronologie de la détection par le groupe des difficultés industrielles en étant à l'origine, et à sa possible concomitance avec les transactions réalisées antérieurement, non seulement par certains dirigeants d'EADS, mais aussi par les groupes DaimlerChrysler et Lagardère. L'analyse de la régularité des transactions réalisées sur le marché du titre EADS à compter du 1^{er} janvier 2006 comprenait, dès lors, une nouvelle problématique, tenant à l'éventuelle connaissance, par les dirigeants d'EADS et/ou par ses actionnaires de contrôle, d'une information privilégiée relative à la situation industrielle du programme A380, antérieurement à leurs opérations respectives.

Corrélativement, le Secrétaire général de l'AMF a décidé, le 15 juin 2006, d'étendre l'enquête n°2006.33 à l'examen de l'information financière délivrée par EADS depuis le début de l'exercice 2006, afin que soit analysée sa conformité aux dispositions légales et réglementaires en vigueur, l'ampleur de l'avertissement sur résultats publié par EADS le 13 juin 2006 rendant en effet nécessaire le contrôle de la régularité de sa communication antérieure.

Les premières investigations entreprises, destinées à recenser de manière exhaustive les levées de stock-options intervenues au sein du groupe EADS, ont permis d'établir que, dès le mois de novembre 2005, de nombreux dirigeants et collaborateurs du groupe EADS avaient massivement exercé leurs stock-options et cédé les actions ainsi acquises sur le marché. Parallèlement, les enquêteurs ont constaté que le calendrier de livraisons de l'A380 avait déjà été révisé de manière significative une première fois le 20 mai 2005.

En conséquence, le Secrétaire général de l'AMF a décidé, le 22 décembre 2006, d'étendre l'enquête n°2006.33, cette fois au marché du titre et à l'information financière délivrée par EADS à compter du 1^{er} mai 2005.

L'enquête diligentée par le Secrétaire général de l'AMF poursuivait donc un triple objectif : déterminer les causes de la hausse significative du cours de l'action EADS constatée à la mi-mars 2006, analyser les conditions dans lesquelles des actionnaires de contrôle, des dirigeants, et des salariés du groupe EADS,

² Le 13 juin 2006 en clôture, le cours d'EADS s'établissait à 29,42 € ; à la clôture de la séance du 14 juin 2006, le cours n'était plus que de 19,75 €. Dans le même temps, l'action BAe Systems avait baissé de 0,23%.

avaient cédé, directement ou indirectement, des actions EADS entre le 1^{er} mai 2005 et le 13 juin 2006⁴, enfin examiner la qualité de l'information financière délivrée par EADS entre ces deux dates.

Au regard de ces objectifs, les premiers actes d'enquête réalisés ont conduit les enquêteurs à préciser leur périmètre d'investigation.

S'agissant des cessions de titres réalisées par des dirigeants et des salariés du groupe EADS, une première analyse statistique a permis d'établir qu'entre le 1^{er} mai 2005 et le 4 avril 2006 plus de 11 millions de titres EADS, issus de levées d'options de souscription d'actions, avaient été immédiatement cédés sur le marché par plus de 1 100 dirigeants et salariés du groupe. Dans la mesure où il n'était pas envisageable d'examiner les informations détenues par chacun des donneurs d'ordres concernés, l'enquête s'est concentrée sur l'analyse d'un nombre limité de transactions, celles réalisées par les principaux dirigeants du groupe, à savoir les membres des comités exécutifs d'EADS et d'Airbus. Cette analyse s'est, par ailleurs, limitée à l'examen de la régularité des cessions de titres issus de l'exercice d'options de souscription d'actions⁵.

Pour ce qui concerne l'information financière délivrée par EADS, et quand bien même un certain nombre de traitements comptables auraient pu donner lieu à un examen approfondi⁶, les enquêteurs ont limité leurs investigations à l'analyse de la communication financière du groupe.

C'est dans ces conditions que les investigations entreprises⁷ ont visé, au-delà de l'analyse circonstanciée de l'évolution du cours du titre dans la période ayant immédiatement précédé l'annonce par les groupes Lagardère et DaimlerChrysler de leur désengagement partiel du capital d'EADS, à mettre en évidence les faits permettant d'apporter une réponse aux deux interrogations suivantes, intimement liées : les actionnaires de contrôle et les principaux dirigeants du groupe EADS disposaient-ils, lorsqu'ils ont cédé leurs titres, d'informations que le marché n'avait pas et qui auraient dû les conduire à s'en abstenir ? Le cas échéant, le marché aurait-il dû, ou non, avoir ces informations ?

⁴ Le Service des enquêtes a en effet délibérément choisi de limiter ses investigations à la période antérieure à la publication par EADS de l'avertissement sur résultats du 13 juin 2006.

⁵ Les enquêteurs n'ont en effet pas recherché si, au-delà de ces cessions, les personnes concernées avaient acquis ou cédé d'autres titres EADS sur le marché. La question a néanmoins naturellement été posée aux intéressés lors de leurs auditions respectives, qui ont tous indiqué ne pas avoir réalisé de transactions significatives sur le titre EADS au-delà de la levée-vente de leurs stock-options.

⁶ Par exemple la comptabilisation des coûts dits de « Productionising » correspondant aux coûts d'inefficacité constatés sur le programme A350, des engagements de retraite du groupe relatifs aux salariés d'Airbus et de MBDA, le traitement des couvertures de change, des contrats de financement d'avions conclus par Airbus, ou encore la constitution de certaines provisions et leur reprise.

⁷ En particulier des saisies de documents dans les locaux d'EADS et de Lagardère, de nombreuses demandes de documents complémentaires à ces deux groupes ainsi, notamment, qu'à DaimlerChrysler, Airbus, BAe Systems ou encore l'Agence des participations de l'État, une vingtaine de demandes d'information effectuées au titre de la coopération internationale entre régulateurs, notamment auprès de la BaFin et de la FSA, près de cinquante

Les conclusions de l'enquête



Le 24 mars 2006, le cours de l'action EADS a atteint, à 35,13 €, un plus haut historique depuis l'introduction en bourse du groupe. L'action ayant été émise le 10 juillet 2000 au prix de 18 €, la progression de son cours s'établissait donc à plus de 95% au soir du 24 mars 2006, alors que l'indice CAC 40 avait perdu sur la même période près de 20%.

Comme l'illustre le graphique qui précède, cette performance exceptionnelle résulte, pour une bonne part, de la hausse conséquente du cours du titre intervenue au cours de l'exercice 2005, en particulier au second semestre⁸, qui traduisait l'optimisme des investisseurs et la progression de leurs attentes quant aux résultats futurs du groupe et de sa principale division, Airbus, dont le résultat opérationnel représentait, en 2005, 80% de celui d'EADS.

Dans une note établie le 20 janvier 2006 à l'attention du Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, le directeur général de l'Agence des participations de l'État expliquait à cet égard : « Le cours de l'action a bénéficié en 2005 d'une conjonction exceptionnelle de nouvelles favorables. (...) Les nouvelles positives concernent en premier lieu les succès enregistrés par Airbus au cours de l'année : premiers essais réussis de l'A380, succès du salon du Bourget avec l'enregistrement de 280 commandes et intentions d'achat pour une valeur de 33,5 milliards de dollars, niveau record de commandes sur l'année 2005, avec 1 055 commandes d'appareils, réaction rapide à l'offensive de Boeing sur le B787, avec le lancement commercial de l'A350. (...) Sur le plan économique et financier, la remontée du dollar (monnaie de facturation), le relèvement des objectifs de résultats (en juillet puis en septembre 2005), ainsi

⁸ Alors qu'il s'établissait à 23,75 € à l'ouverture de la séance du 1^{er} juin 2005, il a terminé l'année à 31,90 €, enregistrant ainsi une augmentation de 34,3% sur la période, alors que, dans le même temps, l'indice CAC 40 ne progressait que de 14,6%.

que l'annonce d'un nouveau plan d'économies de 1,5 milliard d'euros entre 2006 et 2010, ont largement participé à la hausse du cours de l'action ».

Comme cela a été précédemment évoqué, le niveau atteint par le cours d'EADS le 24 mars 2006 consacrait aussi, après une période de consolidation au début de l'exercice 2006, sa progression rapide de plus de 11% en quelques séances, à compter du 15 mars.

A compter de l'annonce par les groupes Lagardère et DaimlerChrysler, le 4 avril 2006 au soir, de leur désengagement partiel du capital d'EADS, d'ailleurs suivie de près par l'annonce par BAe Systems, le 7 avril 2006, de sa volonté de céder sa participation dans Airbus, la tendance d'évolution du cours du titre s'est brutalement inversée.

Après une baisse mécanique au début du mois d'avril 2006, due aux opérations de couverture et d'arbitrage réalisées concomitamment au placement accéléré organisé par JP Morgan et Morgan Stanley⁹, un afflux de nouvelles négatives relatives à la situation industrielle et commerciale d'Airbus et en particulier de deux de ses programmes, l'A350 et l'A380, a coïncidé, au mois de mai suivant, avec une nouvelle phase de baisse : sur cette période en effet, des rumeurs d'abandon par Airbus du programme A350 lancé industriellement au mois d'octobre 2005 au profit d'un nouveau programme aux coûts de développement deux fois plus élevés circulaient, et EADS a annoncé, le 16 mai 2006, qu'Airbus était en train de revoir le calendrier de livraisons de l'A380.

Enfin, le 13 juin 2006, l'annonce par Airbus des résultats de cette révision, c'est-à-dire du décalage de six à sept mois des livraisons de l'A380 aux compagnies aériennes clientes, et par EADS de ses conséquences financières, consistant notamment en une diminution de l'EBIT du groupe de l'ordre de deux milliards d'euros sur la période 2007-2010, ont entraîné une ultime et considérable dégradation de la capitalisation boursière du groupe, qui a mis un terme –au moins provisoire– à la période de baisse entamée le 4 avril précédent.

Dans ce contexte, l'enquête a mis en évidence le fait que, dès le mois de juin 2005, alors même que l'annonce par Airbus au cours du Salon du Bourget d'un nombre de commandes exceptionnel marquait le début d'une phase de hausse significative du titre EADS¹⁰, les principaux dirigeants et les actionnaires de contrôle du groupe ont pris conscience, à l'inverse, de la probable dégradation à moyen et long termes de la rentabilité prévisionnelle d'Airbus et du groupe.

Cette vision interne des perspectives financières à moyen et long termes d'EADS, corroborée par les conclusions du budget-plan à trois ans du groupe, élaboré, comme chaque année, au cours du second semestre, contrastait alors singulièrement avec l'enthousiasme des investisseurs précédemment décrit.

⁹ A l'occasion des opérations des groupes Lagardère et DaimlerChrysler : pour l'essentiel, JP Morgan a acquis à terme les titres cédés par DaimlerChrysler et s'est couvert en organisant, conjointement avec Morgan Stanley, un placement privé par une procédure de construction accélérée d'un livre d'ordres (« accelerated book building »).

¹⁰ Un tel niveau de commandes, inattendu, permettait aux investisseurs d'envisager un nombre de livraisons d'appareils par Airbus dans les années futures plus important que précédemment, et conséquemment une hausse de ses résultats prévisionnels.

Cette divergence de vues a perduré au premier trimestre 2006 : sur cette période, de nouveaux risques, importants, ont été identifiés par Airbus sur deux programmes majeurs, l'A350 et l'A380, tandis que l'optimisme du marché, loin de se démentir, conduisait notamment certains investisseurs à acquérir massivement des titres dans la deuxième quinzaine de mars, provoquant ainsi une nouvelle hausse significative du cours du titre dont l'enquête a permis d'établir qu'elle ne résultait pas d'une volonté de le manipuler (I).

Les investigations entreprises établissent que, dans ces conditions et au moins à compter du mois de novembre 2005, les principaux dirigeants et les actionnaires de contrôle du groupe ont tiré profit, volontairement ou non, d'une asymétrie des anticipations de l'émetteur et du marché, dont il pourrait être considéré qu'elle aurait dû les conduire, aux termes de la réglementation en vigueur, à s'abstenir de céder, directement ou indirectement, des titres EADS (II).

Elles permettent aussi de considérer qu'en s'abstenant, à certains égards, de tempérer l'optimisme des investisseurs, EADS pourrait avoir manqué à ses obligations en matière d'information du public (III).

I. L'absence de manipulation de cours

Comme cela a été précédemment indiqué, la décision d'enquête prise le 22 mai 2006 par le Secrétaire général de l'AMF résultait, notamment, de la détection d'une hausse significative de plus de 11% du cours du titre EADS entre le 15 et le 24 mars 2006, soit quelques jours avant l'annonce par les groupes Lagardère et DaimlerChrysler de leur désengagement partiel du capital de l'émetteur. Cette progression du cours, corrélée à l'augmentation spectaculaire de la part de marché de Lehman Brothers International à l'achat¹¹, pouvait laisser suspecter une éventuelle manipulation du cours du titre.

En réalité, l'essentiel de la hausse du cours de l'action EADS sur la période est intervenu entre les 15 et 17 mars, celui-ci s'étant apprécié de plus de 8% durant ces trois séances de bourse, dans des volumes importants -plus de 5 millions de titres échangés par séance¹².

L'enquête a permis d'établir que cette progression était, pour l'essentiel, due aux ordres d'achat massifs de la société de gestion américaine AllianceBernstein LP, une des trois principales sociétés de gestion d'actifs au monde détenue à 80,1% par Axa¹³, et qui était déjà, fin février 2006, le principal détenteur du flottant d'EADS¹⁴. Au mois de mars 2006, AllianceBernstein LP a ainsi acquis, pour le compte de plusieurs dizaines de ses fonds, une quantité totale de 11 481 525 actions EADS, portant sa participation à environ 4,7% du capital d'EADS.

¹¹ Entre le 15 et le 24 mars 2006, Lehman Brothers International a négocié 26,67% des acquisitions de titres EADS, contre 10,54% en moyenne entre le 1^{er} janvier et le 14 mars précédent.

¹² Contre une moyenne de 2 millions de titres environ depuis le 1^{er} janvier précédent.

¹³ Et détenue à 32,2% par AllianceBernstein Holding LP, société cotée sur le NYSE. A fin septembre 2006, le montant des actifs gérés par AB s'élevait à 659 milliards de dollars, essentiellement pour le compte d'une clientèle d'investisseurs institutionnels.

¹⁴ AllianceBernstein LP détenait alors environ 10% du flottant, soit ses propres participations et celles de ses investisseurs institutionnels.

Toutefois, l'examen des ordres transmis au marché par Lehman Brothers International, principal négociateur utilisé par AllianceBernstein LP sur la période, n'a pas permis de mettre en évidence le recours à des procédés ayant donné une image fictive de l'état du marché ou, de manière générale, à des manœuvres destinées à entretenir une hausse du cours du titre EADS. Il est ainsi apparu que la progression du cours liée aux acquisitions d'AllianceBernstein LP résultait uniquement et mécaniquement de l'importance du volume de titres acquis par ladite société de gestion.

Les investigations entreprises pour déterminer les motivations de ces interventions ont, par ailleurs, confirmé leur légitimité, puisqu'elles résultaient d'une décision du comité d'investissement de la société de gestion d'augmenter la pondération du titre EADS dans l'ensemble de ses fonds européens, à la suite de recommandations en ce sens de l'équipe d'analystes d'AllianceBernstein LP chargée du suivi du secteur aéronautique et défense.

Il est intéressant d'observer que ces recommandations avaient elles-mêmes été formulées à la suite de deux contacts entre les analystes d'AllianceBernstein LP et le groupe. Le 8 février 2006, une visite de l'un de ces analystes avait été organisée chez Airbus, en vue de laquelle la direction financière d'Airbus avait souligné, dans une note diffusée auprès des dirigeants du constructeur qui devaient participer à cette visite, la nécessité de convaincre ledit analyste de ne pas prendre la décision de recommander la vente des titres détenus par sa société¹⁸. Cet objectif a, semble-t-il, été rempli, voire dépassé, puisque, le 15 février 2006, le département d'analyse d'AllianceBernstein LP a relevé sa recommandation et son objectif de cours sur EADS, lui affectant la meilleure notation interne. Par la suite, le 10 mars 2006, les analystes d'AllianceBernstein LP ont rencontré Noël Forgeard, co-directeur général d'EADS, dans le cadre du road-show consécutif à la publication des comptes 2005, ce qui a, là encore, donné lieu à la rédaction, par lesdits analystes, d'un compte-rendu extrêmement positif.

Ces constatations confirment donc l'intérêt manifeste que trouvait AllianceBernstein LP, au mois de mars 2006, à l'acquisition de titres EADS, intérêt d'ailleurs toujours vivace le mois suivant, puisqu'au-delà des titres acquis sur le marché, la société de gestion a participé au placement privé accéléré organisé par JP Morgan et Morgan Stanley à l'occasion de l'opération de désengagement partiel des groupes Lagardère et DaimlerChrysler du capital d'EADS, et s'est ainsi vu allouer dans ce cadre, le 8 avril 2006, 2 680 000 actions EADS.¹⁹

¹⁸ Cette note du 7 février 2006, qui préparait la visite de Gerry-Marls, analyste buy-side d'Alliance Bernstein indiquait: « Gerry Mans, the buy-side analyst from Bernstein, is visiting Airbus on February 8th 2006. Gerry is the buy-side analyst covering EADS from the US offices in New-York. He seems to be the one recommending to the Bernstein investment committee to increase or decrease the EADS stake. It is highly important to convince him not to take the decision to sell. (...) Bernstein is the first EADS shareholder, with around 27m shares (...). Shares seem to have been acquired in 2005-2006. This stake represents 3,2% of the existing EADS shares and close to 10% of the free float. With an average of 1,7m EADS shares traded a day, the Bernstein stake represents a volume of 16 trading days. It means that the day Bernstein decides to sell its stake, it could have a significant impact on the EADS share price (...) Bernstein is not publishing sell-side reports as the traditional equity brokers. Nevertheless, Bernstein is looking for potential bad news, not yet incorporated by the market to take a possible decision to sell some shares. Consequently, the disclosure needs to be cautious. »

¹⁹ AllianceBernstein LP a fait partie des cinq plus importants souscripteurs. Elle ne se situe au deuxième rang avant l'entrée en jeu de la Banque Paribas.

En définitive, l'analyse des transactions effectuées en mars 2006 par AllianceBernstein LP sur le titre EADS et les explications fournies par la société de gestion sur les motivations de ses acquisitions massives ont permis de lever l'une des interrogations ayant motivé l'ouverture de l'enquête.

Plutôt qu'une manipulation de cours mise en œuvre au bénéfice de l'un ou l'autre des actionnaires de contrôle ayant annoncé son désengagement partiel du capital d'EADS le 4 avril 2006, les investigations ont mis en lumière l'optimisme des analystes internes d'une très grande société de gestion, qui aura finalement coûté très cher aux gérants des fonds ayant suivi leur recommandation¹⁷.

Il convient, enfin, de noter que si la progression du cours de l'action EADS observée entre le 15 et le 24 mars 2006 est due pour l'essentiel aux interventions d'AllianceBernstein LP, celle-ci a pu être entretenue, par la suite, par la publication, le 21 mars 2006, d'une analyse de Morgan Stanley dans laquelle cet établissement modifiait sa recommandation de « sous-pondérer » à « surpondérer », tout en faisant passer son objectif de cours de 29 € à 40 €¹⁸.

II. Le manquement par certains dirigeants et par les actionnaires de contrôle privés d'EADS à leur obligation d'abstention

Les investigations entreprises ont permis de mettre en évidence la concomitance et le caractère massif des cessions de titres réalisées par certains membres des comités exécutifs d'Airbus et d'EADS et par les actionnaires de contrôle du groupe (A), ainsi que d'identifier plusieurs informations privilégiées connues, en totalité ou en partie, par les intéressés, à la date à laquelle ils ont effectué leurs transactions (B).

A. Les cessions de titres constatées

Au-delà des opérations conclues par les groupes Lagardère et DaimlerChrysler au mois d'avril 2006 et conduisant à la cession à terme, pour chacun d'entre eux, de plus de 61 millions d'actions EADS pour un montant proche de 2 milliards d'euros (1), il apparaît qu'entre le 1^{er} mai 2005 et le 13 juin 2006, la plupart des membres des comités exécutifs d'Airbus et d'EADS ont procédé à la levée-vente de stock-options qui leur avaient été attribuées, correspondant, pour plus de la moitié d'entre eux, à la levée-vente de l'intégralité de leurs stock-options alors exerçables (2).

¹⁷ Au mois de juin 2006, AllianceBernstein a en effet revu son exposition au titre EADS et cédé plus de 15 millions d'actions, réalisant ainsi une perte pouvant être estimée à 140 millions d'euros environ au regard des conditions d'acquisition au mois de mars 2006.

¹⁸ Les enquêteurs considèrent que la publication de cette analyse, à cette date, est particulièrement surprenante, dans la mesure où, d'une part, Morgan Stanley avait, le 9 mars 2006, c'est-à-dire après la publication par EADS de ses résultats 2005, explicitement confirmé sa recommandation antérieure, « sous-pondérer », et d'autre part et surtout, où Morgan Stanley participait quelques jours plus tard au placement accéléré organisé dans le cadre des opérations de désengagement partiel de Lagardère et DaimlerChrysler du capital d'EADS. Ces faits ont été portés à la connaissance de la FSA, autorité de contrôle territorialement compétente pour apprécier le respect par Morgan Stanley de ses obligations déontologiques, et notamment celui des membres de son conseil d'administration.

1. Le désengagement partiel des groupes Lagardère et DaimlerChrysler du capital d'EADS¹⁹

Au cours de l'enquête, les représentants de DaimlerChrysler et de Lagardère ont déclaré que c'est à la fin du printemps ou au début de l'été 2005 que l'opportunité d'une diminution prochaine de moitié de la participation de ces deux groupes au capital d'EADS²⁰, ainsi que de celle de l'Etat français, a été évoquée entre Arnaud Lagardère et Manfred Bischoff, les deux co-présidents du conseil d'administration d'EADS.

Les discussions se sont par la suite précisées, à la rentrée 2005, et c'est, finalement, le 28 novembre 2005 qu'Arnaud Lagardère et Manfred Bischoff ont fait part au Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie de l'intention des groupes Lagardère et DaimlerChrysler de céder respectivement et si possible dès janvier 2006, 7,5% et 15% du capital d'EADS.

Si l'Etat n'était, aux termes des pactes d'actionnaires en vigueur, ni en mesure de s'opposer à une telle cession, ni susceptible de racheter les actions de l'une ou l'autre partie²¹, il lui appartenait, en revanche, de prendre position quant à une éventuelle cession conjointe de la moitié de sa propre participation²², qui aurait permis de conserver à terme une parité franco-allemande dans l'actionariat d'EADS.

Contrairement au calendrier initial souhaité par les deux actionnaires de contrôle privés, ce n'est qu'à la mi-mars 2006, après une longue concertation menée non seulement avec le gouvernement français et la présidence de la République, mais aussi avec le gouvernement allemand, que le périmètre de l'opération de désengagement a été définitivement arrêté : l'Etat français conserverait intacte sa participation et, afin de maintenir la parité franco-allemande dans l'actionariat de contrôle d'EADS, DaimlerChrysler ne céderait que 7,5% du capital d'EADS, c'est-à-dire la même quantité de titres que Lagardère.

Finalement, c'est le 4 avril 2006, après la clôture du marché, que les groupes Lagardère et DaimlerChrysler ont annoncé leur décision de céder chacun, à terme et pour un montant d'environ 2 milliards d'euros, un peu plus de 61 millions d'actions EADS.

DaimlerChrysler a ainsi vendu à terme ses titres EADS à JP Morgan, les livraisons s'échelonnant entre janvier et avril 2007. Cet établissement a couvert sa position en organisant conjointement avec Morgan Stanley, entre le 5 et le 6 avril 2006, un placement privé accéléré (« *accelerated book building* ») des actions concernées permettant de retenir un cours de référence pour la cession à terme réalisée par DaimlerChrysler, à savoir 32,80 €.

¹⁹ Cf. note annexée relative au désengagement partiel des groupes Lagardère et DaimlerChrysler du capital d'EADS.

²⁰ DaimlerChrysler détenait alors environ 30% du capital d'EADS, Lagardère et l'Etat français détenant chacun environ 15% logés dans une structure commune, la société Sogeaed.

²¹ Dans la mesure où sa participation était déjà équivalente au plafond autorisé par le pacte d'actionnaires en vigueur, c'est-à-dire 15% du capital d'EADS.

²² Cession d'ailleurs recommandée à l'époque « dans la perspective d'un retournement de cycle anticipé à partir de 2008/2009 », dans une note adressée le 20 janvier 2006 par l'Agence des participations de l'Etat au Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie. La note indiquait à cet égard, après avoir évoqué l'incertitude pesant sur l'évolution du résultat d'exploitation d'Airbus à partir de 2008 : « D'un point de vue patrimonial, il paraît dans ces conditions opportun d'envisager - comme semblent le faire les autres actionnaires de référence - une réduction de la participation de l'Etat au capital d'EADS ».

Le groupe Lagardère a, quant à lui, émis des obligations intégralement souscrites par le groupe Ixis, prévoyant trois tranches de remboursement en actions EADS, en juin 2007, 2008 et 2009. Ces obligations, dont le coupon fixe s'élève à 7,705%, ont une parité ajustable assise sur le même cours de référence que celui de l'opération réalisée par DaimlerChrysler ; protégé contre une baisse du cours de l'action EADS en deçà de 32,60 €, le groupe Lagardère peut, en revanche, bénéficier d'une hausse jusqu'à 115% du cours de référence, via une diminution à due concurrence du nombre de titres à livrer en remboursement des obligations.

Dans un cas comme dans l'autre, l'enquête a permis d'établir que l'engagement d'opérations à terme a été motivé par la volonté de bénéficier d'une fiscalité plus favorable à compter de 2007.

Dans ces conditions et alors qu'aucun des deux groupes n'avait à faire face à un besoin de trésorerie pressant en 2006, la décision de DaimlerChrysler et de Lagardère de procéder à des opérations à terme assises sur le prix de marché d'EADS de 2006, plutôt que d'attendre 2007 pour réaliser une cession au comptant, pourrait témoigner d'une anticipation par les deux actionnaires de contrôle privés d'EADS d'une baisse future du cours du titre, interprétation que ni l'analyse détaillée de la chronologie et des modalités des opérations, ni les explications recueillies auprès des deux groupes, n'ont permis d'écarter.

2. Les levées-ventes de stock-options²³

Entre le 19 juillet 2005²⁴ et le 13 juin 2006, sur les 21 membres des comités exécutifs d'EADS et d'Airbus, 17 ont cédé un montant total de 1 708 600 actions issues de l'exercice de leurs stock-options, réalisant une plus-value brute de près de 20 millions d'euros²⁵. Parmi eux, 11 des dirigeants du groupe ont exercé l'intégralité de leur options exerçables au 13 juin 2006, c'est-à-dire celles issues des plans d'attribution des exercices 2000 à 2003. Pourtant, pour les dirigeants imposables en France, les options issues des plans de 2002 et 2003 étaient « fiscalement indisponibles » puisqu'elles avaient été attribuées moins de quatre ans auparavant, si bien que la plus-value résultant de leur levée-vente fut imposée en tant que salaire.

Il convient, par ailleurs, d'observer, d'une part, que près de 95% des titres cédés l'ont été soit entre le 9 et le 29 novembre 2005, soit entre le 8 et le 24 mars 2006, et, d'autre part, qu'aucune transaction n'est intervenue après le 24 mars 2006.

L'extrême concentration de levées-ventes de stock-options sur les deux périodes de trois semaines précitées n'est pas en tant que telle surprenante, dès lors que ces deux périodes correspondaient aux seules fenêtres d'exercice d'options autorisées par le règlement intérieur d'EADS entre le 9 novembre 2005 et le 24 mars 2006. Ce qui l'est plus en revanche, c'est qu'aucune transaction ne soit intervenue lors de la fenêtre suivante, ouverte du 18 mai au 5 juin 2006, et que la fenêtre d'exercice précédente, ouverte du 27 juillet au 16 août 2005, n'ait été que très marginalement utilisée par les

²³ Cf. note relative aux conditions d'attribution et d'exercice des stock-options au sein du groupe.

²⁴ Date de l'approbation par le comité des actionnaires d'Airbus de la nouvelle composition de son comité exécutif consécutive au remplacement de Noël Forgeard par Gustav Humbert en tant que CEO d'Airbus, Noël Forgeard étant devenu ex-CEO d'EADS.

²⁵ C'est-à-dire la différence entre le cours de cession des titres et le prix d'attribution des options.

membres des comités exécutifs d'Airbus et d'EADS, la plupart des dirigeants concernés n'ayant d'ailleurs jamais exercé d'options avant la fenêtre de novembre 2005.

Plusieurs des dirigeants ont prétendu, à cet égard, lors de leurs auditions, qu'ils avaient exercé leurs options au cours des fenêtres de novembre 2005 et de mars 2006, car ce n'est qu'à cette période que ces options seraient devenues intéressantes à exercer, puisqu'elles auraient été constamment auparavant hors la monnaie²⁶.

Cette assertion est cependant démentie par les faits puisque, si les options attribuées en 2003 ne pouvaient, en toute hypothèse, être exercées avant le mois de novembre 2005 et si celles attribuées en 2001 ne sont entrées « dans la monnaie »²⁷ que peu de temps avant la fenêtre de l'été 2005, les options attribuées respectivement en 2000 et 2002 étaient, quant à elles, constamment dans la monnaie, au moins depuis le dernier trimestre 2004.

S'il est vrai que le cours du titre EADS a bel et bien connu à partir de l'été 2005 une progression notable qui rendait sans conteste, à compter du mois de novembre, la levée-vente d'options plus attractive qu'auparavant, le caractère massif des cessions observées pourrait aussi, *a contrario*, témoigner d'une absence de confiance dans la poursuite de la progression du cours.

Qu'il s'agisse des dirigeants du groupe ou de ses actionnaires de contrôle, les enquêteurs ne se sont toutefois intéressés que de façon marginale à la motivation de leurs transactions²⁸, dès lors que la caractérisation d'un manquement à l'obligation d'abstention prévue par le règlement général de l'AMF est exclusive de celle d'une éventuelle intention frauduleuse. La seule détention de l'une des informations privilégiées identifiées au cours de l'enquête devait en effet conduire les intéressés à s'abstenir de céder, directement ou indirectement, leurs titres EADS ; peu importe le fait que leurs interventions aient pu être guidées par d'autres motifs que la seule volonté d'en tirer profit.

B. Les Informations privilégiées identifiées

Comme cela a été précédemment évoqué, la décision d'ouverture d'enquête prise le 22 mai 2006 par le Secrétaire général de l'AMF résultait, notamment, de la constatation de la cession de titres EADS par certains dirigeants du groupe au mois de mars 2006, peu de temps avant l'annonce par les groupes DaimlerChrysler et Lagardère de leur désengagement partiel du capital de l'émetteur, ce qui pouvait laisser penser que lesdits dirigeants avaient pu être informés, préalablement à ces cessions, des projets des deux actionnaires de contrôle privés du groupe.

C'est uniquement à l'égard de Messieurs Jean-Paul Gut et Noël Forgeard que l'enquête a pu apporter des preuves de leur connaissance du processus engagé en vue de la cession par les groupes Lagardère et DaimlerChrysler d'une partie de leur participation dans EADS, et ce dès le mois de janvier 2006.

²⁶ C'est-à-dire que le prix d'exercice des options aurait été supérieur au cours de bourse.

²⁷ Le cours de bourse étant devenu supérieur au prix d'exercice.

²⁸ Les investigations entreprises à cet égard ont uniquement permis d'identifier les motifs de leur cession des titres EADS, un élément qui n'est pas pertinent pour caractériser un manquement.

Messieurs Forgeard et Gut ont néanmoins fait valoir que ce n'est que les 20 et 21 mars 2006, postérieurement à leurs cessions de titres EADS, qu'ils ont été respectivement informés des modalités précises de ce désengagement, c'est-à-dire, notamment, de la date prévisible de l'opération, de sa taille et de la nature des transactions envisagées, à la suite d'une réunion, le 20 mars 2006, entre les deux présidents d'EADS, Messieurs Manfred Bischoff et Arnaud Lagardère, et ses deux directeurs généraux, Messieurs Noël Forgeard et Tom Enders.

En l'espèce, seule la connaissance des modalités des opérations envisagées par les deux actionnaires de contrôle, et en particulier du fait que le désengagement partiel de DaimlerChrysler donnerait lieu à une opération de marché²⁹, pouvait permettre d'anticiper leur éventuelle influence sensible sur le cours du titre et ainsi caractériser la détention d'une information privilégiée. Les enquêteurs n'ont toutefois pas rapporté la preuve de cette connaissance par Messieurs Forgeard et Gut antérieurement à leurs propres cessions de titres³⁰.

En revanche, les investigations ont permis d'identifier trois informations privilégiées, détenues, en totalité ou en partie, par les dirigeants d'EADS et ses actionnaires de contrôle, antérieurement à leurs interventions directes ou indirectes sur le marché du titre EADS.

La première dans leur ordre chronologique d'apparition est aussi la plus importante car, outre qu'elle était partagée par l'ensemble des personnes concernées, c'était aussi celle qui, à l'époque, était manifestement susceptible d'avoir l'impact le plus sensible sur le cours du titre EADS : il s'agit de la connaissance des perspectives financières d'EADS telles qu'elles avaient été établies par l'émetteur lui-même à l'occasion de l'élaboration, au second semestre 2005, du budget-plan triennal du groupe.

Cette information est cruciale par essence, car elle fige, à un moment donné, la perception par l'émetteur de ses performances financières futures, à l'aune de l'ensemble des informations publiques et non-publiques dont il dispose. Elle peut alors être comparée aux anticipations de résultats futurs que le marché établit pour sa part sur la base de toutes les informations à sa disposition, anticipations qui fondent à tout moment la valorisation de l'émetteur traduite par le cours de son titre.

Or, précisément, l'enquête a permis d'établir qu'au moment de son adoption, le budget-plan d'EADS mettait en évidence la dégradation prévisible de la rentabilité future d'Airbus et du groupe, tandis que les investisseurs anticipaient, quant à eux, une amélioration séquentielle de cette rentabilité sur la durée du plan. Cette constatation, corroborée par celle de l'ampleur de la divergence entre les perspectives de résultat et de marge opérationnels établies par le groupe et les estimations du consensus d'un panel représentatif d'analystes influents, divergence d'ailleurs identifiée à l'époque par les directions financières d'Airbus et d'EADS, permet de considérer que la connaissance du budget-plan d'EADS établi en novembre 2005 caractérisait la détention d'une information privilégiée.

²⁹ Seule une opération de marché était en effet de nature à conduire à un afflux de titres EADS sur le marché déséquilibrant au moins temporairement l'offre et la demande, et à engendrer ainsi mécaniquement un impact négatif sur le cours.

³⁰ Cf. note annexée relative au désengagement partiel de DaimlerChrysler intervenu au sein de EADS.

Il convient d'observer que certains de ses détenteurs pourraient ne pas avoir eu conscience du caractère privilégié de cette information. Cette circonstance est indifférente à la caractérisation d'un éventuel manquement administratif dans la mesure où, au regard de leur qualité de membres des organes de direction du groupe et aux termes de la réglementation en vigueur, les intéressés étaient présumés savoir, aux termes de l'article 622-2 1°, que l'information qu'ils détenaient était privilégiée. Néanmoins, elle pourrait être de nature à remettre en cause, pour certaines de ces personnes, la caractérisation de l'élément intentionnel indispensable à celle d'un éventuel délit.

Les deux autres informations privilégiées sont liées à l'évolution de la situation, au premier trimestre 2006, de deux programmes majeurs pour Airbus, à savoir l'A380 et l'A350.

S'agissant du programme A380, l'enquête a établi qu'au plus tard le 1^{er} mars 2006, les membres du comité exécutif d'Airbus et de son comité des actionnaires avaient été informés de ce que, pour la seconde année consécutive et pour des causes identiques, la livraison des sections de l'appareil à la chaîne d'assemblage finale de Toulouse avait été interrompue, et qu'une replanification du programme de production avait été engagée, impliquant une révision du calendrier de livraisons du programme.

Quand bien même, à ce stade, l'ampleur des retards de livraison prévisibles et leur impact financier ne pouvaient encore être estimés de manière fiable, dans la mesure où le processus de replanification n'était pas encore achevé, les enquêteurs considèrent que l'information dont disposaient, au 1^{er} mars 2006, les membres du comité exécutif d'Airbus et de son comité des actionnaires, revêtait tous les attributs d'une information privilégiée.

S'agissant enfin du programme A350, le rapport démontre qu'au plus tard le 7 mars 2006, les membres du comité exécutif d'Airbus, de son comité des actionnaires, enfin du conseil d'administration d'EADS, ont été informés que, cinq mois après le lancement industriel du programme, les coûts de développement de celui-ci avaient augmenté de près de 30% et que sa part de marché prévisible face à son concurrent, le Boeing 787 Dreamliner, s'était dégradée, conduisant ainsi à la constatation de ce que la valeur actuelle nette du programme était devenue négative.

Là encore, quand bien même aucune décision d'abandon du programme, dans sa version lancée le 6 octobre 2005, n'avait été prise le 7 mars 2006, l'annonce de la commercialisation d'un nouvel appareil, l'A350 XWB, n'étant d'ailleurs intervenue qu'au mois de juillet suivant, la connaissance de la situation du programme A350 à cette date permet de caractériser la détention d'une information privilégiée.

En définitive, l'enquête permet de considérer que les personnes qui suivent, auraient manqué à l'obligation d'abstention prévue à l'article 622-2 du règlement général de l'AMF³¹.

³¹ Cf. note annexée relative aux conditions d'attribution et de exercice des privilèges au sein du groupe EADS.

(i) En tant que membres du comité exécutif d'Airbus :

- Monsieur Olivier Andriès, pour avoir cédé 50 800 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 610 960 €
Monsieur Charles Champion, pour avoir cédé 69 600 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 748 656 €
- Monsieur Henri Courpron, pour avoir cédé 33 400 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 330 338 €
- Monsieur Alain Flourens, pour avoir cédé 16 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 167 680 €
- Monsieur Gustav Humbert, pour avoir cédé 160 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 1 685 800 €
- Monsieur John Leahy, pour avoir cédé 280 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 3 128 075 €
- Monsieur Erik Pillat, pour avoir cédé 50 400 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 542 416 €
- Monsieur Andreas Spertl, pour avoir cédé 68 800 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 816 472 €
- Monsieur Thomas Williams, pour avoir cédé 31 800 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 299 884 €

(ii) En tant que membres du comité exécutif d'EADS et du comité des actionnaires d'Airbus :

- Monsieur Thomas Enders, pour avoir cédé 50 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 711 750 €
Monsieur Noël Forgeard, pour avoir cédé 360 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 4 342 480 €
- Monsieur Jean-Paul Gut, pour avoir cédé 175 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 1 773 250 €

(iii) En tant que membres du seul comité exécutif d'EADS :

- Monsieur François Auque, pour avoir cédé 30 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 365 000 €
- Monsieur Fabrice Bregler, pour avoir cédé 60 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 717 300 €
- Monsieur Ralph Crosby, pour avoir cédé 100 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 1 354 500 €
- Monsieur Jussi Itavuori, pour avoir cédé 95 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 1 207 780 €

Monsieur Stefan Zoller, pour avoir cédé 32 000 actions EADS issues de la levée de stock-options qui lui avaient été attribuées, en réalisant une plus-value brute de 492 880 €

(iv) En tant qu'actionnaires de contrôle du groupe :

- DaimlerChrysler AG, pour avoir cédé directement à terme 61 110 000 actions EADS sur la base d'un prix de référence de 32,60 € par titre, correspondant à un montant total de 1 992 186 000 €
- Lagardère SCA, pour avoir cédé indirectement à terme 61 110 000 actions EADS sur la base d'un prix de référence minimum de 32,60 € par titre, correspondant à un montant total de 1 992 186 000 €

III. Le manquement par EADS à la bonne information du public

Comme cela a été précédemment évoqué, l'analyse de l'information financière délivrée par EADS entre le 1^{er} mai 2005 et le 13 juin 2006 n'a que de manière incidente porté sur certains traitements comptables et s'est limitée à la communication de l'émetteur.

À cet égard, il convient d'observer qu'EADS, bien que son introduction en bourse soit encore récente, a su se doter des moyens nécessaires à une communication financière efficace. Doté d'un service de relations investisseurs composé d'une dizaine de personnes, et comptant des correspondants au sein du groupe, notamment chez Airbus qui dispose d'un service analogue quoique naturellement de taille plus réduite, EADS organise régulièrement, outre des roadshows consécutifs à la présentation de ses résultats, des forums d'investisseurs et d'analystes au cours desquels il détaille sa stratégie²². EADS et Airbus participent, par ailleurs, à de nombreux salons aéronautiques, au cours desquels ils peuvent évoquer, au travers de conférences de presse, la situation financière du groupe. Enfin, EADS et Airbus reçoivent régulièrement la visite d'analystes, accompagnés ou non d'investisseurs, ce qui leur permet d'entretenir des relations plus approfondies avec leurs interlocuteurs.

La compétence du service des relations investisseurs d'EADS est, du reste, largement reconnue, ce service ayant régulièrement été primé par l'Institutional Investor Research Group au titre de la qualité de la relation instaurée tant avec les analystes sell-side qu'avec les analystes buy-side. Le groupe EADS a ainsi su, au moins jusqu'en 2006, instaurer une relation de confiance avec les marchés, qui accordaient ainsi un crédit certain à sa communication financière.

L'analyse de cette communication par le Service des enquêtes s'est concentrée sur les trois sujets identifiés comme particulièrement sensibles à l'époque, les perspectives financières du groupe et la situation des programmes A350 et A380, avec pour objectif d'apporter une réponse à deux questions

²² En règle générale, EADS organise deux grands forums chaque année, le Global Investor Forum et le North America Investor Forum, auxquels participent les principaux dirigeants du groupe et de ses divisions. Les présentations et, en règle générale, les engagements des responsables, sont conduites à l'égard de ce dernier forum.

distinctes quoiqu'intimement liées : (i) les informations communiquées par EADS étaient-elles exactes, précises et sincères ? (ii) Le groupe a-t-il omis de communiquer des informations qui auraient dû l'être ?

(i) De manière générale, les constatations effectuées au cours de l'enquête mettent en lumière la volonté constante du groupe de ne pas décevoir les attentes du marché, ce qui a pu le conduire à délivrer des messages dont l'optimisme, ou la volontaire imprécision, ont pu induire les investisseurs en erreur, ce d'autant plus que le groupe jouissait auprès d'eux, comme cela a été évoqué, d'un certain crédit.

S'agissant plus particulièrement des perspectives financières du groupe, les enquêteurs considèrent que trois informations communiquées par EADS sur la période considérée pourraient caractériser des manquements de l'émetteur à son obligation de communiquer une information exacte, précise et sincère.

Tel est le cas en premier lieu de la communication par EADS d'un objectif de marge opérationnelle de 10%, objectif à long terme récurrent depuis l'introduction du groupe, mais qui avait été assorti au début de l'exercice 2005 d'un horizon temporel précis, à savoir 2007, repoussé à 2008 en juin 2005. Les difficultés identifiées par Airbus au cours du premier semestre 2005 et cristallisées dans le budget-plan établi au second semestre 2005, ont cependant conduit le groupe à constater que cet objectif pourrait d'autant moins être atteint sur la durée du plan que, précisément, celui-ci mettait en évidence une dégradation séquentielle de la rentabilité du groupe au cours des exercices à venir, la marge opérationnelle prévisionnelle du groupe pour 2008 étant, par exemple, estimée à 7,6%.

Or, précisément, la confiance du marché dans les résultats futurs d'EADS et dans sa capacité à remplir ses objectifs²², conduisait celui-ci à l'époque à anticiper une amélioration continue de la marge opérationnelle du groupe, le consensus des analystes ayant, par exemple, calé son estimation sur l'objectif affiché par EADS, avec une marge opérationnelle prévisionnelle légèrement supérieure à 10% en 2008.

Dans ces conditions, le fait de réitérer, au 8 mars 2006, l'annonce d'un objectif de marge opérationnelle de 10%, certes sans l'assortir cette fois d'un horizon temporel, mais sans toutefois que l'impossibilité de l'atteindre à la date initialement fixée ait jamais été démentie, pourrait avoir induit le marché en erreur.

En deuxième lieu, la prévision de résultat opérationnel d'EADS pour l'exercice 2006 annoncée, le 8 mars 2006, sous la forme d'une fourchette, pourrait être considérée comme trop optimiste pour avoir été sincère. En effet, contrairement à la borne basse de cette fourchette, qui correspondait à la prévision figurant dans le budget-plan du groupe, sa borne haute n'était susceptible d'être atteinte que dans l'hypothèse où aucun des risques identifiés en interne au moment de l'élaboration du budget ne se réaliserait et son niveau ne se justifiait que par la volonté du groupe de conforter le marché dans ses anticipations de l'époque, ce d'autant plus que, depuis l'élaboration du budget, de nouveaux risques conséquents, susceptibles de peser sur le résultat opérationnel du groupe, avaient été décelés.

²² Confiance reposant sur un historique récent de réalisation, voire de dépassement, des objectifs escomptés, depuis l'introduction en bourse du groupe.

Enfin, le fait pour EADS d'avoir volontairement minimisé, auprès du marché, la pertinence de la valorisation de la dette associée à l'option de vente détenue par BAe Systems sur 20% du capital d'Airbus, qu'une nouvelle interprétation des normes comptables l'avait contraint à comptabiliser à sa juste valeur, a privé les investisseurs d'une occasion de prendre conscience du fait que leur propre valorisation d'Airbus était manifestement trop optimiste au regard de la situation du constructeur.

Dans ces conditions, l'omission délibérée par EADS de rendre publique la méthode de valorisation de la dette précitée qu'elle avait retenue, publicité pourtant obligatoire aux termes des normes comptables en vigueur, pourrait conduire à considérer l'information délivrée par EADS sur cette valorisation comme imprécise.

La communication d'EADS sur les trois sujets précités pourrait donc témoigner d'un manquement de l'émetteur à son obligation de délivrer une information exacte, précise et sincère, au sens de l'article 222-2 du règlement général de l'AMF alors en vigueur³⁴.

(ii) Finalement, mis à part l'impact des informations précédemment évoquées, la mauvaise appréciation par le marché, sur la période considérée, des perspectives financières d'Airbus et d'EADS ainsi que de la situation des programmes A350 et A380, et l'existence corrélative des informations privilégiées précédemment identifiées, résultent plus d'une omission de communiquer que d'une mauvaise communication.

L'omission par EADS de communiquer sur la situation du programme A350, à tout le moins avant le 16 mai 2006, ne semble pas critiquable, dans la mesure où une telle communication, outre qu'elle aurait porté atteinte aux intérêts légitimes du groupe, aurait alors été manifestement prématurée.

En revanche, l'omission d'informer le public, là encore avant le 16 mai 2006, de ce que le programme de production et le calendrier de livraisons du programme A380 étaient en cours de révision, pourrait être considérée comme contraire aux dispositions de l'article 222-3 du règlement général de l'AMF alors en vigueur³⁵, qui imposent à un émetteur de porter dès que possible à la connaissance du public toute information privilégiée le concernant directement.

Enfin, si EADS était sans doute légitime à ne pas rendre publics ses objectifs d'Ebit et de marge opérationnelle à moyen terme tels qu'ils figuraient dans son budget-plan, le groupe n'a cependant pas pris les mesures qui auraient permis à cette omission de ne pas induire le public en erreur, en particulier en ne tentant pas de corriger la divergence entre ses propres perspectives et les attentes du marché sur la période considérée, due, notamment, à l'interprétation erronée que les investisseurs avaient pu faire des trois informations précédemment évoquées au i). De ce fait, EADS pourrait là encore avoir manqué aux dispositions de l'article 222-3 du règlement général de l'AMF dans sa rédaction de l'époque.

³⁴ Cet article a été repris in extenso à l'article 229-1 du Règlement général de l'AMF actuel.
³⁵ Cet article a été repris in extenso à l'article 229-2 du Règlement général de l'AMF actuel.

La structure du rapport d'enquête

Le présent rapport détaille les observations du Service des enquêtes sur les trois sujets identifiés comme majeurs au cours des investigations, les perspectives financières d'Airbus et d'EADS (I), le programme A380 (II), enfin le programme A350 (III), en établissant successivement pour chacun d'entre eux l'existence d'une information privilégiée, puis en analysant les conséquences au regard des dispositions réglementaires en vigueur, relatives tant aux opérations d'initiés qu'à la bonne information du public par l'émetteur.

La lecture préalable des notes annexées au rapport, recensant le plus exhaustivement possible, pour chacun de ces sujets, les constatations effectuées au cours de l'enquête, est recommandée. D'autres notes, elles aussi annexées au présent rapport, permettent d'en faciliter la lecture en décrivant le processus de désengagement partiel des groupes Lagardère et Daimler Chrysler du capital d'EADS, les conditions d'attribution et d'exercice des stock-options au sein du groupe, les organes de surveillance et de direction d'Airbus et d'EADS, ainsi qu'en présentant de manière synthétique la chronologie des événements évoqués dans le rapport.