



La Commission des sanctions

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n°19 du 29 décembre 2021

Procédure n° 2021-05

Décision n°19

Personne mise en cause :

- M. Jean-Louis Roy
Né le [...] à [...]
Demeurant [...]
Ayant élu domicile au cabinet de Me Pascal Lemaître, Intuitu société d'avocats, 12 avenue des Champs
Elysées, 75008 Paris

La 1^{ère} section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, l'« **AMF** ») :

Vu le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, notamment ses articles 7, 8 et 14 ;

Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-15 et R. 621-38 à R. 621-40.

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 10 décembre 2021 :

- M. Lucien Millou, en son rapport ;
- Mme Lauriane Bonnet, représentant le collège de l'AMF ;
- M. Jean-Louis Roy, assisté de son conseil, Maître Pascal Lemaître, avocat du cabinet Intuitu société d'avocats ;

Le mis en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS

M. Roy est diplômé de l'Ecole supérieure de Rouen et titulaire d'une licence en sciences économiques. Il a rejoint la société Fleury Michon (ci-après, « **Fleury Michon** ») en 1986 et y a occupé diverses fonctions jusqu'à en devenir le directeur administratif et financier à compter de 2006.

En 2021, M. Roy a cessé ses fonctions au sein de Fleury Michon dans le cadre d'un accord de rupture conventionnelle.

Fondée en 1905, Fleury Michon est une société spécialisée dans la production et la commercialisation de produits de charcuterie et de produits traiteurs vendus en grandes et moyennes surfaces.

Jusqu'au 20 mai 2020, les actions Fleury Michon étaient admises sur le compartiment C d'Euronext Paris. A compter de cette date, elles ont été admises sur Euronext Growth Paris. Au 31 décembre 2020, la capitalisation boursière de Fleury Michon était d'environ 121 millions. Plus de 57% de son capital était détenu par deux familles descendant de son fondateur et le flottant représentait 30,19% de son capital.

Au cours de l'exercice 2020, Fleury Michon a réalisé un chiffre d'affaires net de 735,4 millions d'euros (contre 747,6 millions d'euros en 2019) et une perte nette de 30,5 millions d'euros (contre une perte nette de 42,8 millions d'euros en 2019).

Le 22 mars 2013, Fleury Michon a émis 61 211 bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (ci-après, les « **BSAAR** ») réservés à certains collaborateurs du groupe. Ces BSAAR étaient exerçables à compter du 23 mars 2016, date à laquelle ils ont été admis aux négociations sur le marché Euronext Paris. Chaque BSAAR permettait d'acquérir une action Fleury Michon à un prix de 47,58 euros. La période d'exercice de ces BSAAR était comprise entre le 23 mars 2016 et le 22 mars 2020.

Lors de cette émission, M. Roy a acquis 9 000 BSAAR, qu'il a intégralement cédés entre le 6 et le 10 mars 2017.

PROCÉDURE

Le 18 octobre 2017, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête sur le marché du titre Fleury Michon et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur du titre Fleury Michon ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre Fleury Michon, à compter du 1^{er} janvier 2015.

Le 4 février 2020, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à M. Roy une lettre l'informant de manière circonstanciée des faits susceptibles de lui être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté qui lui était offerte de présenter des observations dans le délai d'un mois.

Le 29 février 2020, M. Roy a présenté des observations en réponse.

L'enquête a donné lieu à un rapport du 9 juillet 2020.

Le 21 juillet 2020, le collège de l'AMF, statuant en formation plénière, a décidé de notifier des griefs à M. Roy, ainsi qu'à l'ancien directeur général de Fleury Michon.

Les notifications de griefs leur ont été adressées par lettres du 15 octobre 2020. Chaque notification de griefs était accompagnée d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative, dont le principe a été accepté par les deux mis en cause.

La procédure de composition administrative engagée avec l'ancien directeur général de Fleury Michon a abouti à la conclusion d'un accord, le 4 mars 2021, qui a été homologué par la commission des sanctions. En revanche, aucun accord n'a pu être conclu entre M. Roy et le secrétaire général de l'AMF dans le délai de quatre mois imparti conformément aux dispositions de l'article R. 621-37-3 du code monétaire et financier.

En conséquence, en application des dispositions de l'article L. 621-14-1 et R. 621-37-5 du code monétaire et financier, le président de l'AMF a transmis à la présidente de la commission des sanctions, le 12 avril 2021, une copie de la notification de griefs adressée à M. Roy.

Il est reproché à ce dernier d'avoir indûment utilisé l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon qui aurait revêtu, au plus tard le 8 décembre 2016, les caractéristiques d'une information privilégiée, à l'occasion des cessions de ses 9 000 BSAAR Fleury Michon réalisées entre le 6 et le 10 mars 2017, en violation des articles 8 et 14 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, le « **règlement MAR** »).

Par courrier du 12 avril 2021, le mis en cause a été informé qu'il disposait d'un délai de deux mois pour adresser à la présidente de la commission des sanctions des observations en réponse à la notification de griefs, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 11 mai 2021, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Lucien Millou en qualité de rapporteur.

Par courrier du 27 mai 2021, M. Roy a été informé qu'il disposait d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code.

Le 14 juin 2021, M. Roy a déposé des observations en réponse à la notification de griefs et a, le 21 juin 2021, communiqué des pièces complémentaires.

Le 24 septembre 2021, le rapporteur a entendu M. Roy.

Le 29 octobre 2021, le rapporteur a déposé son rapport.

A cette même date, après réception du rapport, M. Roy a versé au dossier des documents complémentaires qui avaient été sollicités par le rapporteur.

Par lettre du 29 octobre 2021, à laquelle était joint le rapport du rapporteur, M. Roy a été convoqué à la séance de la commission des sanctions du 10 décembre 2021 et informé qu'il disposait d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément au III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Le 12 novembre 2021, M. Roy a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

Par lettre du 18 novembre 2021, M. Roy a été informé de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 10 décembre 2021 ainsi que du délai de quinze jours dont il disposait, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres, conformément aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code.

MOTIFS DE LA DÉCISION

I. Sur le caractère privilégié de l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon

1. Selon la notification de griefs, l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon était privilégiée au plus tard le 8 décembre 2016.
2. S'agissant du caractère précis de cette information, la notification de griefs expose qu'au 8 décembre 2016, des données chiffrées avaient été communiquées en interne et révélaient des écarts significatifs avec plusieurs données antérieures. La notification de griefs relève notamment que le résultat opérationnel de la société pour 2016, de 21,9 millions d'euros, était en baisse de 23% par rapport au résultat opérationnel réalisé en 2015 et de 11% par rapport au budget prévisionnel pour 2016, et que le résultat net, de 15,6 millions d'euros, était en baisse de 8% par rapport au résultat net réalisé en 2015 et de 4% par rapport au budget prévisionnel pour 2016. Elle précise également que bien que, le 8 décembre 2016, le montant du résultat opérationnel fût provisoire, il résulte d'un communiqué de presse du 5 avril 2017 que ce montant a très peu varié entre ces deux dates, de sorte que les chiffres relatifs à la baisse significative des résultats de l'année 2016, communiqués en interne le 8 décembre 2016, étaient suffisamment précis pour permettre d'en tirer une conclusion, en l'occurrence négative, sur le cours du titre Fleury Michon. La notification de griefs relève encore que cette appréciation n'est pas remise en cause par le fait que les résultats provisoires de 2016 ont ensuite été affinés le 20 février 2017, car ces derniers demeuraient négatifs.
3. La notification de griefs retient également que l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 n'a pas été rendue publique avant le communiqué de presse publié par Fleury Michon le 5 avril 2017, sans qu'aucune communication antérieure de Fleury Michon ait pu laisser supposer la teneur de l'annonce faite à cette dernière date. Elle ajoute que la publication du 26 janvier 2017, relative à la baisse du chiffre d'affaires de l'année 2016, ne permettait pas de tirer des conclusions chiffrées précises sur les résultats dans leur ensemble, de sorte que l'information en cause n'était pas publique avant le 5 avril 2017.
4. Enfin, selon la notification de griefs, l'information en cause était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Fleury Michon, dans la mesure où les résultats annoncés étaient inférieurs aux attentes du marché et à celles des analystes. A cet égard, la notification de griefs présente l'évolution de certains agrégats financiers

disponibles le 8 décembre 2016 par rapport à ceux qui avaient été réalisés au cours de l'exercice 2015, anticipés dans le budget de Fleury Michon ainsi que par les analystes financiers qui suivaient cet émetteur. Elle en conclut que les écarts constatés constituaient une information qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions de désinvestissement, ce que l'impact de cette publication sur le cours confirmait puisque celui-ci a chuté de 7,56% entre les 4 et 5 avril 2017.

5. M. Roy conteste le caractère privilégié de l'information en cause.
6. S'agissant de son caractère précis, il soutient que le 8 décembre 2016 les données disponibles n'étaient que provisoires et hautement susceptibles d'évoluer dans la mesure où elles étaient fondées sur des informations non définitives, de surcroît incomplètes puisqu'elles ne prenaient en compte que les résultats des dix premiers mois de l'année, et non de l'année entière, et omettaient certaines données telles que l'intégration de provisions, litiges et avoirs, qui ne sont pas connues ou déterminées avant la clôture du quatrième trimestre. Il relève que ces données ont d'ailleurs effectivement évolué puisque les comptes arrêtés le 4 avril 2017 faisaient apparaître un résultat net et un résultat opérationnel courant supérieurs à ceux connus le 8 décembre 2016. M. Roy soutient également que Fleury Michon a constaté, après la fin de l'année 2016, une perte non récurrente de 2,6 millions d'euros, venant compenser de façon exceptionnelle le montant du résultat opérationnel qui, en l'absence de ce résultat non récurrent, aurait dû être de 24,2 millions d'euros et ainsi présenter une hausse de 10,5% par rapport aux prévisions présentées en décembre 2016. Il indique encore que c'est selon lui à tort que la notification de griefs fait référence au budget de 2016, dans la mesure où celui-ci n'a jamais été communiqué au public, et est par définition un estimatif qui n'intègre pas certains facteurs de fond, tels que le cours des matières premières, qui ont orienté à la baisse les résultats de 2016. Enfin, M. Roy soutient que l'information en cause n'était pas susceptible d'avoir un effet sur le cours de Fleury Michon en raison du caractère instable et erratique de celui-ci, confirmé par l'analyse de l'évolution du cours à la suite des précédentes publications financières de cet émetteur.
7. En ce qui concerne le caractère non public de l'information en cause, M. Roy soutient que la tendance baissière des résultats de Fleury Michon était connue du public dans la mesure où la baisse des résultats rendue publique par communiqué du 5 avril 2017 était du même ordre que la baisse constatée des résultats du premier semestre 2016, publiés le 5 septembre 2016. Il ajoute que cette tendance pouvait être anticipée dès le communiqué du 5 septembre 2016, puisque Fleury Michon y indiquait que sa rentabilité était notamment impactée par une hausse sensible du prix de certaines matières premières, ainsi qu'à une guerre des prix en supermarchés. Il ajoute que la tendance baissière constatée en septembre 2016 ne pouvait s'inverser pour le reste de l'année 2016 car elle résultait de facteurs de fond durables mentionnés dans les communiqués publiés par Fleury Michon, ainsi que dans divers articles de presse depuis le début de l'année 2016. Ainsi, selon M. Roy, le contexte difficile dans lequel évoluait Fleury Michon était bien connu du marché. Le mis en cause souligne d'ailleurs que les analystes avaient estimé que les chiffres du second semestre 2016 étaient « *très en dessous des attentes* » et se réfère en outre à des articles de presse commentant les résultats publiés en septembre 2016 par Fleury Michon ainsi qu'à des articles généraux relatifs à la baisse de la consommation et à la crise de la filière porcine.
8. S'agissant de l'influence sensible de l'information en cause sur le cours du titre Fleury Michon, M. Roy souligne que les deux analystes qui suivaient le cours de cet émetteur n'ont pu prendre en compte des événements non récurrents dont les résultats n'étaient connus qu'à la fin de l'année 2016, de sorte que leurs analyses ne reflétaient que des appréciations subjectives. Il ajoute que la publication du communiqué du 5 septembre 2016 relatif aux résultats du premier semestre 2016, dont la tendance était proche de celle des résultats annuels, n'a eu aucun impact sur le cours du titre Fleury Michon de sorte qu'il n'était pas possible d'anticiper une variation majeure de ce cours à la publication des résultats annuels en avril 2017. Il affirme, de façon plus générale, que le cours du titre Fleury Michon n'était pas influencé de façon significative et immédiate par ses résultats, ce dont il conclut que les données chiffrées au 8 décembre 2016 n'étaient pas susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Fleury Michon.
9. Les faits reprochés, qui se sont déroulés en mars 2017, sont relatifs à l'utilisation d'une information qualifiée par la notification de griefs de privilégiée au plus tard le 8 décembre 2016.
10. L'article 7 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 1. Aux fins du présent règlement, la notion d'« information privilégiée » couvre les types d'information suivants : / a) une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés [...] ; / 2. Aux fins de l'application du

paragraphe 1, une information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers [...] / 4. Aux fins du paragraphe 1, on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers, des instruments financiers dérivés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur des quotas d'émission, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. ».

11. Le grief notifié à M. Roy porte sur les transactions qu'il a réalisées entre le 6 et le 10 mars 2017. Il convient de déterminer si, au moment de ces interventions, l'information relative à la baisse significative des résultats de la société Fleury Michon pour l'année 2016 était privilégiée à la date du 8 décembre 2016 et si M. Roy détenait cette information.

1. Sur le caractère précis de l'information en cause

12. Le 6 avril 2016, Fleury Michon a publié un communiqué de presse relatif à ses résultats pour l'exercice 2015 qui faisait état d'un chiffre d'affaires de 757,6 millions d'euros, d'un résultat opérationnel de 28,6 millions d'euros, d'un résultat net consolidé de 17 millions d'euros, d'une marge opérationnelle de 3,8% et d'une marge nette de 2,2%.
13. Le 21 juillet 2016, elle a publié un communiqué de presse relatif à son chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2016, qui s'élevait à 372 millions d'euros, en baisse de 0,7% par rapport à son chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2015.
14. Le 5 septembre 2016, Fleury Michon a publié son rapport financier portant sur le premier semestre 2016. Ce document présentait notamment l'évolution de certains agrégats financiers entre le 31 décembre 2015, le 30 juin 2015 et le 30 juin 2016. Ainsi, au 30 juin 2016, le chiffre d'affaires s'élevait à 372 millions d'euros, en baisse de 0,7% par rapport à celui constaté au 30 juin 2015, le résultat opérationnel et la marge opérationnelle s'élevaient respectivement à 13,3 millions d'euros et 3,6%, contre 15,4 millions d'euros et 4,1% au 30 juin 2015 et le résultat net et la marge nette s'élevaient respectivement à 8,9 millions d'euros et 2,4% contre 8,2 millions d'euros et 2,2% au 30 juin 2015. Ce rapport financier semestriel précisait en outre que « *le résultat opérationnel du premier semestre 2016 s'établit à 13,3 M€ contre 15,4 M€ en 2015. Le résultat opérationnel est impacté par le plus faible niveau d'activité du Pôle GMS cumulé à des cours de matières premières plus élevés que ceux constatés sur le 1^{er} semestre 2015. Dans le même temps, au total des autres pôles, on note une amélioration du résultat ; la marge opérationnelle s'élève ainsi à 3,6 % contre 4,1 % au 1^{er} semestre 2015* ».
15. Le 20 octobre 2016, Fleury Michon a publié un communiqué de presse relatif à son chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2016, lequel s'élevait à 188,1 millions d'euros, en recul de 2,6% par rapport à la même période en 2015.
16. Le 26 janvier 2017, Fleury Michon a publié un communiqué de presse relatif à son chiffre d'affaires pour l'année 2016, qui s'élevait à 737,8 millions d'euros, correspondant à une baisse de 2,6% par rapport au chiffre d'affaires réalisé en 2015 mais contrairement au communiqué publié un an auparavant le 28 janvier 2016 lequel, portant sur le chiffre d'affaires 2015 donnait aussi des perspectives sur les résultats de l'année 2015, le communiqué du 26 janvier 2017 ne donnait aucune information sur les perspectives de résultats de l'année 2016.
17. Il résulte de cet historique que si Fleury Michon a régulièrement communiqué sur ses résultats intermédiaires, trimestriels et semestriels, lesquels étaient généralement en baisse par rapport à ceux de l'année précédente, la société n'a jamais communiqué avant la date du 5 avril 2017 mentionnée ci-dessus au point 3 sur ses perspectives de résultats pour l'ensemble de l'année 2016.
18. Le 8 décembre 2016, l'assistante de M. Roy a adressé, au nom de ce dernier, qui figurait également en copie, un courriel aux administrateurs de Fleury Michon. Ce message s'intitulait « *Rapport CA 15.12.2016* » et comprenait notamment un document en pièce jointe intitulé « *rapport de gestion CA 15.12.2016* ». Ce dernier incluait une partie intitulée « *perspectives résultats groupe au 31/12/2016* » mentionnant un chiffre d'affaires prévisionnel pour 2016 de 741,6 millions d'euros, en baisse de 2,1% par rapport au réalisé de 2015, un résultat opérationnel prévisionnel pour 2016 de 21,9 millions d'euros, en baisse de 23,5% par rapport au réalisé de 2015, une marge opérationnelle de 2,9%, contre 3% fin 2015, un résultat non récurrent nul, un résultat net consolidé de 15,6 millions d'euros, en baisse de 8,6% par rapport au réalisé de 2015, et une marge nette de 2,1%, contre 2,2% fin 2015. Le fait que, selon

M. Roy, il a été décidé de présenter une fourchette volontairement basse au conseil d'administration du 15 décembre 2016 n'est pas étayé, et aucun élément du dossier n'indique que les chiffres envisagés en interne à cette date étaient en réalité supérieurs.

19. Le 20 février 2017, le responsable du reporting interne de Fleury Michon a adressé à M. Roy un document intitulé « *Situation au 31 décembre 2016 et pré-budget 2017 version 20 février 2017* ». Ce document présentait notamment les résultats provisoires de l'exercice 2016 et leur variation par rapport à ceux réalisés au cours de l'exercice 2015 faisant état d'un résultat opérationnel courant de 24,2 millions d'euros, en baisse de 15,4% par rapport à celui constaté 2015, d'un résultat opérationnel provisoire de 21,6 millions d'euros, en baisse de 24,4% par rapport à celui constaté en 2015 et d'une marge opérationnelle courante de 3,3%, contre 3,2 % en 2015. Il mentionnait également une marge opérationnelle de 2,9% contre 3,8% en 2015, un résultat net consolidé provisoire de 16,8 millions d'euros, en baisse de 1,3% par rapport à 2015 et une marge nette provisoire de 2,3% contre 2,2% en 2015. Si ce même document mentionnait pour la première fois l'existence d'une perte non récurrente de 2,6 millions d'euros en 2016, de nature à impacter le résultat opérationnel, il résulte de ce qui précède que ces chiffres prévisionnels ne faisaient que confirmer, en les affinant, les chiffres diffusés en interne le 8 décembre et révélateurs, comme il a été dit ci-dessus, de la dégradation sensible des résultats de la société pour l'année 2016,
20. Il résulte de ces différents éléments que le 8 décembre 2016 Fleury Michon avait établi des prévisions de résultats pour l'exercice 2016 qu'elle estimait comme significativement dégradés par rapport à ceux qui avaient été réalisés en 2015.
21. Le fait que ces données aient été provisoires, et donc susceptibles d'évolutions ultérieures, ne les rendaient pas pour autant imprécises à la date à laquelle elles ont été communiquées en interne dès lors qu'il n'est pas nécessaire, pour qu'une information soit considérée comme précise, que la réalisation de l'évènement auquel elle se rapporte soit certaine et où il suffit que cet évènement soit susceptible de se produire ou, selon les termes du règlement MAR, que l'on puisse raisonnablement penser qu'il se produira. Il est précisé que les informations en question avaient été préparées par la direction de la société, dans la perspective de leur transmission au conseil d'administration le 8 décembre 2016.
22. Ainsi, la dégradation significative des résultats de Fleury Michon pour l'année 2016 constituait bien, au 8 décembre 2016, un évènement susceptible de se produire au sens du règlement MAR. Cette caractéristique de l'information en cause à la date du 8 décembre 2016 a perduré dans le document précité et intitulé « *Situation au 31 décembre 2016 et pré-budget 2017 version 20 février 2017* » qui n'a fait que confirmer, en les affinant, les prévisions de résultats connues à la date du 8 décembre 2016, de sorte qu'à la date du 20 février 2017 comme du 8 décembre 2016, il s'agissait toujours d'un évènement susceptible de se produire au sens du règlement MAR.
23. Cette situation a été rendue publique le 5 avril 2017. A cette date en effet, Fleury Michon a publié un communiqué de presse relatif à ses résultats pour l'exercice 2016 qui annonçait en sous-titre « *Recul du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel / Stabilité du résultat net et de la marge nette / Renforcement des capitaux propres et consolidation de la structure financière* ». Ce document précisait qu'entre la clôture de l'exercice 2015 et celle de l'exercice 2016, les résultats de Fleury Michon ont évolué ainsi : le chiffre d'affaires est passé de 757,6 à 737,8 millions d'euros, le résultat opérationnel courant de 28,6 à 24,2 millions d'euros, le résultat opérationnel de 28,6 à 21,6 millions d'euros, le résultat net consolidé de 17 à 16,8 millions d'euros, la marge opérationnelle de 3,8 à 2,9% et la marge nette de 2,2 à 2,3%.
24. Enfin, eu égard à son objet ainsi qu'à l'ampleur de la dégradation des résultats, il était possible de tirer de l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon un effet sur le cours de cet émetteur.
25. En conséquence, à la date du 8 décembre 2016, l'information en cause revêtait un caractère précis.

2. Sur le caractère non public de l'information en cause

26. Le communiqué de presse du 5 septembre 2016, qui est invoqué par le mis en cause, par lequel Fleury Michon a publié ses résultats semestriels, faisait état d'un chiffre d'affaires en baisse de 0,7% par rapport au chiffre d'affaires du premier semestre 2015, d'un résultat opérationnel en baisse de 13,6% et d'un résultat net en hausse de 8,5%. Outre que ces chiffres sont éloignés de ceux qui ont été établis en interne le 8 décembre 2016, puis le 20 février

2017, ils concernaient exclusivement les résultats semestriels de la société, ce qui ne permettait pas aux investisseurs d'anticiper une baisse significative des résultats annuels de Fleury Michon.

27. Ainsi, l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon était non publique le 8 décembre 2016 et l'est demeurée, jusqu'au 5 avril 2017, date de la publication des résultats annuels de Fleury Michon pour l'exercice 2016.

3. Sur l'influence sensible de l'information en cause sur le cours du titre Fleury Michon

28. Il convient d'apprécier l'influence sensible d'une information sur le cours d'un émetteur au regard des informations disponibles *ex ante*, et en tenant compte de l'activité et du contexte propre à chaque émetteur.
29. Ne peuvent en revanche être pris en compte, au titre de l'examen de l'influence sensible d'une information, les éléments disponibles *ex post*, tels que la variation du cours des titres d'une société effectivement observée après la publication de ses résultats. Aussi, en admettant même que, comme le soutient M. Roy, l'historique des communiqués de Fleury Michon ne permet pas de conclure que l'évolution, rendue publique, des résultats de la société a eu un impact significatif sur la variation du cours du titre, ce fait ne doit pas être considéré comme décisif.
30. En l'espèce, l'examen des communiqués relatifs à ses résultats publiés par Fleury Michon antérieurement au 8 décembre 2016 (communiqués des 14 avril 2014, 7 avril 2015, 28 août 2015, 6 avril 2016 et 5 septembre 2016) révèle que cet émetteur mettait systématiquement en avant, au moyen d'une police de taille supérieure ou de couleur différente, le montant de son chiffre d'affaires ainsi que son résultat opérationnel dans 5 communiqués sur 6, son résultat net dans 4 communiqués sur 6, ainsi que sa marge nette dans l'ensemble de ses communiqués. Il s'en déduit que ces indicateurs étaient considérés comme particulièrement importants par la société.
31. S'agissant des anticipations des analystes ou des journalistes, celles-ci ne sont que des appréciations subjectives, insusceptibles de conférer un caractère public à une information qui n'a pas été divulguée par ailleurs. Toutefois, les dernières prévisions d'analystes qui précédaient l'annonce des résultats de Fleury Michon étaient inférieures aux prévisions de résultats établies en interne par cet émetteur au 8 décembre 2016. Ainsi, dans son analyse du 7 septembre 2016, le premier analyste avait anticipé un chiffre d'affaires, un résultat opérationnel, un résultat opérationnel courant, un résultat net, une marge opérationnelle et une marge nette qui étaient respectivement inférieurs de 3%, 33,3%, 32,4%, 23,9%, 30,9% et 22,2% aux prévisions établies par Fleury Michon 8 décembre 2016. De même, dans son analyse du 21 octobre 2016, le second analyste avait anticipé un chiffre d'affaires, un résultat opérationnel, un résultat opérationnel courant, un résultat net, une marge opérationnelle et une marge nette inférieurs de, respectivement, 4,3%, 28%, 27%, 22%, 25,6% et 4,5% par rapport aux prévisions établies par Fleury Michon au 8 décembre 2016. Ainsi, l'écart constaté entre les prévisions de ces analystes et les prévisions communiquées en interne au 8 décembre 2016 étaient très importantes sur certains de ces indicateurs. Cet écart significatif sur les prévisions de résultats aurait dû alerter M. Roy, en tant que directeur administratif et financier, sur la différence potentielle entre les attentes d'une partie des investisseurs et les informations dont il avait connaissance.
32. En outre, il résulte du rapport d'enquête que, suite à la publication du communiqué de presse du 5 septembre 2016 qui faisait notamment état, pour le premier semestre 2016, d'un résultat opérationnel et d'une marge opérationnelle en baisse de, respectivement, 13,64% et 12,20% par rapport à ceux constatés au premier semestre 2015, les analystes qui suivaient cet émetteur ont abaissé leur objectif de cours de 70 à 65 euros.
33. Ainsi, les résultats de Fleury Michon et leur dégradation constituaient des éléments importants pour les analystes dans leur appréciation de cet émetteur.
34. Il résulte de l'ensemble de ces éléments que, malgré l'absence de corrélation historique entre l'évolution du cours de Fleury Michon et la publication de ses résultats, la dégradation significative de ses résultats de l'année 2016 était un élément susceptible d'être utilisé par un investisseur raisonnable pour prendre une décision d'investissement ou de désinvestissement.
35. Il s'ensuit que l'information relative à la baisse significative des résultats de l'année 2016 de Fleury Michon était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de cet émetteur.
36. Cette information était donc privilégiée le 8 décembre 2016 et l'est demeurée jusqu'au 5 avril 2017.

II. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée par M. Roy

37. Il est fait grief à M. Roy d'avoir, alors qu'il avait connaissance des prévisions de résultats pour l'année 2016 établies en interne, vendu 9 000 BSAAR Fleury Michon, soit la totalité des BSAAR qu'il détenait, du 6 au 10 mars 2017. La notification de griefs précise qu'en sa qualité d'initié primaire il est présumé avoir indûment utilisé l'information privilégiée en procédant à ces opérations.
38. M. Roy conteste le manquement reproché et considère ne pas avoir fait d'exploitation indue de l'information en cause, notamment parce qu'il n'a cédé aucune de ses actions Fleury Michon, qu'il a conservées jusqu'à ce jour. Il explique ses cessions de BSAAR par le fait que ces instruments n'étaient cessibles que depuis le 22 mars 2016 et jusqu'au 22 mars 2020 et qu'ils étaient très peu liquides, ce qui rendait leur maniement difficile, de sorte qu'il ne disposait que d'une opportunité de cession limitée. Il ajoute que ces cessions se justifiaient par la nécessité de faire face au paiement d'une prestation compensatoire qui devait être mise à sa charge dans le cadre de son divorce.
39. Le mis en cause fait également état du fait que, dès décembre 2016, il avait placé des ordres en vue de céder ses BSAAR sans pour autant trouver de contrepartie, ce qui démontre selon lui que les opérations litigieuses n'ont pas été entreprises du fait de la détention de l'information privilégiée en cause.
40. Les faits reprochés, qui se sont déroulés du 6 au 10 mars 2017, seront examinés à la lumière des textes alors applicables.
41. L'article 8 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 1. Aux fins du présent règlement, une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte. [...] / 4. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne : / a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission [...] ».
42. Par ailleurs, selon l'article 14 du même règlement, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis : « Une personne ne doit pas : a) / effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés [...] ».
43. En application de ces dispositions, il est défendu aux initiés primaires d'utiliser une information privilégiée lorsqu'ils effectuent une opération de marché. Dès lors qu'est établi le caractère privilégié de l'information détenue par une personne ayant cette qualité lorsqu'elle s'est livrée à une telle opération, il lui appartient de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation indue de l'information privilégiée qu'elle détenait.
44. En l'espèce il n'est pas contesté que M. Roy a été destinataire du courriel du 8 décembre 2016 qui contenait les prévisions révélant une dégradation significative des résultats de Fleury Michon pour cette même année, de sorte qu'il détenait l'information privilégiée en cause.
45. En sa qualité de directeur administratif et financier de Fleury Michon, M. Roy avait d'une manière générale accès à des informations privilégiées concernant cette société. Il avait donc la qualité d'initié primaire, ce qu'il ne conteste d'ailleurs pas.
46. Or les explications présentées par lui pour justifier les opérations litigieuses, relatives au fait qu'il a conservé ses actions Fleury Michon, à la faible liquidité du marché, à la durée limitée de validité des BSAAR - qui n'expiraient, en réalité, que près de trois ans plus tard – ou encore des circonstances alléguées relatives à sa situation familiale ne sont pas de nature à renverser la présomption pesant sur lui en tant qu'initié primaire, d'utilisation indue de l'information privilégiée ci-dessus analysée.
47. Enfin, le fait que M. Roy ait passé des ordres en vue de céder ses BSAAR avant qu'il ne détienne l'information privilégiée, et donc que les opérations litigieuses ont pu se dérouler dans le cadre d'une stratégie préétablie, n'est pas non plus de nature à renverser la présomption d'utilisation mentionnée ci-dessus, dès lors qu'il n'est pas démontré, ni même allégué, qu'il lui était impossible de s'abstenir de procéder aux transactions litigieuses.
48. Ainsi, M. Roy a fait une utilisation indue de l'information qu'il détenait, dont il ne pouvait ignorer le caractère privilégié du fait de ses fonctions de directeur administratif au sein d'un émetteur coté.

49. En conséquence, le manquement notifié à M. Roy est caractérisé.

SANCTION ET PUBLICATION

1. Sur la sanction

50. L'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 1^{er} octobre 2016 au 2 janvier 2018, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, dispose : « *II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] / c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger : / 1° S'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié [...] au sens des articles 8 et 12 du règlement [MAR] ; [...] ».*
51. Le III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 11 décembre 2016 au 3 janvier 2018, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, dispose : « *Les sanctions applicables sont : [...] c) Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c à h du II du présent article, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si celui-ci peut être déterminé ; les sommes sont versées au Trésor public. ».*
52. Il en résulte que M. Roy encourt une sanction d'un montant maximal de 100 millions d'euros ou du décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si celui-ci peut être déterminé.
53. Aux termes du III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016 : « *Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : - de la gravité et de la durée du manquement ; - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ; / - de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; - des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ; / - du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ; / - des manquements commis précédemment par la personne en cause ; / - de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement. ».*
54. Le manquement caractérisé à l'encontre de M. Roy revêt une particulière gravité compte tenu de ses fonctions de directeur administratif et financier d'un émetteur coté.
55. En outre, si le manquement n'a été réalisé qu'en quelques jours, du 6 au 10 mars 2017, il reste que M. Roy a cédé l'intégralité des BSAAR qu'il détenait.
56. Il résulte par ailleurs des justificatifs produits par M. Roy qu'au titre de l'année 2020 son revenu fiscal de référence s'est élevé à [...] euros. Il a par ailleurs bénéficié, en janvier 2021, d'une indemnité de rupture conventionnelle brute de [...] euros.
57. M. Roy a indiqué que depuis son départ de Fleury Michon ses revenus ont été considérablement réduits, dès lors qu'il perçoit désormais des indemnités mensuelles brutes de [...] euros et [...] euros au titre de ses fonctions de maire et de vice-président d'une communauté de communes.
58. Il a précisé en outre exercer une activité de micro entreprise, spécialisée dans le conseil, sans préciser le montant des revenus tirés de cette activité, qui ne peuvent en tout état de cause excéder 72 500 euros en application de ce statut.
59. M. Roy a par ailleurs affirmé qu'à compter de 2022, il prendrait sa retraite et cesserait son activité de micro entreprise, estimant le montant brut annuel touché au titre de sa retraite à [...] euros.
60. Il a également indiqué posséder une maison en Vendée estimée à [...] euros et un appartement à Paris, estimé à

[...] euros, dont il a donné la nue-propriété à ses enfants.

61. Enfin, il a ajouté détenir environ 2 300 titres Fleury Michon, ce qui représente au cours actuel près de 52 000 euros, 185 titres Air Liquide, ce qui représente au cours actuel environ 27 000 euros, et détenir environ [...] euros de liquidités sur des livrets bancaires.
62. Par ailleurs, la notification de griefs retient que les opérations litigieuses auraient permis à M. Roy de réaliser une économie de pertes de 24 636 euros, calculée en comparant le prix total auquel ont été vendus les BSAAR en mars 2017 au prix auquel ils auraient été cédés si les opérations avaient été réalisées le 6 avril 2017 à la clôture, postérieurement à la publication de l'information privilégiée, sur le fondement d'un cours du BSAAR calculé théoriquement à partir de l'évolution du cours de l'action Fleury Michon.
63. M. Roy indique qu'aucune économie de pertes n'a pu être constatée, car il n'existait pas de cotation continue pour les BSAAR, et notamment pas de cotation à la date du 6 avril 2017.
64. Les modalités de calcul de l'avantage économique doivent refléter de manière concrète les conséquences de l'asymétrie d'information existant entre l'utilisateur de l'information privilégiée et le reste du marché, ce qui implique de comparer les opérations effectuées par les mis en cause et celles qui auraient pu être réalisées si l'information avait été rendue publique.
65. Il résulte des données versées au dossier que le cours du BSAAR Fleury Michon a eu une liquidité très faible en dehors de deux courtes périodes d'activité, l'une entre le 6 et le 19 janvier 2017 (15800 bons échangés) et l'autre entre le 2 et le 10 mars 2017 (21738 bons échangés). En particulier, les volumes échangés à compter du 10 mars 2017 ont été extrêmement réduits (700 bons entre cette date et août 2017). De ce fait, seul le cours de l'action Fleury Michon a une valeur de marché et la valeur du BSAAR ne peut être calculée que de manière théorique en référence à cette valeur en passant par une opération de conversion des BSAAR en actions. La valeur du BSAAR est alors égale au cours de l'action Fleury Michon diminué du prix d'exercice des BSAAR (47,58 euros).
66. Au regard de l'ensemble de ces éléments, il sera infligé à M. Roy une sanction de soixante mille (60 000) euros.

2. Sur la publication

67. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur entre le 11 décembre 2016 et le 2 janvier 2018, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, dispose : « *La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. / La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes : / Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données à caractère personnel ; / Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. / Les décisions portant sur des manquements, par toute personne, aux obligations prévues à l'article L. 233-7 et au II de l'article L. 233-8 du code de commerce et à l'article L. 451-1-2 du présent code font obligatoirement l'objet d'une publication [...]* ».
68. En l'espèce, la publication de la présente décision n'est ni susceptible de lui causer un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. Elle sera donc ordonnée sans anonymisation à son égard.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, président de la commission des sanctions, Mme Valérie Michel-Amsellem, M. Alain David, Mme Sandrine Elbaz Rousso, membres de la 1^{ère} section de la commission des sanctions, ainsi que M. Aurélien Hamelle, membre de la 2^{ème} section de la commission des sanctions, suppléant Mme Sophie Schiller, membre de la 1^{ère} section de la commission des sanctions, en application du I de l'article R. 621-7 du code monétaire et financier, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions :

- prononce à l'encontre de M. Jean-Louis Roy une sanction de 60 000 euros (soixante mille euros) ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et fixe à cinq ans à compter de la date de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

Fait à Paris, le 29 décembre 2021,

La Secrétaire de séance,

Le Président,

Anne Vauthier

Jean Gaeremynck

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