



**Commission
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE
M. A**

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

(...)

I – RAPPEL DES FAITS ET DE LA PROCEDURE

A – Les faits

La société anonyme à conseil d'administration « X », créée en 1981 à [...], a été introduite le 1^{er} mars 2000 sur le Second Marché d'Euronext Paris et est désormais cotée sur l'Eurolist. Elle exploite la marque X et anime le réseau des magasins fonctionnant sous cette enseigne, qui commercialisent des produits d'équipement de la maison et de la personne à bas prix dans les secteurs, notamment, de l'ameublement, de la décoration, de l'entretien, des cosmétiques et de l'habillement.

La société est contrôlée par la famille A : aux termes de la déclaration de franchissement de seuil reçue le 23 septembre 2005 à l'AMF, le groupe familial y détient 72,25% du capital et 83,31% des droits de vote. Son président directeur général était, au moment des faits, et demeure M. A.

Cette société a connu une croissance rapide de son activité au cours des dernières années. Ainsi, entre le premier exercice qui a suivi l'admission de ses titres à la cotation, clôturé le 30 septembre 2001, et l'exercice 2003-2004, son chiffre d'affaires consolidé a crû de plus de 85% pour atteindre 440 M€. Mais cette expansion, obtenue à la fois par croissance interne et par acquisition d'enseignes commerciales en France et en Belgique, a pesé sur la rentabilité du groupe : le taux de marge nette, dont la moyenne sur les trois premiers exercices de cette période s'est élevée à 6,71%, est passé à 2,87% lors de ce dernier exercice. La baisse de la rentabilité, lorsqu'elle a été portée à la connaissance du public, a fortement pesé sur le cours du titre X. Ainsi, une alerte sur les résultats figurant dans le communiqué du 23 juin 2004 a été suivie le même jour d'une baisse de 19% de ce cours qui, la veille, était proche de son plus haut niveau historique de 63,50 € ; après un rebond, l'action a diminué à nouveau et son plus bas niveau de l'année a été atteint en novembre 2004, à 33,85 €.

Le Service de la surveillance des marchés de l'AMF a observé que la chute des cours du 23 juin 2004 avait été accompagnée d'achats en quantités importantes par un intermédiaire qui était intervenu à la vente au cours de la période précédant l'annonce. Le principal initiateur de ces interventions s'est avéré être M. A. Le 12 octobre 2004, le Secrétaire général de l'AMF a donc décidé d'ouvrir une enquête sur le marché du titre X à compter du 1^{er} mars 2004. Le rapport d'enquête a été établi le 29 août 2005 et a été examiné par la Commission spécialisée du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, lors de sa séance du 11 octobre 2005.

B – La procédure

Par lettre recommandée avec accusé de réception en date du 3 novembre 2005, le président de l'AMF a notifié à M. A, président directeur général et premier actionnaire de la société X, les griefs qui lui étaient reprochés en l'informant du délai d'un mois dont il disposait pour présenter des observations écrites, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de son choix et de prendre connaissance des pièces du dossier.

(...)



II – SUR LES TEXTES APPLICABLES

Considérant que l'arrêté du 12 novembre 2004 paru au Journal officiel de la République française le 24 novembre 2004 abroge, avec effet immédiat, le règlement COB n° 90-08 relatif à l'exploitation d'une information privilégiée, en lui substituant le règlement général de l'AMF, dont il porte homologation ; qu'en vertu de l'article 47 de la loi n° 2003-706 de sécurité financière, ce règlement, et notamment ses deux premiers articles, sont demeurés applicables aux faits et situations qu'ils visaient ; que, depuis le 25 novembre 2004, c'est au regard des articles 611-1, 621-1 et 622-1 du règlement général de l'AMF, qui s'y sont substitués, que ces faits sont définis et demeurent susceptibles d'être sanctionnés ; qu'en effet, le nouveau texte a pour effet de maintenir les manquements objets des griefs puisque, tout en abrogeant le règlement COB n° 90-08, il en reprend le contenu dans des dispositions qui, même si elles sont différentes dans la forme, restent pour l'essentiel équivalentes au fond ;

Considérant toutefois que le règlement général a modifié deux concepts :

- 1 - est désormais interdite, non plus seulement « l'exploitation » prévue par le règlement n° 90-08, mais aussi la simple « utilisation » d'une information privilégiée ;
- 2 - l'influence sur les cours que l'information serait susceptible d'avoir si elle était rendue publique est désormais qualifiée de « sensible », alors que le règlement précédent ne faisait référence qu'à une simple « incidence sur les cours » ;

Considérant que l'extension de la définition du comportement incriminé (1) n'est évidemment pas applicable au manquement, antérieur à l'entrée en vigueur des articles 621-1 et 622-1 du règlement général, reproché au mis en cause, qui doit bénéficier à cet égard du maintien des dispositions antérieures moins sévères ; qu'à l'inverse, la qualification de « sensible » donnée à l'influence sur les cours (2) est constitutive d'une loi plus douce, immédiatement applicable ; que, sous cette dernière réserve, c'est donc au regard du règlement n° 90-08 en vigueur au moment où ils sont intervenus que les faits seront examinés ;

III – SUR LE MANQUEMENT

Considérant que, selon la notification de griefs, alors que M. A était « seul en charge du plan de rachat de titres X par la société », « dès le 13 mai 2004, soit le lendemain du jour où la société X avait notamment annoncé par communiqué de presse une progression de son chiffre d'affaires semestriel de 31% (à 224,3 M€) », la société a vendu 20 000 de ses propres actions à 60,50 € l'une, tandis que, le 17 mai 2004, M. A a lui-même cédé 10 000 de ses propres titres X au prix unitaire de 62 € et la société a vendu le lendemain 10 000 actions supplémentaires pour 62 € l'une puis, le 21 mai 2004, 9 304 autres pour 63 € ; que, si « ces cessions ont eu lieu avant que [M. A ait] eu une connaissance exacte des charges ayant ensuite motivé l'alerte sur la rentabilité du 23 juin 2004, elles ont néanmoins eu lieu après que [celui-ci ait] eu connaissance du « reporting financier » du 1^{er} semestre 2003/2004 (qui) contenait des informations précises sur le chiffre d'affaires, le résultat d'exploitation, le résultat courant et certains soldes intermédiaires de gestion consolidés de la société X au 31 mars 2004 » ; que « même si ces données n'étaient pas encore validées par les commissaires aux comptes, elles s'en sont révélées proches : ainsi le résultat courant figurant dans ce document ressortait à 25,95 M€, contre 27,4 M€ après l'audit des commissaires aux comptes » ; qu'il est donc reproché à M. A d'avoir, lors des cessions des 13, 17, 18 et 21 mai 2004, exploité des informations « précises, susceptibles d'avoir un impact sensible sur les cours des actions X » et alors « encore confidentielles » ;

Considérant que, pour sa défense, M. A expose que :

- la cession par la société de ses propres actions avait pour objet de répondre, à hauteur de 15% de leur montant total, aux besoins de trésorerie de X générés par l'achat des stocks de produits d'échéance et de fin d'année, besoins qui s'étaient considérablement accrus par rapport à ceux de l'exercice précédent du fait, d'une part, de la régression de 47% du résultat net du groupe, d'autre part, de la politique d'expansion concrétisée par l'ouverture de 36 nouveaux magasins ;
- dans le même temps, s'il a lui-même également vendu des titres de sa société, c'est notamment afin de financer l'acquisition d'un bateau dénommé « [...] » ;
- le processus d'élaboration du « reporting financier » du 1^{er} semestre 2003/2004 est distinct de celui des comptes semestriels, ce « reporting » étant établi à partir d'éléments prévisionnels, à un moment où les écritures comptables ne sont pas encore arrêtées ;
- les informations dont il disposait lors de l'exécution des transactions litigieuses n'étaient pas inattendues ; en effet, le communiqué du 23 juin 2004 se plaçait dans la stricte continuité de celui qui avait été diffusé le 12 mai 2004 à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires du premier semestre, dont les informations ont été confirmées, et le cas échéant explicitées ; ont été notamment indiquées dès le 12 mai 2004 tant la « très forte augmentation de la taxe d'aide au



commerce et à l'artisanat décidée par la loi de finances pour 2004 » que la circonstance que l'exercice 2003-2004 était « un exercice de consolidation des acquisitions récentes, caractérisées par des charges non récurrentes » ; certains analystes financiers en charge du suivi de l'action avaient d'ailleurs relevé l'ampleur des charges supportées par X pour l'exercice en cause, de sorte que « les informations qui ont été données au marché lors de la publication des résultats semestriels concernant la dégradation de la rentabilité du groupe pouvaient être anticipées eu égard à la communication passée du groupe » ;

- les informations dont il s'agit n'étaient pas susceptibles d'avoir une incidence sensible sur le cours du titre X et « le décrochage du cours de bourse du titre X le 23 juin 2004 paraît surtout refléter une mauvaise réactivité des marchés (...) qui peut sans doute s'expliquer par la faible liquidité du titre » ; la société n'avait pas publié de chiffres prévisionnels au titre du premier semestre 2003-2004 et « il n'y avait nulle raison de penser que la parution des chiffres du premier semestre allait provoquer une telle chute du titre X » ; plus précisément, c'est dès le 12 mai 2004 que le marché aurait dû réagir aux mauvaises nouvelles publiées par la société quant à l'importance des charges qui allaient affecter ses résultats ; le 23 juin 2004, ont été en effet annoncés, d'une part, un montant de taxe d'aide au commerce et à l'artisanat inférieur à celui annoncé le mois précédent, d'autre part, une augmentation du résultat d'exploitation de 2% ; la société de bourse [...], « si elle a modifié sa note de « renforcer » à « alléger » le 23 juin 2004, a immédiatement revu cette notation le 24 juin 2004, à « conserver » et le broker [...] a « conservé la même notation de février à août 2004 (à savoir « conserver »), et ce, alors même qu'elle a sorti une note d'analyse financière lors de la parution des résultats du premier semestre de X » ;

Sur le caractère privilégié de l'information dont disposait M. A lors de l'exécution des transactions litigieuses

Considérant que, s'il est exact que le communiqué du 12 mai 2004, essentiellement consacré à la hausse de 31% du chiffre d'affaires du premier semestre de l'exercice 2003-2004, faisait état de la « charge non prévue » résultant de « la très forte augmentation de la taxe d'aide au commerce et à l'artisanat » et indiquait que « 2003-2004 sera un exercice de consolidation des acquisitions récentes, caractérisées par des charges non récurrentes », il ne permettait pas pour autant d'anticiper l'information sur l'érosion de 2% du résultat net part du groupe communiquée le 23 juin suivant, d'autant plus inattendue qu'elle allait à contre-courant de l'évolution très favorable du chiffre d'affaires ; que le cours du titre s'était d'ailleurs sensiblement élevé (cote 0000032) dans les jours suivant le communiqué du 12 mai 2004 centré sur le concept de « progression », qui figure à quatre reprises dans ses neuf premières lignes ; que M. A ne conteste ni la tonalité optimiste de cette communication, ni le fait qu'il a disposé, dès le 13 mai 2004, du « reporting financier » qui faisait notamment état, par rapport au premier semestre de l'exercice précédent, d'une stagnation de la marge brute et d'un retrait du résultat net part de groupe ; qu'il fallait donc s'attendre, en dépit du développement des ventes, à une inflexion de la rentabilité de la société qui n'était alors aucunement envisagée par le marché, comme le montre l'évolution haussière des cours du titre, et qui, si elle avait été rendue immédiatement publique, aurait été perçue défavorablement et aurait fait craindre une aggravation de la tendance ; que cette aggravation s'est d'ailleurs confirmée à la fin de l'exercice avec une diminution, par rapport à l'année précédente, de 20% du résultat d'exploitation et de 47% du résultat net part du groupe ; que lors de la séance, M. A a spontanément indiqué que le « reporting financier » de mai 2004 était le premier à traduire une baisse de rentabilité jamais survenue auparavant, tandis qu'au cours de l'enquête, son conseiller, M. B, a confirmé qu'ils avaient alors eu connaissance « des mauvais résultats semestriels qui allaient être publiés au mois de juin 2004 » (cote 0000074) ; que cette dégradation des résultats de la société constituait dès lors une information nouvelle, précise, inattendue et inconnue du marché, dont la communication n'aurait pu avoir qu'un effet baissier « sensible », comme en témoigne la diminution de 19% du cours du titre le 23 juin 2004 ; qu'il s'agissait donc bien d'une information privilégiée de nature à interdire à son détenteur de procéder à des ventes d'actions jusqu'au communiqué du 22 juin 2004 qui a fait état de l'érosion du résultat de la société ;

Sur les circonstances dans lesquelles les transactions sont intervenues

Considérant qu'il résulte des auditions du directeur gde la société [...], de M. B et de M. A lui-même que c'est ce dernier, « seul en charge du plan de rachat de titres X par la société », qui a pris la décision de céder, du 13 au 21 mai 2004, une part de ses propres actions ainsi que de celles détenues par X, ce qui a eu pour effet de mettre fin à une période d'une année durant laquelle, à la seule exception du mois d'août 2003, les rachats de ses titres par la société avaient excédé, parfois largement, ses cessions ; que, détenteur d'une information privilégiée sur la baisse de rentabilité de la société, M. A ne pourrait s'exonérer de l'interdiction qui lui était faite d'opérer que s'il démontrait avoir été contraint à la vente par des circonstances extérieures de nature à exclure de sa part toute « exploitation » de la situation ; qu'en effet, du point de vue de la caractérisation du manquement, il importe peu que le mis en cause ait agi



délibérément ou, comme il le soutient, de manière imprudente, dès lors qu'il ne démontre pas s'être trouvé dans l'impossibilité de faire autrement ;

Considérant, d'une part, que la nécessité de faire face à l'échéancier de paiement du bateau qu'il avait acquis, qui s'étalait sur la période du 5 janvier au 5 août 2004, ne saurait justifier les ventes faites à titre personnel par M. A ; que si ces cessions, ainsi que d'autres intervenues en mars et avril 2004, ont permis de répondre à hauteur de 1 261 392 € aux besoins du mis en cause, il demeure que l'échéancier correspondait, pour cette période de trois mois, à un montant cumulé de 3 460 000 € fixé à l'avance, et dès lors prévisible ; que les titres auraient donc pu être vendus à un autre moment qu'au lendemain du communiqué du 12 mai 2004 ;

Considérant, d'autre part, que pour remédier aux difficultés de trésorerie de X, il lui aurait suffi de solliciter un concours bancaire, mais que M. A a préféré procéder aux ventes litigieuses, au demeurant insuffisantes pour répondre aux besoins de la société ; que ces opérations procèdent donc d'un choix, et non d'une contrainte ; qu'est donc caractérisée, dans tous ses éléments, l'exploitation de l'information privilégiée reprochée à M. A ;

Considérant que les cessions faites pour la société et pour M. A, à un moment où le cours du titre venait de monter, ont été, pour l'une comme pour l'autre, très profitables au regard de la moins-value de 20% constatée au lendemain du communiqué du 23 juin 2004 ; qu'ainsi, si le mis en cause, comme il en avait l'obligation, avait attendu cette date pour vendre ses propres actions, il aurait perçu 133 300 € de moins ; qu'aux termes du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, « *le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* » ; que, toutefois, compte tenu des circonstances particulières dans lesquelles le manquement a été commis et des efforts entrepris au sein de la société, dès le début de l'enquête, pour prévenir le renouvellement de faits de cette nature, ne sera prononcée qu'une sanction de 50 000 € ;

PAR CES MOTIFS,

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

DECIDE DE :

- prononcer à l'encontre de M. A une sanction pécuniaire de 50 000 € (cinquante mille euros) ;
- publier la présente décision au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, ainsi que sur le site internet et dans la revue de l'AMF.

A Paris, le 1^{er} juin 2006,

Le Secrétaire,
Marc-Pierre Janicot

La Présidente
Claude Nocquet