



La Commission des sanctions

DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE MM. A, B, C, D, E, F, G ET H

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

- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14 et L.621-15 dans leur rédaction issue de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 ainsi que ses articles R 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu le code de commerce, notamment son article L. 233-7-I ;
- Vu la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 modifiée de sécurité financière, notamment son article 47 ;
- Vu le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales, notamment son article 247-1 ;
- Vu les articles 2 et 4 du règlement de la Commission des opérations de bourse (COB) n° 90-08 maintenus en vigueur jusqu'à leur reprise, à compter du 25 novembre 2004, par les articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ;
- Vu les articles 222-12, 621-1, 622-1, 622-2 et 632-1 du règlement général de l'AMF, dans leur rédaction à l'époque des faits ;
- Vu les notifications de griefs adressées le 22 juin 2006 à MM. E et B, le 17 juillet 2006 à MM. A, C, D, F, G et H;
- Vu la décision du 21 juillet 2006 du président de la Commission des sanctions désignant M. Jean-Jacques Surzur, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu les observations écrites de MM. B, E, D et C, reçues par l'AMF respectivement les 25 et 26 juillet, 3 août et 11 septembre 2006, de M. A reçues le 21 août 2006 complétées par des observations de Me Jean-Noël Derriennic reçues le 16 octobre 2006, de Me Jennifer Downing pour le compte de M. G et de Me Jean-Guillaume d'Hérouville pour le compte de M. H déposées à l'AMF respectivement les 29 septembre et 19 octobre 2006, de M. F reçues par l'AMF le 20 octobre 2006 ;
- Vu l'audition par le rapporteur de M. H, en date du 20 novembre 2006 ;
- Vu le rapport de M. Jean-Jacques Surzur en date du 7 décembre 2006
- Vu les lettres de convocation à une séance de la Commission des sanctions du 18 janvier 2007 auxquelles était annexé le rapport signé du rapporteur, adressées à MM. A, C, D, F, E et H le 8 décembre 2006, à MM. B et G le 11 décembre 2006 ;
- Vu les observations écrites en réponse au rapport du rapporteur de M. E reçues par l'AMF le 21 décembre 2006, de Me Stéphane Gautier pour le compte de M. B et de Me Richard Kuperman pour le compte de M. D reçues par l'AMF le 3 janvier 2007, de Me Annie Castrie pour le compte de MM. C et F reçues par l'AMF le 8 janvier 2007, de Me Jean-Noël Derriennic pour le compte de M. A reçues par l'AMF le 9 janvier 2007 ;
- Vu les lettres en date du 9 janvier 2007 adressées à MM. A, B, C, D, F, E, G et H faisant part du renvoi de la séance prévue le 18 janvier 2007 au 1^{er} mars 2007;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 1^{er} février 2007 :

- M. le rapporteur en son rapport ;
- M. Nicolas Namias, commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- Me Jean-Noël Derriennic, conseil de M. A,
- Me Stéphane Gautier, conseil de M. B,
- Me Richard Kuperman, conseil de M. D,
- Me Annie Castrie, conseil de MM. C et F,
- M. E,
- Me Jennifer Downing, conseil de M. G,
- Me Jean-Guillaume d'Hérouville, conseil de M. H,

MM. A, B, C, D, F, E, G et H ayant pris la parole en dernier ;

I. FAITS ET PROCEDURE

La société X est une société de service en ingénierie informatique, introduite successivement au Second marché en 1998 puis au Premier marché en 1999, et dont le président directeur général est M. A.

Son capital est aujourd'hui composé d'environ 46 millions d'actions cotées au compartiment B de l'Eurolist, dont, au 31 décembre 2004, 84% étaient détenues par le public, environ 9% par M. A et environ 5% par les managers et salariés du groupe. Au 1^{er} mars 2006, l'action cotait 6,85 €.

La société X est, par ailleurs, cotée sous la forme d'une obligation à bon de souscription d'action remboursable (" OBSAR ") et d'un bon de souscription d'action remboursable autonome (" BSAR ") émis le 5 août 2003 à échéance 2008.

Le 14 septembre 2004, la société X a publié ses résultats du premier semestre 2004, dont une marge opérationnelle de 5,4% sur ces six premiers mois, et a fait part de ses perspectives en ces termes : " *la société X maintient ses objectifs de croissance pour 2004 qui restera une année de transition. Le deuxième semestre 2004 devrait être dans la ligne du premier avec un troisième trimestre traditionnellement faible et un quatrième trimestre de meilleur niveau de rentabilité opérationnelle* ". Le 23 septembre 2004, M. A a confirmé, dans un entretien accordé à boursier.com, que " *sur le second semestre, la marge d'exploitation devrait demeurer autour de 5,4 ou 5,5 %* ".

Le 9 novembre 2004, après la clôture de la séance de bourse, la société X a publié un communiqué accompagnant l'annonce du chiffre d'affaires pour le troisième trimestre d'un avertissement sur résultats, précisant que " *le résultat du quatrième trimestre devrait (...) permettre de dégager une marge opérationnelle supérieure à 4% sur l'ensemble de l'année 2004* ", ce qui signifiait que les prévisions relatives à la marge opérationnelle du second semestre ne seraient pas atteintes. Le cours de l'action, établi à 5,04 € en clôture, a ouvert la séance du 10 novembre à 4,65 € et a baissé immédiatement jusqu'à 4,51 €, soit une baisse de plus de 10,5%. 1 132 756 titres se sont échangés au cours de la séance, soit 2,6% du capital. Quant au cours du BSAR, il est passé de 1,21 € le 9 novembre en clôture à un plus bas de 1,07 € le 10 novembre avant de terminer la séance à 1,11 €.

Le 15 mars 2005, la société X a publié un communiqué, après la clôture de la séance de bourse, annonçant les résultats de l'exercice 2004. Pour la première fois depuis son introduction en bourse, la société X affichait un résultat net négatif, à hauteur de 27,2 millions d'euros. Le cours de l'action est passé de 5,66 € le 15 mars en clôture à 5,21 € le 16 mars immédiatement après l'ouverture – soit une baisse de près de 8% –, puis à 5,24 € à la clôture. Plus de 1,1 million de titres ont été échangés au cours de la séance.

Le 30 avril 2005, le magazine *Investir Hebdo* a reproduit les dires de M. A selon lesquels il avait cédé 70 000 actions de la société X en octobre et novembre 2004 après avoir passé des ordres en ce sens le 15 septembre 2004, alors que, selon le rapport d'enquête, il a cédé 120 400 actions de la société X, les ordres ayant été exécutés les 20 et 28 octobre 2004.

Lors de sa séance du 9 mai 2006, la commission spécialisée n° 2 du Collège de l'AMF a examiné le rapport établi par la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés à la suite de l'ouverture d'une enquête sur le marché du titre de la société X à compter du 1^{er} septembre 2004 décidée par le

secrétaire général de l'AMF le 31 janvier 2005. Elle a décidé de procéder à des notifications de griefs à M. A, président directeur général de la société X, M. B, directeur général délégué et administrateur de la société X, M. C, directeur général délégué et secrétaire général de la société X, M. D, directeur général délégué de la société X, M. E, conseiller du président directeur général de la société X, F, contrôleur de gestion au sein de la société X, M. G, responsable des relations investisseurs au sein de la société X et M. H, analyste chez la société Y.

Il est reproché à MM. A, B, C, D, E et F d'avoir commis un manquement d'initié en vendant des titres de la société X au cours des semaines précédant la publication de l'avertissement sur résultats le 9 novembre 2004, alors qu'ils détenaient une information privilégiée relative aux prévisions de marge opérationnelle du second semestre 2004, faits susceptibles d'être sanctionnés sur le fondement de l'article 2 du règlement COB n° 90-08 et des articles L.621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Il est reproché à M. G d'avoir commis un manquement d'initié en communiquant, au plus tard le 22 octobre 2004, à M. H une information privilégiée selon laquelle la prévision de marge opérationnelle de la société X pour le second semestre 2004 ne serait très certainement pas atteinte, fait susceptible d'être sanctionné sur le fondement de l'article 2 du règlement COB n° 90-08 et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Il est reproché à M. H d'avoir commis un manquement d'initié en communiquant à des vendeurs de la société Y une information privilégiée sur la publication prochaine par la société X d'un avertissement sur résultats, fait susceptible d'être sanctionné sur le fondement de l'article 4 du règlement COB n° 90-08 et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Il est également reproché à MM. A, B et C d'avoir commis un manquement d'initié en vendant des titres de la société X au cours des semaines précédant la publication du communiqué du 15 mars 2005, alors qu'ils détenaient une information privilégiée sur le résultat net de la société au titre de l'exercice 2004, faits susceptibles d'être sanctionnés sur le fondement des articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Il est enfin reproché à M. A, d'une part, d'avoir effectué, le 15 avril 2005, de manière tardive et erronée une déclaration de franchissement à la baisse du seuil des 10% du capital social de la société X, fait susceptible d'être sanctionné sur le fondement de l'article L. 233-7-1 du code de commerce et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier, d'autre part, d'avoir communiqué des informations inexactes relatives aux transactions qu'il avait opérées sur le titre de la société X, fait susceptible d'être sanctionné sur le fondement de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier.

Le rapport d'enquête a été annexé aux lettres portant notification des griefs et copie de celles-ci a été transmise au président de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur.

Le président de la Commission des sanctions a désigné M. Jean-Jacques Surzur en qualité de rapporteur par décision en date du 21 juillet 2006.

MM. B, E, D et C ont fait parvenir des observations par courrier reçu respectivement les 25 et 26 juillet, 3 août et 11 septembre 2006.

M. A a fait parvenir ses premières observations le 21 août 2006. Me Jean-Noël Derriennic a déposé des observations complémentaires pour son compte par courrier reçu le 16 octobre 2006.

Me Jennifer Downing a déposé des observations pour le compte de M. G le 29 septembre 2006.

Me Jean-Guillaume d'Hérouville a déposé des observations pour le compte de M. H par courrier reçu le 19 octobre 2006.

M. F a fait parvenir des observations par courrier reçu le 20 octobre 2006.

Le 20 novembre 2006, M. Jean-Jacques Surzur a entendu, à sa demande, M. H assisté de Mes Jean-Guillaume d'Hérouville et Laurence Dumas.

Le 7 décembre 2006, M. Jean-Jacques Surzur a déposé son rapport.

MM. A, C, D, E, F et H ont été convoqués à la séance du 18 janvier 2007, par lettres recommandées avec



avis de réception du 8 décembre 2006 auxquelles était annexé le rapport du rapporteur. MM. G et B ont été convoqués à la séance du 18 janvier 2007, par lettres recommandées avec avis de réception du 11 décembre 2006 auxquelles était également annexé le rapport du rapporteur.

Par courriers reçus respectivement les 21 décembre 2006, 3 et 8 janvier 2007, M. E, Me Stéphane Gautier pour le compte de M. B, Me Richard Kuperman pour le compte de M. D et Me Annie Castrie pour le compte de MM. F et C ont fait parvenir des observations en réponse au rapport du rapporteur.

Faute pour l'une des personnes mises en cause d'avoir reçu sa convocation dans le délai imposé par l'article R. 621-39 III du code monétaire et financier, MM. A, B, C, D, E, F, G et H ont été avisés du report de la séance prévue le 18 janvier 2007 et convoqués à la séance du 1^{er} mars 2007, par lettres recommandées avec avis de réception du 9 janvier 2007.

Par courrier reçu le 9 janvier 2007, Me Jean-Noël Derriennic, pour le compte de M. A, a fait parvenir des observations en réponse au rapport du rapporteur.

Par courrier reçu le 5 février 2007, Me Annie Castrie a fait parvenir des pièces complémentaires au soutien des observations de M. C.

Au début de la séance du 1^{er} mars 2007, tous les mis en cause ont confirmé avoir pris connaissance de leur convocation dans le délai de 30 jours francs prévu par l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

II. MOTIFS DE LA DECISION

I. Sur les textes applicables

Considérant que l'ensemble des faits reprochés aux personnes mises en cause se sont déroulés d'octobre 2004 à avril 2005 ; qu'ils doivent, dès lors, être appréciés au regard des dispositions combinées des articles L. 621-15 et L. 621-14 du code monétaire et financier, dans leur rédaction issue de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 alors en vigueur, dont il résulte que peut être sanctionnée toute personne auteur de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ; qu'en effet, il n'y a pas de dispositions postérieures à la loi du 1^{er} août 2003 plus douces susceptibles de recevoir une application rétroactive ;

Considérant que les faits susceptibles d'être qualifiés de manquement d'initié, reprochés à MM. A, B, C, D, E, F, G et H s'étant déroulés d'octobre 2004 au 9 novembre 2004, doivent être appréciés au regard du règlement COB n° 90-08, alors en vigueur, et de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, qui 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 n° 90-08 ne faisait référence qu'à une " incidence sur les cours " ;

Considérant que si l'extension de la définition du comportement incriminé (1) n'est évidemment pas applicable aux manquements d'initiés susvisés, antérieurs à l'entrée en vigueur des articles 621-1 et 622-1 du règlement général, les mis en cause devant bénéficier à cet égard du maintien des dispositions antérieures moins sévères, la qualification de " sensible " donnée à l'influence sur les cours (2) est constitutive d'une loi plus douce, immédiatement applicable à l'ensemble des faits ci-dessus rappelés ;

Considérant que les faits susceptibles d'être qualifiés de manquement d'initié, reprochés à MM. A, B et C, s'étant déroulés entre le 17 février et le 15 mars 2005, doivent être appréciés au regard des seules dispositions des articles 621-1, 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF alors en vigueur ;

Considérant que les faits objet du grief tiré du non respect des dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils reprochés à M. A doivent être appréciés au regard des dispositions de l'article L. 233-7-I du code de commerce ;

Considérant, enfin, que le grief tiré de la communication d'informations inexactes reproché à M. A porte sur des faits intervenus le 30 avril 2005 ; qu'il doit donc être apprécié au regard des dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, alors en vigueur ;

II. Sur les manquements d'initié d'octobre et novembre 2004 reprochés à MM. A, B, C, D, E, F

Considérant qu'il résulte de la combinaison des articles 1^{er}, 2 et 4 du règlement COB n° 90-08 et de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF que :

- 1 une information privilégiée est une information précise, qui n'a pas été rendue publique, qui concerne un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ;
- 2 les personnes disposant d'une information privilégiée à raison de leur qualité de membres des organes d'administration, de direction, de surveillance d'un émetteur, ou à raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur doivent s'abstenir d'exploiter cette information privilégiée, pour compte propre ou pour compte d'autrui ;
- 3 les personnes disposant d'une information privilégiée à raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur doivent s'abstenir de communiquer cette information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle est détenue ;

Considérant que, selon les notifications de griefs, dès qu'il a été connu des mis en cause, le fait que la prévision de marge opérationnelle pour le second semestre 2004, telle qu'annoncée le 23 septembre 2004, ne pourrait pas être atteinte a constitué une information privilégiée jusqu'à la publication par la société X, le 9 novembre 2004, de l'avertissement sur résultats ;

Considérant qu'il est reproché :

- à M. A d'avoir cédé 120 400 actions de la société X entre le 20 octobre et le 2 novembre 2004, alors qu'il en avait connaissance, en sa qualité de président-directeur général de la société X, depuis le 12 octobre 2004 au plus tôt et le 14 octobre 2004 au plus tard ;
- à M. B d'avoir cédé entre le 19 octobre et le 9 novembre 2004, 92 329 actions de la société X et 23 640 BSAR pour son compte, 53 655 actions pour le compte de son épouse, 1 700 actions pour le compte de sa fille et 75 actions pour le compte de son fils, alors qu'il avait eu connaissance de cette information privilégiée, en sa qualité de directeur général délégué et administrateur de la société X, dès le 14 octobre 2004, pour avoir été destinataire ce jour-là d'un courriel de M. A, et au plus tard le 20 octobre 2004, date d'une réunion du comité exécutif à laquelle il avait participé ;
- à M. C d'avoir cédé 61 941 actions de la société X entre le 19 octobre et le 5 novembre 2004, alors qu'il la détenait, en sa qualité de directeur général délégué et secrétaire général de la société X, depuis le 20 octobre 2004, date d'une réunion du comité exécutif à laquelle il avait participé ;
- à M. D d'avoir cédé 79 992 actions de la société X entre le 14 octobre et le 8 novembre 2004, alors qu'il en avait eu connaissance, en sa qualité de directeur général délégué de la société X, dès le 12 octobre, grâce à la transmission d'informations par le directeur financier, et au plus tard le 20 octobre 2004, date d'une réunion du comité exécutif à laquelle il avait participé ;
- à M. E d'avoir cédé 5 000 actions de la société X le 28 octobre 2004, alors qu'il en disposait, en sa qualité de conseiller du président directeur-général de la société X, à compter du séminaire du comité exécutif de la société X du 27 octobre 2004 ;
- à M. F d'avoir cédé 30 214 actions de la société X le 8 novembre 2004, l'ordre ayant été exécuté le 9 novembre 2004, alors qu'il avait eu connaissance de cette information privilégiée à l'occasion de ses fonctions au sein de la société X, au plus tard le 8 novembre 2004 ;

2.1. Sur le caractère privilégié de l'information

Considérant qu'il s'agit bien d'une information précise, non publique avant le communiqué de la société X du 9 novembre 2004 et susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours des titres de la société X ;

2.1.1. Sur le caractère précis de l'information



Considérant qu'il n'est pas contestable que le non respect par un émetteur d'une prévision de résultats qu'il avait annoncée au public constitue une information précise ; qu'il importe peu que les chiffres relatifs aux résultats n'aient pas été définitivement arrêtés, dès lors que l'impossibilité avérée, pour la société, d'atteindre ses propres prévisions, telles qu'elle les avait annoncées au public, caractérise, en soi, le caractère précis de ce type d'information ;

Considérant qu'en l'espèce, il était fortement probable, voire certain, que la société X n'atteindrait pas ce qu'elle avait annoncé ; qu'en effet, à partir des données provenant des propres services de la société, notamment le résultat d'exploitation du troisième trimestre, il était acquis que celle-ci ne réaliserait pas, pour le second semestre 2004, la marge opérationnelle attendue ;

2.1.2. Sur le caractère non public de l'information

Considérant qu'il n'est pas davantage contestable que le public n'a su que le 9 novembre 2004, date du communiqué de la société X, que ne seraient pas atteintes les prévisions pour le second semestre 2004, telles qu'elles avaient été annoncées par la société le 14 septembre 2004 et confirmées par M. A le 23 septembre 2004 ;

Considérant en effet que la société X a, le 14 septembre 2004, annoncé, d'une part, une marge opérationnelle de 5,4% pour le premier semestre 2004, d'autre part, que " *le deuxième semestre 2004 devrait être dans la ligne du premier avec un troisième trimestre traditionnellement faible et un quatrième trimestre de meilleur niveau de rentabilité opérationnelle*", le rapprochement de ces deux propositions impliquant une prévision de marge opérationnelle pour le second semestre 2004 proche de 5,4% ; que M. A a confirmé, le 23 septembre 2004, sur le site *Boursier.com*, cette prévision en déclarant que " *sur le second semestre, la marge d'exploitation devrait demeurer autour de 5,4 ou 5,5%*" ;

Considérant que l'impossibilité d'atteindre une telle marge était acquise dès la mi-octobre, quelles qu'aient pu être les évolutions postérieures ; que, si, au sein de l'entreprise, un nombre important de personnes savait depuis plusieurs mois que les objectifs ne seraient pas atteints, leur connaissance de la situation réelle contredisait les annonces faites au marché, de sorte que l'information détenue en interne ne pouvait être regardée comme "publique" ;

Considérant que, de même, la circonstance que des analystes ou commentateurs aient pu partager une telle appréciation sur la prévision de marge opérationnelle du second semestre 2004 ne saurait suffire à modifier le caractère de cette information ; qu'en effet, les estimations des analystes financiers, tiers étrangers à la société, s'analysent comme des appréciations subjectives qui, au demeurant, ont été démenties par les annonces et confirmations de la société X des 14 et 23 septembre 2004 ;

2.1.3. Sur l'incidence sensible que l'information est susceptible d'avoir sur le cours des titres de la société X

Considérant que l'annonce par un émetteur de ce que ses prévisions de résultat ne sont pas atteintes est, par nature, susceptible d'avoir une telle incidence sur le cours des titres émis, *a fortiori* lorsque les résultats se situent à contre tendance par rapport à la conjoncture sectorielle et à ceux de ses concurrents ;

Considérant qu'en l'espèce, la publication du communiqué du 9 novembre 2004 a eu pour effet de provoquer la chute immédiate :

- du cours de l'action, qui a enregistré une baisse de plus de 10,5% le 10 novembre en passant de 4,65 € à l'ouverture à 4,51 € dans les minutes suivantes, alors que la veille elle cotait encore à la clôture 5,04 € ;
- du cours du BSAR, passé de 1,21 € le 9 novembre en clôture à, le 10 novembre, un plus bas de 1,07 € avant de terminer la séance à 1,11 € ;

2.2. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par MM. A, B, C, D, E, F

Considérant qu'il résulte des pièces du dossier que :

- le 12 octobre 2004, le directeur financier a reçu le *reporting* de gestion du mois de septembre d'où il ressortait, selon ses déclarations, que la société X serait bien en dessous des objectifs de marge opérationnelle du 3^{ème} trimestre, ce qui impliquait que les objectifs pour le second semestre ne seraient pas atteints, les résultats du 4^{ème} trimestre – quels qu'ils soient – ne pouvant permettre de rattraper ceux du trimestre précédent ; il en a immédiatement informé oralement M. A ;



- le 14 octobre 2004, en réaction à ce *reporting*, M. A a adressé au directeur financier et à M. B un courriel, au ton alarmiste, et dont les termes sont sans ambiguïté sur sa compréhension de la situation : “ *la plupart de nos collègues annoncent des résultats pour Q3 et Q4 en amélioration et particulièrement en France (...) Je vous demande de procéder à une analyse sans fard pour comprendre la raison de notre situation particulière. (...) Je compte sur vous et je sais combien vous mesurez la situation* ”;
- le 20 octobre 2004, s'est tenue une réunion du comité exécutif à laquelle participaient notamment MM. B, C et D, qui a fait l'objet, le lendemain, d'un compte rendu établi par le directeur financier et M. B, puis adressé en soirée à M. A ; il ressort de ce compte rendu qu'au cours de la réunion, ont été arrêtées des données précises relatives à la marge opérationnelle du 3^{ème} trimestre 2004, se situant à un peu moins de 2%, ainsi qu'à son impact chiffré défavorable sur la marge opérationnelle du 2^{ème} semestre 2004 et sur celle de l'année 2004, comprise entre 4,4% et 4,6%, soit “ *nettement en dessous de l'attente des analystes* ” ;
- le 26 octobre 2004, le directeur financier a adressé un nouveau courriel à M. A l'informant que la marge opérationnelle du 3ème trimestre 2004, était fixée à 2,64%, et que celles du quatrième trimestre et de l'année 2004 étaient respectivement évaluées à 5,1% et 4,3% ;
- le 27 octobre 2004, s'est tenu un séminaire du comité exécutif, auquel participaient MM. A, B, C, D et E, au cours duquel M. A a annoncé qu'il n'y avait pas d'autre choix que de faire un *profit warning* le 9 novembre 2004 ;

2.2.1. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. A

Considérant qu'ainsi, en raison de sa qualité de président directeur général, M. A disposait dès le 12 octobre 2004 de l'information privilégiée, de sorte qu'il était tenu à un devoir d'abstention ; qu'il a cependant vendu à un cours moyen de 5,12 €, entre le 20 octobre et le 2 novembre 2004, 120 400 des 4 173 331 actions qu'il détenait le 1^{er} septembre 2004, soit 2,88% de sa participation ; que les besoins de trésorerie et les contraintes patrimoniales invoquées par M. A ne sont pas de nature à justifier les cessions de titres intervenues, dès lors que celui-ci ne démontre pas s'être trouvé dans l'impossibilité absolue de reporter les opérations à la fin de la courte période qui a précédé le communiqué du 9 novembre 2004 ; que c'est en vain qu'il invoque l'absence d'intention spéculative, le manquement d'initié étant caractérisé par le seul fait d'avoir vendu des titres sans y avoir été contraint par une circonstance insurmontable, de nature à justifier la transgression du devoir d'abstention qui résultait de la détention d'une information privilégiée ;

Considérant que l'exploitation d'une information privilégiée est donc caractérisée dans tous ses éléments à l'égard de M. A ;

2.2.2. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. B

Considérant qu'en raison de sa qualité de directeur général délégué et administrateur de la société X , M. B, destinataire du courriel de M. A du 14 octobre 2004, disposait de l'information privilégiée dès cette date ; que le directeur financier a confirmé que M. B avait été informé de la dégradation de la rentabilité au 3^{ème} trimestre en même temps que lui-même et que M. A, soit au plus tard le 14 octobre 2004 ; que M. B a, en outre, participé à la réunion du comité exécutif du 20 octobre 2004, au cours de laquelle des données chiffrées ont été arrêtées ;

Considérant qu'alors qu'il était tenu à un devoir d'abstention depuis le 14 octobre 2004, M. B a cédé, entre le 19 octobre et le 9 novembre 2004 :

- pour son compte, 92 329 actions au cours moyen de 5,22 € et 23 640 BSAR au cours moyen de 1,33 €, ce qui représente une cession de 6,37% de sa participation en actions et de 10,11% des BSAR détenus ;
- pour le compte de son épouse, 53 655 actions, représentant 18,14 % de ses titres, au cours moyen de 5,17 € ;
- pour le compte de sa fille, la totalité de ses 1 700 actions au cours moyen de 5,16 € ;
- pour le compte de son fils, la totalité de ses 75 actions au cours moyen de 5,20 € ;

Considérant que M. B, profitant de la baisse du cours, a ensuite racheté, entre le 23 novembre et le 3 décembre 2004, 57 298 actions pour son compte, au cours moyen de 4,43 €, et 63 790 actions pour le compte de son épouse, au cours moyen de 4,45€ ;

Considérant que les besoins de trésorerie et les contraintes patrimoniales invoquées par M. B ne sont pas de nature à justifier les cessions de titres intervenues, dès lors que celui-ci ne démontre pas s'être trouvé dans l'impossibilité absolue de reporter les opérations à la fin de la courte période qui a précédé le communiqué du 9 novembre 2004 ;

Considérant que l'exploitation d'une information privilégiée est donc caractérisée à l'égard de M. B du fait des cessions de titres de la société X intervenues, pour lui-même ainsi que pour son épouse et ses enfants, entre le 19 octobre et le 9 novembre 2004 ;

2.2.3. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. C

Considérant qu'ayant, en sa qualité de directeur général délégué et secrétaire général de la société X, participé à la réunion du comité exécutif du 20 octobre 2004, M. C ne saurait contester qu'il disposait de l'information privilégiée à compter de cette date; qu'en effet, il a lui-même indiqué, lors de son audition par les enquêteurs, qu'“ *au plus tard lors de la réunion de la journée du 20 octobre 2004 (...) [il a] été formellement informé des résultats prévisionnels du 3ème trimestre 2004 et notamment du dérapage de la marge opérationnelle qui ne permettrait pas d'atteindre les objectifs* ” ;

Considérant qu'à ce titre il était tenu à un devoir d'abstention depuis le 20 octobre 2004 ; qu'entre le 21 octobre et le 5 novembre 2004, il a vendu 55 941 actions représentant 8,03% de sa participation au cours moyen de 5,29 € ;

Considérant que les besoins de trésorerie et les contraintes patrimoniales invoquées par M. C ne sont pas de nature à justifier les cessions de titres intervenues, dès lors que celui-ci ne démontre pas s'être trouvé dans l'impossibilité absolue de reporter les opérations à la fin de la courte période qui a précédé le communiqué du 9 novembre 2004 ;

Considérant que l'exploitation d'une information privilégiée est donc caractérisée à l'égard de M. C ;

2.2.4. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. D

Considérant qu'en sa qualité de directeur général délégué de la société X, M. D détenait l'information privilégiée dès le 12 octobre 2004, comme il l'a lui-même précisé au cours de son audition : “ *vers le 12 octobre 2004, [le directeur financier] nous a indiqué que les résultats du 3ème trimestre apparaissent particulièrement tendus et nous a demandé de commencer à réfléchir aux actions qui pourraient être menées au 4ème trimestre afin d'améliorer le résultat annuel, pour lequel les objectifs ne seraient pas tenus* ” ;

Considérant qu'à ce titre, il était tenu à un devoir d'abstention depuis le 12 octobre 2004 ; que M. D a cédé, d'une part, entre le 14 octobre et le 8 novembre 2004, 79 992 actions représentant 41% de sa participation au cours moyen de 5,22 €, d'autre part, entre le 20 et le 29 octobre 2004, 28 750 BSAR, représentant 98,57% des BSAR détenus, au cours moyen de 1,27 € ;

Considérant que, profitant de la baisse du cours, il a ensuite racheté, dès le 15 novembre 2004, 11 000 actions au cours moyen de 4,62 € ;

Considérant que les besoins de trésorerie et les contraintes patrimoniales invoquées par M. D ne sont pas de nature à justifier les cessions de titres intervenues, dès lors que celui-ci ne démontre pas s'être trouvé dans l'impossibilité absolue de reporter les opérations à la fin de la courte période qui a précédé le communiqué du 9 novembre 2004 ;

Considérant que l'exploitation d'une information privilégiée est donc caractérisée à l'égard de M. D

2.2.5. Sur la détention et l'exploitation de l'information privilégiée par M. E

Considérant qu'en sa qualité de conseiller du président directeur général de la société X, M. E détenait l'information privilégiée depuis le séminaire du comité exécutif du 27 octobre 2004 auquel il a participé ; que si, dans ses écritures, il soutient ne pas avoir alors été informé au cours de la réunion de la décision d'assortir le communiqué annonçant le chiffre d'affaires du troisième trimestre 2004 d'un avertissement sur résultats, car absent de la salle au moment de cette annonce par M. A, il a admis, au cours de son audition, qu'il était “ *possible qu' [il l'ait] appris ou compris à l'occasion du séminaire du comité exécutif (...) et [qu'il] est probable que A ait introduit la réunion en indiquant que les résultats du 3ème trimestre de la* ”



société X connus à ce jour étaient largement insuffisants” ; qu’il importe peu, au demeurant, que M. E ait eu ou non connaissance, au cours du séminaire du 27 octobre 2004, de la publication d’un *profit warning* le 9 novembre suivant, l’information privilégiée portant, non sur un tel événement, mais sur le fait que la société X ne respecterait pas ses prévisions de marge opérationnelle pour le second semestre 2004 ;

Considérant que, du fait de sa fonction qui l’a conduit à recevoir cette dernière information, M. E était tenu à un devoir d’abstention à compter du 27 octobre 2004 ; que, dès le lendemain, il a cédé 5 000 actions de la société X au cours moyen de 5,09 € ;

Considérant que c’est en vain que M. E invoque pour sa part l’argument selon lequel c’est son épouse qui a pris la décision de vendre des titres de la société X ; qu’il demeure que la cession litigieuse a été réalisée sur un ordre signé de sa main, après qu’il a eu connaissance du fait que la société X ne respecterait pas ses prévisions de marge opérationnelle pour le second semestre 2004 ;

Considérant que l’exploitation d’une information privilégiée est donc caractérisée à l’égard de M. E ;

2.2.6. Sur la détention et l’exploitation de l’information privilégiée par M. F

Considérant que les fonctions de contrôleur de gestion du secteur banque-finance-assurance qu’exerçait M. F au sein de la société lui ont permis de prendre conscience, en particulier dans le secteur dont il avait la charge, qui représentait 25% du chiffre d’affaires de la société X France, des graves difficultés que celle-ci traversait alors ; qu’il a participé à la revue des écarts de résultat du 3^{ème} trimestre 2004 dont la synthèse, finalisée le 2 novembre 2004, soulignait notamment les données de son secteur ; que l’ordre de vente qu’il a passé le 8 novembre 2004, la veille du communiqué annonçant un *profit warning*, portait sur la totalité des 30 214 actions de la société X qu’il détenait alors sur son PEA, et était stipulé, d’une part, avec une limite de 5,05 €, très inférieure au cours moyen pondéré de la semaine précédente qui s’établissait à 5,16 €, d’autre part, avec une date de validité d’exécution fixée au 9 novembre 2004, indications laissant l’une et l’autre présumer une anticipation de baisse du cours du titre.

Considérant que la connaissance du projet qu’avait la société de diffuser un communiqué le 9 novembre 2004 ne suffit pas, toutefois, à caractériser la détention d’une information privilégiée, celle-ci portant, non sur un tel événement, mais sur le fait que la société X ne respecterait pas ses prévisions de marge opérationnelle pour le second semestre 2004 ; que la conscience qu’avait M. F des difficultés rencontrées, non seulement dans son secteur, mais aussi au delà, ne permet pas non plus d’en déduire avec certitude qu’avant de passer son ordre de vente, il était en possession de l’information privilégiée elle-même ; que le léger doute qui subsiste à cet égard doit conduire à mettre M. F hors de cause ;

2.3. Sur l’effet des manquements au regard de l’article L. 621-14 du code monétaire et financier

Considérant que les manquements d’exploitation d’une information privilégiée retenus ci-dessus ont eu pour effet de procurer à MM. A, B, D, C et E un avantage injustifié qu’ils n’auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, avantage constitué par l’écart entre le cours auquel ils ont pu vendre leurs titres et le cours auquel ils les auraient vendus après que le public a eu connaissance des informations diffusées le 9 novembre 2004 ;

Considérant qu’ils ont eu également pour effet de porter atteinte à l’égalité d’information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, au sens de l’article L. 621-14 du code monétaire et financier ; qu’en effet, les ventes des actions de la société X ont été effectuées par MM. A, B, D, C et E alors qu’ils étaient en possession d’informations précises et sensibles sur l’incapacité de la société X à réaliser ses prévisions de marge opérationnelle, informations ignorées des autres opérateurs sur le marché, qui n’étaient pas en mesure d’anticiper la baisse des cours ;

III. Sur les manquements d’initié reprochés à MM. G et H

Considérant qu’il est reproché à M. G, responsable des relations investisseurs au sein de la société X, d’avoir, au plus tard le 22 octobre 2004, transmis à M. H, analyste financier au sein de la société Y, l’information selon laquelle la prévision de marge opérationnelle du second semestre 2004 ne pourrait pas être atteinte ;

Considérant qu’il résulte des déclarations du directeur financier de la société X et de M. G que ce dernier, en sa qualité de responsable des relations investisseurs, a eu connaissance au plus tard le 22 octobre 2004 de ce que les prévisions de marge opérationnelle du second semestre 2004 ne seraient pas atteintes ;

Considérant qu'à l'occasion d'un contact téléphonique, le 22 octobre 2004, entre M. G et M. H, analyste financier chez la société Y, celui-ci a expliqué que son interlocuteur, s'il ne lui avait "à aucun moment donné un montant précis" et ne l'avait pas averti de la publication du communiqué du 9 novembre 2004, lui avait laissé entendre que "les objectifs annoncés au marché pour la période du 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2004 ne seraient pas atteints, c'est-à-dire, selon ses termes, que ces objectifs étaient "challenging" ; que M. G n'a que partiellement confirmé ces déclarations, puisqu'il a précisé lors de l'enquête : "la seule chose que j'ai pu lui dire, c'est que les objectifs de marge opérationnelle communiqués au marché au mois de septembre seraient finalement très durs à atteindre" ; que M. H a ajouté que, dans son analyse diffusée le 28 octobre 2004, il avait surtout pris en compte la baisse de ses prévisions pour 2005, non évoquées lors de la conversation, de sorte que son "changement de recommandations était finalement plus guidé par une vision long terme que par l'obtention d'informations à court terme" (cote 626) ;

Considérant que la donnée non chiffrée fournie par M. G à M. H, selon qu'elle portait sur l'impossibilité avérée ou seulement sur la difficulté, pour la société, d'atteindre ses prévisions de marge opérationnelle, constituait ou non l'information privilégiée en cause ; que, faute de connaître la teneur exacte des propos litigieux, indispensable à la caractérisation du grief, le manquement ne sera pas retenu à l'encontre de M. G ;

Considérant que les éléments du dossier ne permettent d'établir ni que M. H ait détenu l'information privilégiée en cause, ni qu'il l'ait transmise aux vendeurs de la société Y ; qu'aucun reproche ne peut donc être fait à M. H, qui sera également mis hors de cause ;

IV. Sur les manquements d'initiés de février et mars 2005 reprochés à MM. A, B et C

Considérant que les faits reprochés à MM. A, B et C, s'étant déroulés entre le 17 février et le 15 mars 2005, doivent être appréciés au regard des seules dispositions des articles 621-1, 622-1, 622-2 du règlement général de l'AMF, selon lesquelles :

- article 621-1 : " Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. Une information, qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement" ;
- article 622-1 : " Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés (...) " ;
- article 622-2 : " Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de : [1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; (...)] " ;

Considérant que, selon les notifications de griefs, l'ampleur du résultat net négatif de l'exercice 2004, en particulier les montants du résultat exceptionnel et de la dépréciation exceptionnelle des *goodwill*, constituaient une information privilégiée avant la publication par la société X du communiqué du 15 mars 2005 annonçant les résultats de cet exercice ;

Considérant qu'il est reproché :

- à M. A d'avoir utilisé cette information privilégiée, en cédant 150 000 actions de la société X entre le 25 février et le 9 mars 2005, alors qu'en sa qualité de président directeur général de la société X, il en avait connaissance le 18 février 2005, jour où il a reçu par courriel du directeur financier un rapport hebdomadaire sur l'état d'avancement des travaux de finalisation des comptes annuels, comportant une estimation du montant du résultat net ;



- à M. C d'avoir utilisé l'information privilégiée en cause, en cédant 14 500 actions de la société X entre le 17 février et le 9 mars 2005, alors qu'en sa qualité de directeur général délégué et de secrétaire général de la société X, il la détenait dès le 17 février 2005, pour avoir été destinataire d'un courriel de cette date comportant les résultats fiscaux des sociétés du groupe, et en tout cas le 24 février 2005, jour où il a reçu une correspondance relative à l'élaboration des comptes consolidés de la société X pour l'exercice 2004 ;
- à M. B d'avoir utilisé l'information privilégiée, en cédant le 15 mars 2005, entre 11 heures 57 et 14 heures 50, 45 210 actions de la société X pour son compte et 30 000 actions de la société X pour le compte de son épouse, alors qu'en sa qualité de directeur général délégué et administrateur de la société X, il avait participé le matin même à la réunion du comité exécutif au cours duquel les comptes consolidés de l'exercice 2004 ont été examinés ;

4.1. Sur le caractère privilégié de l'information

Considérant que l'information en cause était précise car portant, non sur la confirmation d'un résultat net négatif, mais sur son ampleur, laquelle était chiffrée, supérieure à celle attendue du marché et assortie d'explications sur son origine, elles-mêmes chiffrées et tout aussi inattendues du marché ;

Considérant qu'il n'est pas contestable que ces éléments ont été rendus publics le 15 mars 2005, après la clôture de la séance, par un communiqué de la société X ; que si le marché savait depuis décembre 2004 que le résultat net de l'exercice 2004 serait négatif, les prévisions de perte n'excédaient pas alors 10 M€ ; que l'ampleur de cette dernière, arrêtée finalement à 27,2 M€, de même que le niveau de la dépréciation exceptionnelle des *goodwills*, étaient largement inattendus du marché, comme le confirme la lecture des analyses financières publiées le lendemain de l'annonce ; que ces informations étaient, par nature, susceptibles d'avoir une incidence sensible sur le cours d'un titre ; que leur annonce a, au demeurant, entraîné une baisse de près de 8% du cours de l'action de la société X, passé de 5,66 € le 15 mars en clôture à 5,21 € le 16 mars immédiatement après l'ouverture, puis à 5,24 € à la clôture ;

Considérant que l'ampleur du résultat net négatif de l'exercice 2004, compte tenu en particulier des montants du résultat exceptionnel et de la dépréciation exceptionnelle des *goodwills*, constituait donc bien, jusqu'à la publication par la société X du communiqué du 15 mars 2005, une information privilégiée ;

4.2. Sur la détention et sur l'utilisation de l'information privilégiée par MM. A, B et C

Considérant que :

- le 17 février 2005, M. C a reçu par courriel les résultats fiscaux des différentes sociétés du groupe ;
- le 18 février 2005, M. A a reçu du directeur financier un rapport hebdomadaire sur l'état d'avancement des travaux de finalisation des comptes annuels, détaillant les composantes et le montant du résultat net, en particulier le résultat exceptionnel avant dépréciation exceptionnelle des *goodwills* ;
- le 24 février 2005, le directeur financier a transmis ce rapport hebdomadaire à M. C ;
- le 25 février 2005 à 9 heures, M. A et le directeur financier ont eu un entretien ;
- le 28 février 2005, le montant de la " *dépréciation exceptionnelle* " a été intégré dans le projet d'arrêté de comptes ;
- le 14 mars 2005, le comité d'audit a examiné les comptes consolidés de l'exercice 2004, d'où il ressort que " *le résultat net après amortissement des écarts d'acquisition est fortement négatif à 27,064 M€ compte tenu des dépréciations exceptionnelles d'écarts d'acquisition* " ;
- le 15 mars 2005, les comptes consolidés de l'exercice 2004 ont été examinés par le comité exécutif, la réunion ayant débuté à 10 heures et ayant duré environ deux heures, puis par le conseil d'administration ;

Considérant qu'il est incontestable que la connaissance du montant de l'amortissement exceptionnel des écarts d'acquisition permettait d'évaluer l'ampleur du résultat net négatif de l'exercice 2004 ;

Considérant qu'en revanche, tel n'était le cas ni des seuls résultats fiscaux en possession de M. C le 17

février, ni du rapport hebdomadaire transmis par le directeur financier à M. A le 18 février, puis à M. C le 24 février 2005, seul le résultat net négatif avant amortissement exceptionnel de *goodwills* étant alors évalué à 10 M€ ;

Considérant que, selon le directeur financier, si le caractère inéluctable de la dépréciation des actifs était connu dès le mois de janvier, à la suite de la décision de céder des filiales européennes et de comptabiliser ces actifs à leur valeur réelle, les montants définitifs de l'amortissement exceptionnel des écarts d'acquisition et du résultat net de l'exercice 2004 n'ont été formellement arrêtés que le 14 mars 2005 avec le comité d'audit ; que, toujours selon le directeur financier, c'est toutefois autour du 20 février 2005 que M. A a su que cette dépréciation exceptionnelle serait de l'ordre de 17 M€ et a admis qu'elle entraînerait la comptabilisation d'un résultat net négatif de l'ordre de 29 M€, puisqu'il a alors donné son accord pour que le projet d'arrêté de comptes du 28 février 2005 intègre ce montant de dépréciation (cote 710) ;

Considérant que, si M. A a prétendu n'avoir pris connaissance de ces chiffres que le 14 mars 2005, à l'issue du comité d'audit, son agenda confirme qu'il s'est bien entretenu avec le directeur financier et que la rencontre a eu lieu le 25 février 2005 à 9 heures, ce qu'il n'a pas contesté lors de la séance ; que c'est donc au plus tard à ce moment qu'il a appris le montant de la dépréciation exceptionnelle et du résultat net négatif, et qu'il a donné son accord pour qu'ils soient repris dans les comptes ; qu'après avoir, le 24 février 2005, donné l'ordre de continuer d'exécuter une précédente consigne de vente de ses actions, il a, le lendemain à 9 heures 41, soit dans les minutes qui ont suivi son entretien avec le directeur financier, décidé d'abaisser sa limite de cours de 5,55 € à 5,50 € ; que cette concomitance entre, d'un côté, la réception des indications fournies par le directeur financier quant à l'ampleur du résultat négatif à comptabiliser, de l'autre, l'ordre de diminuer le cours de vente de ses titres, conforte, s'il en était besoin, l'utilisation de l'information privilégiée qui a été faite à partir du 25 février 2005 par M. A ; que celui-ci, après avoir le 4 mars 2005 confirmé son ordre de vente, n'a interrompu les opérations de cession de ses actions, sur les recommandations de sa conseillère en gestion de fortune, que le 9 mars 2005, moins d'une semaine avant la publication du communiqué ; qu'il a ainsi vendu, entre le 25 février et le 9 mars 2005, 150 000 actions au cours moyen de 5,57 € ;

Considérant que M. B, quant à lui, n'a pas contesté avoir eu connaissance de l'ampleur de la dépréciation exceptionnelle et du résultat net négatif dans la matinée du 15 mars 2005, au cours de la réunion du comité exécutif ; que le même jour entre 11 heures 57 et 14 heures 50, alors qu'il disposait de l'information privilégiée depuis le matin, il a passé cinq ordres de vente par internet, cédant au cours moyen de 5,72 €, d'une part, 45 210 actions pour son compte, d'autre part, 30 000 actions pour le compte de son épouse ; que, de surcroît, il a acquis, dès les 16 et 17 mars 2005, 73 382 actions de la société X au cours moyen de 5,24 € pour son compte et 40 200 actions au cours moyen de 5,30 € pour le compte de son épouse ; que, tout comme les cessions et acquisitions effectuées sur le dernier trimestre 2004, de telles opérations, non seulement écartent toute justification fondée sur la gestion de son patrimoine, mais révèlent, même s'il s'en défend, le caractère spéculatif des agissements de M. B ;

Considérant que l'utilisation d'une information privilégiée est donc caractérisée par les cessions de titres de la société X intervenues à une période où MM. A et B étaient tenus par un devoir d'abstention ; que les besoins de trésorerie et les contraintes patrimoniales également invoquées par l'un et l'autre ne sont pas de nature à justifier les ventes intervenues, dès lors que ceux-ci ne démontrent pas en quoi ils se seraient trouvés dans l'impossibilité absolue d'attendre la fin de la période d'abstention, soit quelques jours, voire, pour le second, quelques heures, pour opérer ;

Considérant, en revanche, qu'il n'est pas établi avec certitude que lorsqu'il a vendu 14 500 actions, soit entre le 17 février et le 9 mars 2005, M. C ait eu connaissance de l'information privilégiée, de sorte que le manquement sera écarté en ce qui le concerne ;

4.3. Sur les effets des manquements au regard de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier

Considérant que les manquements d'utilisation d'une information privilégiée retenus ci-dessus ont eu pour effet de procurer à MM. A et B un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, avantage constitué par l'écart entre le cours auquel ils ont pu vendre leurs titres et le cours auquel ils les auraient vendus après que le public a eu connaissance des informations diffusées le 15 mars 2005 ;

Considérant qu'ils ont eu également pour effet de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier ; qu'en effet, les ventes des actions de la société X ont été effectuées par MM. A et B, alors qu'ils étaient en possession d'informations précises et sensibles sur l'ampleur de la perte de l'exercice 2004, arrêtée

finalement à 27,2 M€, et sur le niveau de la dépréciation exceptionnelle des *goodwill*, informations ignorées des autres opérateurs sur le marché, qui n'étaient pas en mesure d'anticiper la baisse des cours ;

V. Sur les autres manquements reprochés à M. A

5.1. Sur le grief tiré du non respect des dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils

Considérant qu'il résulte des dispositions combinées des articles 222-12 du règlement général de l'AMF, L. 233-7 du code de commerce et 247-1 du décret du 23 mars 1967 que toute personne physique doit, dans un délai de cinq jours de négociation à compter du franchissement du seuil de participation, informer l'AMF du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède lorsque sa participation en capital ou en droits de vote devient inférieure au dixième ;

Considérant qu'il est fait grief à M. A de ne pas avoir rempli ses obligations déclaratives en effectuant, le 15 avril 2005, une déclaration de franchissement à la baisse du seuil de 10% du capital social de la société X, à la fois tardive et erronée en ce qu'elle comportait des erreurs quant à sa part du capital et des droits de vote de la société X et quant à la date du franchissement de seuil, de tels manquements ayant pour effet de fausser le fonctionnement du marché ;

Considérant qu'il est établi que, contrairement aux déclarations faites auprès de l'AMF les 15, 21 et 22 avril 2005, M. A, d'une part, a franchi à la baisse le seuil de détention de 10% du capital et des droits de vote de la société X, non pas le 30 décembre 2004 ou le 9 novembre 2004, mais au cours de l'année 2003, d'autre part, détenait le 9 novembre 2004, non pas 4 025 641, mais 4 052 931 titres, les 27 290 actions au porteur et les 22 000 actions dont il était usufruitier n'ayant pas été déclarées ; que M. A ne conteste pas le caractère inexact et tardif de ses déclarations ; qu'est donc caractérisé le manquement tiré du non respect des prescriptions légales et réglementaires relatives aux déclarations de franchissement de seuil ;

Considérant que le défaut de déclaration de franchissement de seuil dans les 5 jours de bourse et le caractère erroné de la déclaration effectuée le 15 avril 2005 par le dirigeant de l'émetteur ont eu pour effet de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ainsi qu'au bon fonctionnement du marché au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier ; qu'en effet, ces faits ont faussé la perception par les investisseurs de la répartition du capital de l'émetteur ; que la réaction d'*Investir Hebdo* d'interroger M. A sur les circonstances de ce franchissement de seuil à la baisse immédiatement après la publication de la déclaration par l'AMF le 22 avril 2005 démontre, si besoin était, l'importance de ce type d'information pour les investisseurs, qui réagissent nécessairement à une déclaration de franchissement de seuil à la baisse émanant du président directeur général de l'émetteur ; que c'est ce qui s'est passé en l'espèce, comme l'indique la dépêche diffusée sur *Investir.fr* le 25 avril 2004 selon laquelle " *le marché s'est affolé ce matin en découvrant que M. A avait franchi en baisse le seuil des 10% du capital du groupe* " ; que, de même, le 30 avril 2005, un article d'*Investir Hebdo* expliquait la baisse de 9,5% de l'action de la société X durant la semaine par la déclaration de franchissement de seuil de M. A ;

Considérant, en conséquence, que ce grief est constitué et doit être retenu à l'encontre de M. A ;

5.2. Sur le grief tiré de la communication d'informations inexactes

Considérant que l'article 632-1 du règlement général de l'AMF dispose que " *toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers émis par voie d'appel public à l'épargne au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses* " ;

Considérant qu'il est reproché à M. A d'avoir communiqué au journaliste du magazine *Investir Hebdo* – lequel a publié ses dires dans son édition du 30 avril 2005 – des informations inexactes, d'une part, sur le nombre d'actions de la société X qu'il avait cédées en octobre et novembre 2004, en indiquant le chiffre de 70 000 alors qu'il avait cédé 120 400 titres, d'autre part, sur la date des ordres de vente, en se référant au 15 septembre 2004 alors que ses ordres avaient été exécutés les 20 et 28 octobre 2004 ;

Considérant que la teneur des propos échangés entre M. A et le journaliste d'*Investir Hebdo* et les circonstances dans lesquelles ils auraient été tenus n'apparaissent pas suffisamment établies pour pouvoir

retenir le grief tiré de la communication d'informations inexactes, qui sera écarté ;

VI. Sur les sanctions

6.1 Sur les sanctions pécuniaires

Considérant qu'il résulte de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier que peut être prononcée à l'encontre de tout auteur de l'une des pratiques visées à l'article L. 621-14 dudit code une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 1 500 000 € ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; que le montant de la sanction doit être fixée en fonction de la gravité des manquements et en relation avec les avantages ou les profits qui en ont éventuellement été retirés ;

6.1. 1 M. A

Considérant, tout d'abord, que la gravité des manquements commis par M. A tient à leur cumul et à leur répétition, deux manquements d'initié et un manquement tenant au non respect des dispositions relatives à la déclaration de franchissement de seuils étant retenus à son encontre ; que ces manquements ont été commis alors que M. A était le président directeur général de la société la société X dont il a cédé des titres ; que, non seulement il a vendu des actions dans des conditions illicites, mais il n'a pas informé régulièrement le marché, à travers une déclaration de franchissement de seuil, de l'importance de ces cessions et de leur impact sur sa propre participation au capital de la société X ;

Considérant, ensuite, qu'en exploitant à deux reprises une information privilégiée, M. A s'est procuré un avantage financier tiré des moins-values évitées estimé à 164 075,28 € ; qu'il a en effet vendu, entre le 20 octobre et le 2 novembre 2004, 120 400 actions au cours moyen de 5,12 €, au lieu d'un cours de référence de 4,53 €, se procurant ainsi un avantage de 71 284 € ; qu'il a cédé, entre le 25 février et le 9 mars 2005, 150 000 actions au cours moyen de 5,57 €, au lieu d'un cours de référence de 4,95 €, se procurant ainsi un avantage de 92 791,28 € ;

Considérant, enfin, que c'est en toute connaissance de cause du caractère illicite des opérations qu'il ordonnait que M. A n'a pas respecté l'obligation d'abstention qui pesait sur lui en sa qualité de dirigeant d'une société cotée ; qu'en effet, la lecture des courriels échangés entre lui et sa conseillère en gestion de fortune, à partir du 9 mars 2005, ne laisse aucun doute sur la conscience que M. A avait d'être tenu à une obligation d'abstention, sa conseillère lui indiquant, le 16 mars 2005 : *" je pense que vous pouvez de nouveau vendre vos titres puisque les résultats sont publiés "* ;

Considérant qu'aucune circonstance ne justifiait de telles cessions ; que la nécessité de financer un rappel d'impôt de solidarité sur la fortune et l'acquisition d'un appartement ne peuvent justifier ou atténuer la portée d'une telle violation de l'obligation d'abstention pesant sur le dirigeant d'une société cotée ;

Considérant qu'il y a donc lieu de prononcer à l'encontre de M. A une sanction pécuniaire de 400 000 € ;

6.1.2. M. B

Considérant que la gravité des manquements commis par M. B tient également à leur cumul et à leur répétition, deux séries de manquements d'initié devant être retenues à son encontre ; que ces manquements ont, de surcroît, porté non seulement sur ses propres titres, mais également sur ceux détenus par son entourage familial, dont les ces cessions ont représenté une part significative des actions détenues par chacun ; que M. B a en effet cédé, en 2004, 6,37% de sa participation au capital de la société X, 10,11% de ses BSAR, 18,14% des titres que son épouse détenait et la totalité de ceux de ses deux enfants ; qu'en 2005, M. B a de nouveau vendu 45 210 actions pour son compte et 30 000 actions pour le compte de son épouse ;

Considérant que ces ventes ont été d'autant plus rentables qu'elles ont été suivies d'acquisitions les jours suivants, alors que le cours de l'action de la société X avait baissé ; que M. B, non seulement a tiré profit de l'utilisation d'informations privilégiées en évitant des moins-values, mais s'est procuré un avantage supplémentaire avec les rachats faits en profitant de la diminution de la cotation ;

Considérant qu'entre le 19 octobre et le 9 novembre 2004, M. B a en effet cédé :

-pour son propre compte, d'une part, 92 329 actions au cours moyen de 5,22 € - au lieu d'un cours de référence de 4,43 € pour 57 298 actions et de 4,53 € pour 35 031 actions - se procurant ainsi un premier



avantage tiré des moins-values évitées de 69 180,75 €, d'autre part, 23 640 BSAR au cours moyen de 1,33 € au lieu d'un cours de référence de 1,05 €, se procurant ainsi un second avantage de 21 561,80 € ;

-pour le compte de son épouse, 53 655 actions, au cours moyen de 5,17 € au lieu de 4,45 €, se procurant ainsi un avantage de 38 723,18 € ;

-pour le compte de sa fille, 1 700 actions au cours moyen de 5,16 € au lieu de 4,53 €, se procurant ainsi un avantage de 1 071 € ;

-pour le compte de son fils, 75 actions au cours moyen de 5,20 € au lieu de 4,53 €, se procurant ainsi un avantage de 50,25 € ;

Considérant que, dès le 23 novembre 2004 et jusqu'au 3 décembre 2004, M. B, profitant de la baisse de la cotation, a acquis pour son compte 57 298 actions de la société X au cours moyen de 4,43 €, et, pour le compte de son épouse, 63 790 actions de la société X au cours moyen de 4,45 € ;

Considérant qu'en mars 2005, M. B a opéré de la même façon ; qu'il a cédé, dès le 15 mars 2005, soit quelques minutes après avoir eu connaissance de l'information privilégiée, 45 210 actions, pour son compte, au cours moyen de 5,72 € au lieu d'un cours de référence de 5,24 €, et 30 000 actions, pour le compte de son épouse, au cours moyen de 5,72 € au lieu d'un cours de référence de 5,30 € ; qu'il s'est ainsi procuré un avantage, représentant la moins-value évitée, de 21 561,80 € pour son compte et de 12 465 € pour le compte de son épouse, soit en tout 34 026,80 € ;

Considérant que, dès le lendemain et le surlendemain, M. B a acquis pour son compte 73 382 actions de la société X au cours moyen de 5,24 € et, pour le compte de son épouse, 40 200 actions, au cours moyen de 5,30 € ;

Considérant que de tels agissements, de la part d'un membre de l'équipe dirigeante d'une société cotée, en l'occurrence directeur général délégué et administrateur de la société X, ne peuvent être sanctionnés qu'avec une particulière sévérité, ses arguments selon lesquels il n'aurait pas eu conscience d'être tenu à une obligation d'abstention ne pouvant aucunement l'exonérer de sa responsabilité objective ; que, dès lors, une sanction pécuniaire de 300 000 € sera prononcée à l'encontre de M. B ;

6.1.3. M. C

Considérant qu'est en définitive retenu à l'encontre de M. C l'un des deux griefs tirés de l'exploitation d'une information privilégiée ; que la gravité du manquement résulte à la fois de la qualité de directeur général délégué et secrétaire général de la société X de son auteur et de la part significative de sa participation au capital de la société X qu'il a cédée dans de telles conditions ; que M. C a en effet vendu, entre le 21 octobre et le 5 novembre 2004, 55 941 des 696 490 actions qu'il détenait le 1^{er} septembre 2004, représentant 8,03% de sa participation, au cours moyen de 5,29 € au lieu d'un cours de référence de 4,53 €, se procurant ainsi un avantage, tiré de la moins-value évitée, d'un montant de 42 515,16 € ;

Considérant que, dès lors, une sanction pécuniaire de 50 000 € sera prononcée à l'encontre de M. C ;

6.1.4. M. D

Considérant que le seul manquement d'initié retenu à l'encontre de M. D revêt une particulière gravité tenant à la qualité de son auteur, qui exerçait alors les fonctions de directeur général délégué de la société X, et au fait que les cessions illicites, qui ont porté sur une part très significative du nombre d'actions et BSAR qu'il détenait, non seulement lui ont permis de tirer profit de l'utilisation d'informations privilégiées en évitant des moins-values, mais ont été suivies de rachats effectués en profitant de la diminution de la cotation ;

Considérant en effet qu'il a tout d'abord cédé, entre le 14 octobre et le 8 novembre 2004, 41% de sa participation au capital de la société X et 98,57% des BSAR qu'il détenait, pour acquérir, dès le 15 novembre 2004, 11 000 titres de la société X au cours moyen de 4,62 € ;

Considérant que la vente d'actions au cours moyen de 5,22 €, au lieu de 4,62 € pour 11 000 d'entre elles et de 4,53 € pour les 68 992 autres lui a procuré un avantage, tiré des moins-values évitées, estimé à 54 280,60 € ; que la cession des BSAR au cours moyen de 1,27 € au lieu de 1,05 € a entraîné un avantage de 6 307,50 € ; que M. D a dès lors tiré profit de ses manquements à hauteur de 60 588,10 € ;

Considérant que, dès lors, une sanction pécuniaire de 100 000 € sera prononcée à l'encontre de M. D;

6.1.5. M. E

Considérant que sera prononcée une sanction pécuniaire de 1 000 € à l'encontre de M. E, maintenant retraité, qui a cédé 5 000 actions de la société X le 28 octobre 2004, alors qu'il avait la qualité de conseiller de M. A ;

6.2 Sur la publication de la décision

Considérant que l'article L. 621-15 V du code monétaire et financier dispose que " *la commission des sanctions peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux, ou supports qu'elle désigne* " ; que par ces dispositions, le législateur a entendu mettre en lumière les exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent le pouvoir de sanction de la Commission, et prendre en compte l'intérêt qui s'attache, pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs, à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès aux décisions rendues, mieux appréhender le contenu des règles qu'ils doivent observer ; que, dès lors qu'en l'espèce une telle publication n'est de nature ni à causer aux mis en cause un préjudice disproportionné, ni à perturber le marché, il convient de l'ordonner ;

PAR CES MOTIFS

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

DECIDE DE :

- mettre hors de cause M. F, M. G et M. H ;
- prononcer à l'encontre de M. A une sanction pécuniaire de 400 000 € (quatre cent mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. B une sanction pécuniaire de 300 000 € (trois cent mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. C une sanction pécuniaire de 50 000 € (cinquante mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. D une sanction pécuniaire de 100 000 € (cent mille euros) ;
- prononcer à l'encontre de M. E une sanction pécuniaire de 1 000 € (mille euros) ;
- publier la présente décision au *Bulletin des annonces légales obligatoires* ainsi que sur le site internet et dans la revue mensuelle de l'AMF.

A Paris, le 1^{er} mars 2007
La Secrétaire de séance,
Brigitte Letellier

La Présidente,
Claude Nocquet