



**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 12 du 7 septembre 2023

Procédure n° 22-08
Décision n° 12

Personnes mises en cause :

- Rallye
Société anonyme
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 054 500 574
Dont le siège social est situé 103, rue la Boétie, 75008 Paris
Ayant élu domicile au cabinet Weil, Gotshal & Manges LLP – 2, rue de la Baume, 75008 Paris
Prise en la personne de son représentant légal

- M. Franck Hattab
Né le [...] à [...]
Domicilié au [...]
Ayant élu domicile au cabinet Bredin Prat – 53, Quai d'Orsay, 75007 Paris

La commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, l'« **AMF** »), réunie en formation plénière :

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 12 et 15 ;

Vu le code monétaire et financier, notamment son article L. 621-15 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 7 juillet 2023 :

- M. Alain David, en son rapport ;
- Mme Anne-Claire Hercot-Le Bihan, représentant le collège de l'AMF ;
- la société Rallye représentée par M. Alexis Ravalais (pouvoir de représentation signé par M. Franck Hattab, directeur général de la société Rallye) et assistée par son conseil Me Didier Malka, avocat au cabinet Weil Gotshal & Manges, accompagné de Me Flachs ;
- M. Franck Hattab, assisté par ses conseils Mes Eric Dezeuze et Martin Horion, avocats au cabinet Bredin Prat ;

Les mis en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS

La société Rallye (ci-après, « **Rallye** ») est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris (capitalisation d'environ 770 millions d'euros au 31 décembre 2017 et d'environ 160 millions d'euros au 2 mars 2022) et contrôle, directement et indirectement, la société Casino Guichard-Perrachon (ci-après, « **Casino** »). Cette dernière est également cotée sur Euronext Paris (capitalisation d'environ 5,5 milliards d'euros au 31 décembre 2017 et d'environ 2,2 milliards d'euros au 2 mars 2022) et constitue le principal actif de Rallye.

Casino est un acteur majeur du commerce alimentaire en France et à l'international, qui gérait au 31 décembre 2017 plus de 12 000 magasins notamment sous les enseignes Casino, Monoprix, Franprix, Leader Price, Vindémia et Cdiscount (e-commerce).

À l'époque des faits, entre le 8 mars 2018 et le 15 mai 2019, Rallye détenait également le Groupe Go Sport (enseignes Go Sport et Courir) et un portefeuille d'actifs financiers et immobiliers.

Rallye est contrôlée indirectement par la société Euris, par l'intermédiaire des sociétés cotées Finatis et Foncière Euris.

Le chiffre d'affaires consolidé hors taxes de Rallye s'est élevé à 37,5 milliards d'euros au 31 décembre 2018, à 34,6 milliards d'euros au 31 décembre 2019, à 31,9 milliards d'euros au 31 décembre 2020, à 30,5 milliards d'euros au 31 décembre 2021 et à 33,6 milliards d'euros au 31 décembre 2022.

Le résultat net de Rallye était de 47,1 millions d'euros en 2018, de - 190,3 millions d'euros en 2019, de - 99 millions d'euros en 2020, de - 334 millions d'euros en 2021 et de - 1 696 millions d'euros en 2022.

Entre le mois d'avril 2017 et le mois de septembre 2022, Rallye était dirigée par M. Franck Hattab, en qualité de directeur général. Pendant cette période, M. Naouri en était le président du conseil d'administration. Au mois de septembre 2022, M. Hattab est devenu directeur général adjoint de la société Euris et président-directeur général de la société Foncière Euris. Il est redevenu par la suite directeur général de Rallye.

Le 23 mai 2019, Rallye ainsi que Foncière Euris, Finatis et Euris ont annoncé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à leur bénéfice ainsi qu'au bénéfice des filiales non opérationnelles du groupe (Cobivia et HMB).

Le 26 mai 2023, Casino a annoncé l'ouverture par le président du tribunal de commerce de Paris d'une procédure de conciliation au bénéfice de la société Casino et de certaines de ses filiales.

PROCÉDURE

Le 19 octobre 2018, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête n° 2018-48 portant sur « *l'information financière et le marché du titre CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur du titre CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, à compter du 1^{er} janvier 2018* ».

Le 10 mars 2020, il a décidé d'une disjonction de l'enquête n° 2018-48 en deux enquêtes distinctes n° 2020-12 et n° 2020-13, dont la première porte sur « *l'information financière et le marché des titres CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur des titres CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur des titres CASINO GUICHARD-PERRACHON et RALLYE, à compter du 1^{er} janvier 2018* ».

Le 5 juillet 2021, dans le cadre de l'enquête n° 2020-12, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé notamment à Rallye et M. Hattab des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de leur faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

Ces derniers ont présenté des observations le 6 septembre 2021.

L'enquête n° 2020-12 a donné lieu à un rapport daté du 2 mars 2022.

Le collège de l'AMF réuni en formation plénière a décidé, le 15 mars 2022, de notifier des griefs à Rallye et à M. Hattab.

Les notifications de griefs ont été adressées à Rallye et M. Hattab par lettres, respectivement, du 10 juin 2022 et 23 juin 2022.

Il est reproché à Rallye d'avoir manipulé le marché en diffusant des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours du titre Rallye ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours du titre Rallye à l'occasion de la diffusion de quatorze supports de communication financière à onze dates différentes entre le 8 mars 2018 et le 15 mai 2019, en méconnaissance des dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 (ci-après, le « **règlement MAR** »).

Ces mêmes manquements sont reprochés à M. Hattab, en sa qualité de directeur général de Rallye responsable de sa communication financière jusqu'à son départ au mois de septembre 2022, sur le fondement de l'article 12.4 du règlement MAR.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 10 juin 2022 au président de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 1^{er} juillet 2022, le président de la commission des sanctions a désigné M. Alain David en qualité de rapporteur.

Par lettres du 8 juillet 2022, Rallye et M. Hattab ont été informés qu'ils disposaient 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 code monétaire et financier.

Le 28 octobre 2022, Rallye et M. Hattab ont présenté des observations en réponse aux notifications de griefs.

Par lettre du même jour, Rallye et M. Hattab ont sollicité du rapporteur la réalisation d'actes d'instruction tendant à la communication d'éléments recueillis par la direction des enquêtes et des contrôles dans le cadre de l'enquête n° 2018-48 jusqu'à sa disjonction le 10 mars 2020 et dans le cadre de l'enquête disjointe n° 2020-13 depuis cette date.

Par lettre du 10 février 2023, le rapporteur a informé Rallye et M. Hattab du fait qu'il ne donnait pas une suite favorable à leur demande d'actes d'instruction.

Rallye et M. Hattab ont été entendus par le rapporteur, respectivement, le 16 février 2023 et le 2 mars 2023 et, à la suite de leur audition, ont communiqué des informations et pièces complémentaires, respectivement, les 27 et 28 février 2023 et le 10 mars 2023.

Le 4 avril 2023, le rapporteur a sollicité de Rallye la communication d'éléments complémentaires qui ont été transmis par cette dernière le 6 avril 2023.

Le rapporteur a déposé son rapport le 16 mai 2023.

Par lettres du 17 mai 2023 auxquelles était joint le rapport du rapporteur, Rallye et M. Hattab ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions du 7 juillet 2023 et informés qu'ils disposaient d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par lettres des 8 et 14 juin 2023, Rallye et M. Hattab ont été informés de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 7 juillet 2023 ainsi que du délai de quinze jours dont ils disposaient, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander, conformément aux articles R. 621-39-2 à R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres.

Le 8 juin 2023, Rallye et M. Hattab ont déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

MOTIFS DE LA DÉCISION

I. Sur les griefs relatifs à la communication de Rallye sur ses résultats annuels 2017

1. Notifications de griefs

1. Les notifications de griefs présentent la communication de Rallye à l'occasion de la publication de ses résultats annuels 2017.
2. En premier lieu, s'agissant de la présentation de la situation de liquidité de Rallye, les notifications de griefs relèvent que dans la présentation de ses résultats annuels 2017 publiée sur son site internet le 8 mars 2018, Rallye a indiqué qu'elle bénéficiait d'une « *situation de liquidité solide* », voire « *très solide* » dans la partie « *conclusions et perspectives* », reposant sur 1,745 milliard d'euros de lignes de crédit « *confirmées et non-utilisées* » au 31 décembre 2017. Elles relèvent également que le communiqué de presse associé, publié le même jour, invoquait une « *situation de liquidité très solide avec 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non-utilisées au 31 décembre 2017, présentant une maturité moyenne de 3,6 années [...]* ».
3. Elles relèvent encore que dans son rapport financier annuel 2017 publié le 14 mars 2018, Rallye a indiqué qu'elle disposait « *d'une situation de liquidité solide avec plus de 1,7 milliard d'euros de lignes de crédit confirmées, souscrites auprès d'une vingtaine de banques différentes. Au 31 décembre 2017, aucune ligne n'est utilisée* » et qu'elle bénéficiait « *d'une situation de liquidité très solide, avec plus de 1,7 milliard d'euros de lignes de crédit confirmées (dont aucune n'est utilisée au 31 décembre 2017), bénéficiant d'une maturité moyenne de 3,6 années [...]* ».
4. Elles ajoutent que dans son document de référence 2017 publié le 18 avril 2018, Rallye a repris l'ensemble des éléments relatifs à sa situation de liquidité figurant dans le rapport financier annuel, notamment la mention d'une « *situation de liquidité très solide, avec 1,7 milliard d'euros de lignes de crédits confirmées et non utilisées* ». Les notifications de griefs relèvent également que la section consacrée au risque de liquidité des dettes financières comportait un tableau récapitulant les « *importantes lignes de crédit confirmées* » pour un montant total de 1,745 milliard d'euros.
5. Elles indiquent, enfin, que dans la présentation faite à son assemblée générale du 23 mai 2018, celle-ci a fait état d'une « *situation de liquidité solide : plus de 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non-utilisées au 31 décembre 2017* » et, dans la section « *Conclusions et perspectives* », d'une « *Situation de liquidité très solide avec 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non-utilisées au 31 décembre 2017, présentant une maturité moyenne de 3,6 années* ».
6. Selon les notifications de griefs, cette présentation était susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses au marché sur la situation de liquidité de Rallye car elle laissait entendre à tort aux investisseurs que Rallye disposait de 1,745 milliard d'euros de lignes de crédit confirmées et disponibles, ce qui, selon elles, n'était pas le cas au regard, d'une part, des caractéristiques de la ligne de crédit de 300 millions d'euros octroyée par UBS (ci-après la « *ligne UBS* »), d'autre part, du contrat de prêt de 100 millions d'euros conclu avec la Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel de Paris et d'Ile-de-France (cette banque étant ci-après désignée « *CADIF* » et le contrat conclu entre elle et Rallye le « *contrat de prêt CADIF* »).
7. À cet égard, s'agissant de la ligne UBS, les notifications de griefs indiquent que le contrat liant UBS et Rallye, conclu en 2011 avec une maturité au 13 juillet 2023, prévoyait que cette dernière pouvait émettre des titres de créance à souscrire par UBS pour un montant de 300 millions d'euros maximum, à condition qu'UBS puisse acheter

des *credit default swaps* (ci-après, « **CDS** ») couvrant 100 % du montant nominal émis afin d'éliminer tout risque de crédit, et à condition que le coût de cette couverture soit pris en charge « *upfront* » par Rallye qui devait donc avancer à UBS l'ensemble des primes à verser par cette dernière sur toute la maturité des CDS. Il est précisé que ce coût devait être déduit par UBS du montant mis à disposition de Rallye lors de la souscription des titres de créance. Les notifications de griefs considèrent que ces conditions entraînaient en pratique sur la période du 1^{er} janvier 2018 au 23 mai 2019 de fortes limitations quant à la disponibilité de ce financement au regard des conditions de prix et de liquidité du marché du CDS Rallye prévalant sur cette période, dans un contexte où les investisseurs ont commencé à considérer comme hautement probable le défaut de Rallye à compter du 21 janvier 2016. Les notifications de griefs indiquent en effet que ce contexte a provoqué une forte hausse de la prime du CDS Rallye 5 ans, avec un minimum à 663 points de base et un pic à 3 815 points de base entre le 1^{er} janvier 2018 et le 23 mai 2019, et par conséquent un coût prohibitif de l'utilisation de la ligne UBS, le montant potentiellement disponible au titre de ce financement ne dépassant pas 200,5 millions d'euros sur cette période. Elles indiquent par ailleurs que ce contexte a entraîné une dégradation de la liquidité du CDS Rallye telle que le montant effectivement disponible au titre de cette ligne était nul compte tenu du temps nécessaire pour construire une position de couverture en CDS, comme M. Hattab l'a lui-même expliqué dans un courriel du 19 mai 2019 adressé aux cinq banques avec lesquelles Rallye a conclu une ligne de crédit de 500 millions d'euros au mois de septembre 2018 (cette ligne de crédit étant ci-après désignée la « **ligne Julia** » et les cinq banques qui l'ont octroyée les « **banques du Club Deal Julia** »). Les notifications de griefs indiquent en outre que, dans le cadre de la *due-diligence* relative à la mise en place de la ligne Julia, les banques du Club Deal Julia ont toujours considéré la ligne UBS comme indisponible au regard des éléments communiqués par Rallye sur son dispositif de liquidité en vue de cette opération, lesquels ne mentionnaient pas la ligne UBS parmi les lignes disponibles. Elles relèvent également que Rallye a confirmé lors de l'enquête que, dans sa communication financière, lorsqu'une ligne de crédit est décrite comme non utilisée, cela signifie qu'elle est disponible.

8. Ainsi, selon les notifications de griefs, cette ligne UBS était, dans les faits, indisponible sur la période visée par l'enquête en raison des conditions de prix et de liquidité du marché du CDS Rallye.
9. S'agissant ensuite du contrat de prêt CADIF, les notifications de griefs exposent que ce contrat comportait une clause prévoyant la déchéance du terme dans le cas où Rallye cesse de disposer d'une quotité de financements confirmés et non utilisés au moins égale à 120 % de l'encours du prêt. Selon les notifications de griefs, cette clause constituait une contrainte supplémentaire sur la liquidité de Rallye car elle l'obligeait à disposer à tout moment d'un coussin de liquidité de 120 millions d'euros à plus d'un an. Elles relèvent par ailleurs, d'une part, que le contrat de prêt CADIF prévoyait l'exigibilité immédiate de la totalité du montant prêté et la résiliation avec effet immédiat du contrat en cas de non-respect de cette obligation, d'autre part, que la mise en œuvre de cette clause d'exigibilité anticipée entraînait une cascade de défauts et d'exigibilité anticipée des autres dettes de Rallye, notamment d'un crédit syndiqué de 725 millions d'euros, en raison de la présence dans la documentation bancaire des contrats de prêt souscrits par cette dernière de clauses de défaut croisé.
10. Les notifications de griefs en concluent qu'au 31 décembre 2017, Rallye disposait en réalité de lignes de crédit d'un montant disponible de 1,325 milliard d'euros, soit 76 % seulement du montant de 1,745 milliard d'euros communiqué au marché le 8 mars, le 14 mars, le 18 avril et le 23 mai 2018.
11. En deuxième lieu, les notifications de griefs indiquent que la présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018, le rapport financier annuel publié le 14 mars 2018 et le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 mentionnaient le fait que certaines lignes de crédit étaient soumises à un nantissement d'actions Casino lors du tirage mais ne mentionnaient pas le fait que la ligne UBS était adossée aux CDS Rallye, alors que ce mécanisme remplissait une fonction de garantie en cas de défaut, de la même manière que le nantissement de titres. Selon les notifications de griefs, cette omission concernant la ligne UBS, laquelle était centrale dans la communication de Rallye car elle lui permettait de rassurer le marché en annonçant l'existence d'une ligne insensible au cours du titre Casino, était de nature à tromper les investisseurs en présentant la ligne en question de manière avantageuse, alors qu'elle était en réalité la plus fragile du dispositif puisque sa disponibilité était dépendante des conditions de marché du CDS Rallye, lesquelles étaient encore plus dégradées que la situation du cours du titre Casino.

12. En troisième lieu, les notifications de griefs retiennent que la mention de la présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018 selon laquelle « *la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating* » était fautive dès lors que des contrats de financement de Rallye, à hauteur de 626 millions d'euros, contenaient des clauses d'exigibilité anticipée du financement ou de remboursement anticipé en fonction de l'évolution du cours du titre Casino.
13. À cet égard, les notifications de griefs présentent trois financements de Rallye.
14. Le premier financement est l'opération d'*equity financing* sous forme de *prepaid forward* avec *equity swap* sur les titres Casino conclue entre Rallye et l'entreprise japonaise de services financiers Mitsubishi UFJ pour 100 millions d'euros (cette entreprise étant ci-après désignée « **MUFG** ») et l'opération qu'elle a conclue avec Rallye l'« **opération MUFG** ». Les notifications de griefs indiquent que cette opération MUFG, laquelle répliquait un prêt bancaire commençant le 15 juillet 2015 de maturité 15 juillet 2020, était soumise à un nantissement d'actions Casino sur la base d'un ratio de 130 % du notionnel. Elles ajoutent que la documentation de cet emprunt bancaire prévoyait une limitation du nombre d'actions Casino à nantir (3 644 860 titres) ce qui obligeait Rallye à compenser la différence entre la valeur des actions Casino nanties et le ratio de 130 % du notionnel par un gage-espèce (ci-après le « **cash collateral** ») dès que le cours de l'action Casino était inférieur à 35,66 euros. Elle prévoyait également la résiliation anticipée et le remboursement du montant prêté en cas de survenance de certains événements dont trois directement liés à la liquidité et au cours du titre Casino : le volume moyen de transactions par jour sur trois mois glissants devenant inférieur à 50 % d'un volume de référence fixé à 502 223 actions Casino (« *liquidity trigger* ») ; le cours de Casino devenant inférieur à 32,66 euros, soit 50 % d'un cours de référence (« *share price trigger* ») ; la baisse du cours de l'action Casino de plus de 10 % lors d'une séance de bourse (« *live share price trigger* »). Les notifications de griefs indiquent que dans ce dernier cas, MUFG devait vérifier la capacité de Rallye à apporter le *cash collateral* nécessaire et pouvait déclencher la résiliation anticipée en cas de réponse insuffisante.
15. Le deuxième financement est le contrat de souscription d'obligations conclu entre Rallye et la banque Rabobank pour 150 millions d'euros avec une maturité au 13 janvier 2021 (la banque étant ci-après désignée « **Rabobank** ») et le contrat qu'elle a conclu avec Rallye le « **contrat Rabobank** ». Selon les notifications de griefs, ce contrat prévoyait, d'une part, le nantissement de titres Casino avec un taux de couverture devant s'établir à 130 % du montant de l'émission obligataire et, d'autre part, un mécanisme par lequel, pour un cours de l'action Casino compris entre 29,375 euros et 32,5 euros, Rallye ne pouvait plus apporter en nantissement des actions Casino mais devait fournir 15 millions d'euros de *cash collateral* et, si le cours devenait inférieur à 29,375 euros, Rallye devait fournir un montant de *cash collateral* d'autant plus élevé que le cours était bas, l'incapacité de constituer ce *cash collateral* étant un cas de défaut.
16. Enfin, le troisième financement résulte des lignes de crédit *via* produits dérivés (*equity financing revolving* prenant la forme de *prepaid forward* avec *equity swap* sur les titres Casino) conclues avec CACIB pour 141 millions d'euros (deux opérations conclues en 2015), avec Natixis pour 150 millions d'euros (trois opérations conclues en 2014 restructurées en quatre opérations au mois de juillet 2018) et avec HSBC pour 85 millions d'euros (une opération conclue en 2014) (ci-après les « **lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC** »). Selon les notifications de griefs, ces lignes dérivées prévoyaient le nantissement d'actions Casino à hauteur de 130 % du montant tiré pour un cours de l'action supérieur à 43,64 euros (lignes dérivées CACIB), à 39,04 euros ou à 38,22 euros (lignes dérivées Natixis) et à 47,12 euros (ligne dérivée HSBC), limite en-dessous de laquelle Rallye devait compenser par du *cash collateral* la différence entre la valeur des actions nanties et 130 % des montants obtenus. Elles précisent qu'en application de ce mécanisme de *cash collateral* le montant réellement disponible au titre de ces lignes dérivées (montant nominal diminué de celui du *cash collateral*) pouvait être inférieur au montant notionnel de la ligne. Les notifications de griefs indiquent également que les lignes dérivées CACIB et Natixis comportaient des clauses prévoyant un cas de défaut dans l'hypothèse où Rallye ne respecterait pas son obligation de consentir à ses contreparties une sûreté aussi favorable que celle consentie à un tiers dans le cadre d'un autre financement.
17. Les notifications de griefs relèvent par ailleurs que la section du document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 consacrée au risque d'exigibilité des dettes financières comportait une mention selon laquelle « *Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (pari-passu), la limitation des sûretés attribuées aux autres*

*prêteurs (negative pledge) et le défaut croisé (cross default) ». Selon elles, en omettant de mentionner dans cette section les clauses liées au cours du titre Casino (notamment le *share price trigger* et les mécanismes de *cash collateral*) présentes dans la documentation relative à l'opération MUFG, au contrat Rabobank et aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, la communication financière de Rallye était de nature à tromper les investisseurs en les exposant à une perception inexacte de la sensibilité des lignes de crédit Rallye au cours de bourse du titre Casino et aux conditions de marché du CDS Rallye en termes de prix et de liquidité.*

18. Les notifications de griefs considèrent ainsi que les informations communiquées au marché dans la présentation des résultats annuels 2017 et le communiqué de presse associé publiés le 8 mars 2018, le rapport financier annuel 2017 publié le 14 mars 2018, le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 et la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement et qu'elles étaient de ce fait susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel au sens de la réglementation le cours du titre Rallye, dès lors que la liquidité de cette société était particulièrement suivie par les investisseurs à cette période et représentait pour elle un enjeu important. Les notifications de griefs indiquent que ces informations étaient donc de nature à fixer le cours de Rallye à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en leur absence, et que Rallye ne pouvait ignorer le caractère faux ou trompeur des informations communiquées par elle sur sa propre situation de liquidité.
19. Les notifications de griefs concluent de l'ensemble de ce qui précède que la communication de Rallye concernant sa liquidité dans ces supports diffusés le 8 mars, le 14 mars, le 18 avril et le 23 mai 2018 semble inexacte ou à tout le moins trompeuse, et pourrait avoir contrevenu aux dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR.

2. Observations des mis en cause

20. Les mis en cause ont présenté des observations communes dont une première partie traite de façon générale l'ensemble des griefs notifiés et une seconde partie répond spécifiquement à chacune des critiques formulées par les notifications de griefs.

2.1. Observations générales en réponse à l'ensemble des griefs notifiés

21. Les mis en cause soutiennent que la multiplicité des griefs est artificielle dans la mesure où la critique affectant l'une des communications de Rallye est systématiquement reprise pour les communications postérieures alors qu'elle repose sur les mêmes problématiques juridiques. Par ailleurs, selon Rallye et M. Hattab, les notifications de griefs reviennent à exiger une communication d'un niveau de détail déraisonnable sur des stipulations contractuelles complexes, alors qu'aucun émetteur possédant une structure d'endettement comparable à la sienne n'applique de tels standards. Les mis en cause soutiennent à ce sujet que Rallye est l'un des émetteurs qui communique de la façon la plus complète sur ses financements et sa liquidité.
22. En réponse au rapport du rapporteur, ils considèrent que l'analyse adoptée par celui-ci aboutit à exiger que chaque communication contienne l'intégralité des informations relatives à l'endettement de Rallye de façon à permettre à un investisseur, même non professionnel, d'apprécier immédiatement par lui-même la traduction économique concrète de certaines stipulations contractuelles de ses financements, plutôt qu'une appréciation générale de son risque de liquidité. Selon eux, cette solution va au-delà de l'état actuel de la jurisprudence, laquelle admet que le degré de précision de l'information communiquée puisse varier d'un support à l'autre, dès lors que les différentes informations ne sont pas contradictoires entre elles et qu'elles traduisent fidèlement la vision que l'émetteur a de sa situation. Ils font également valoir que certains investisseurs sophistiqués avaient parfaitement compris le fonctionnement du dispositif de liquidité de Rallye sur le fondement de l'information diffusée par la société.
23. De plus, les mis en cause considèrent qu'il convient d'apprécier les communications litigieuses au regard des informations dont disposait déjà le marché au moment de leur publication. Ils ajoutent à cet égard que les notifications de griefs retiennent une approche « ligne par ligne », laquelle revient à exiger une communication donnant un montant de liquidité disponible correspondant, à la date à laquelle l'information est donnée, à une hypothèse de tirage de 100 % du dispositif de liquidité. Or, selon Rallye et M. Hattab, le principe même d'un dispositif de liquidité est celui d'un fonctionnement dynamique reposant sur le « roulement » des financements et

un arbitrage constant dans leur mise en œuvre en fonction des conditions de marché et des conditions régissant chacun d'eux.

24. Ils relèvent par ailleurs que les communications litigieuses ne font pas état de « *montants disponibles* » mais de financements « *confirmés et non-utilisés* ». Ils affirment en outre, qu'en pratique, calculer les montants nets disponibles impliquerait de fonder la communication sur un ensemble d'hypothèses obligeant à une réactualisation quotidienne, de sorte que cette communication deviendrait alors confuse et trompeuse. Ils expliquent sur ce point que Rallye fournissait à ses partenaires bancaires des *reporting* de liquidité comportant des montants nets pour leur donner des informations sur les arbitrages qu'elle avait vocation à réaliser entre ces différents financements. Selon eux, un tel niveau d'information n'est pas pertinent pour l'investisseur, ce dernier ne cherchant qu'à évaluer la capacité globale de Rallye à honorer ses échéances. Ils ajoutent que permettre au marché de calculer lui-même les montants nets de la liquidité disponible aurait exigé la communication de la totalité des détails des contrats de financement, ce qui aurait pu notamment placer Rallye en situation de faiblesse dans le cadre de ses négociations avec de nouveaux prêteurs potentiels.
25. Les mis en cause mentionnent également le fait qu'entre la fin de l'été 2018 et le mois de mai 2019, Rallye a fait face à un contexte exceptionnel d'attaques spéculatives organisées dans le but de créer une pression baissière sur le cours du titre Casino et de provoquer son défaut dans la mesure où une partie importante des prêts bancaires et des lignes de crédit étaient assortis de garanties *via* un mécanisme de nantissement de titres Casino.
26. Enfin, les mis en cause indiquent qu'à la suite d'une demande de l'AMF formulée le 10 février 2016, Rallye a ajusté sa communication financière conformément aux recommandations qui lui avaient été faites et qu'aucune autre demande ne lui a été adressée par la suite à ce sujet. Ils estiment ainsi que Rallye était fondée à considérer que sa communication, dont la structure était demeurée la même depuis plusieurs années, satisfaisait aux standards requis par l'AMF. Ils indiquent aussi que les commissaires aux comptes de Rallye ont systématiquement validé les comptes et la communication financière de Rallye, sans formuler de demandes supplémentaires, en particulier en ce qui concerne la ligne UBS.

2.2. Observations en réponse aux griefs relatifs à la communication de Rallye sur ses résultats annuels 2017

2.2.1. Sur la ligne UBS

27. Les mis en cause soutiennent que la couverture du risque de crédit d'UBS par l'achat de CDS Rallye n'est qu'un coût associé au crédit et n'est pas assimilable à une garantie telle que le nantissement de titres ou la constitution de *cash collateral* pour la raison que Rallye ne se départit d'aucun élément d'actif et que les sommes versées pour l'acquisition des CDS Rallye ne lui sont pas restituées.
28. Par ailleurs, les mis en cause contestent l'analyse des notifications de griefs selon laquelle la ligne UBS était indisponible. Ils soutiennent que le rapport du rapporteur reconnaît d'ailleurs implicitement que la ligne UBS ne pouvait pas être considérée comme totalement indisponible.
29. Sur ce point, les mis en cause expliquent, en premier lieu, que si les partenaires bancaires de Rallye n'ont pas considéré, dans le cadre des *due diligences* relatives à l'octroi de la ligne Julia, la ligne UBS comme une ligne disponible c'est uniquement parce que les délais de tirage de cette dernière ligne étaient incompatibles avec le principe même de fonctionnement de la ligne Julia reposant sur une mise à disposition de fonds quasi-immédiate.
30. En deuxième lieu, les mis en cause expliquent que le courriel adressé aux banques du Club Deal Julia le 19 mai 2019 avait uniquement pour objet de souligner cette incompatibilité à un moment où les banques du Club Deal Julia commençaient à faire part de leur réticence à honorer leur engagement. Ils relèvent également que, si dans ce courriel M. Hattab indique que le prix du CDS Rallye 5 ans était à ce moment-là de 2 300 points de base, la date de référence des communications litigieuses correspond au 31 décembre 2017, date à laquelle le prix du CDS Rallye 5 ans était seulement de 699 points de base.

31. En troisième lieu, les mis en cause expliquent que le tirage de la ligne UBS ne nécessitait pas dans tous les cas l'achat de CDS 5 ans dès lors que la maturité des CDS devait coïncider avec celle des tirages de Rallye et que cette dernière pouvait choisir d'effectuer une demande de tirage pour une maturité d'un ou deux ans seulement. Ils relèvent à cet égard : (i) qu'au 31 décembre 2017 le tirage un an coûtait 5,9 millions d'euros, ce qui laissait 294 millions d'euros disponibles (98 % du nominal) sur la ligne UBS, (ii) que le tirage 2 ans coûtait 22,5 millions d'euros, correspondant à 277,5 millions d'euros de disponibles (iii) que le tirage 5 ans laissait encore un montant disponible de 195,15 millions d'euros, enfin (iv) que sur la période couverte par l'enquête le prix moyen du CDS Rallye était d'environ 1 400 points de base, soit un montant net disponible de 258 millions d'euros soit 86 % du nominal pour la ligne UBS. Ils contestent donc le fait que le prix du CDS Rallye ait été dégradé sur la période couverte par l'enquête ou que cette ligne puisse être considérée comme la plus fragile du dispositif. En outre, ils contestent le fait que le CDS 5 ans était la référence du marché.
32. En quatrième lieu, les mis en cause affirment que le marché du CDS Rallye a toujours été actif (la durée nécessaire pour acquérir jusqu'à 300 millions d'euros de CDS Rallye était comprise entre 1 et 4 mois selon la période considérée) et que les échéances susceptibles de nécessiter un tirage de la ligne UBS étaient connues à l'avance, donnant ainsi à Rallye la possibilité d'anticiper le tirage. Ils considèrent ainsi que la ligne UBS demeurait une ligne confirmée, alors même que les conditions de marché pouvaient la rendre ponctuellement plus coûteuse.
33. De plus, les mis en cause indiquent que Rallye ne communiquait pas sur les coûts associés au tirage ni sur les taux d'intérêt, de la même façon que les autres émetteurs cotés.
34. En cinquième lieu, les mis en cause contestent le fait que la ligne UBS eut été centrale dans son dispositif de liquidité car celui-ci reposait essentiellement sur les lignes soumises à un nantissement d'actions Casino lors du tirage, lesquelles représentaient environ 80 % du montant total des lignes de crédit avant conclusion de la ligne Julia et pouvaient à elles seules permettre à Rallye de faire face à ses échéances financières sur la période couverte par l'enquête. Les mis en cause qualifient la ligne UBS de « *ligne de secours* » en cas de difficulté d'accès au marché obligataire. Ils relèvent d'ailleurs que Rallye a pu faire face à toutes ses échéances sans avoir besoin de tirer sur la ligne UBS sur la période couverte par l'enquête.
35. En sixième lieu, Rallye et M. Hattab contestent le fait que la baisse du cours du titre Casino, et la hausse corrélative du « *spread* » du CDS Rallye, aient été prévisibles dès le premier trimestre 2018 en raison d'une tendance baissière du cours du titre Casino, dès lors que le cours de ce titre était seulement déterminé par les performances annoncées de Casino. Ainsi, il n'y avait pas lieu selon eux d'intégrer cette hypothèse dans la communication de Rallye. De plus, ils contestent l'assimilation de la fermeture du marché obligataire à l'indisponibilité de la ligne UBS, faisant valoir que si le prix du CDS Rallye peut fermer l'accès de Rallye au marché obligataire, en revanche l'évolution de ce prix a pour seule conséquence de renchérir le coût du tirage mais pas de l'empêcher. Ils soutiennent également que si les investisseurs avaient anticipé la fermeture du marché obligataire pour Rallye au premier trimestre 2018, cette analyse n'a été partagée par Rallye qu'à partir du mois de juin 2018. Enfin, ils estiment que l'analyse du rapporteur selon laquelle le faible niveau de liquidité du marché du CDS Rallye pouvait empêcher le tirage de la ligne UBS ne repose sur aucune donnée probante relative à la liquidité du marché du CDS Rallye.

2.2.2. Sur le contrat de prêt CADIF

36. Les mis en cause contestent le fait que la contrainte obligeant Rallye à disposer de financements confirmés non utilisés d'un montant de 120 millions d'euros serait assimilable à une garantie octroyée par Rallye pour la raison que cette obligation n'entraînait aucune dépossession d'une telle somme. Ils affirment également qu'elle n'interdisait pas à Rallye de disposer d'un montant de lignes de crédit confirmées et non utilisées inférieur à 120 millions d'euros puisque le remboursement anticipé dans un tel cas n'était qu'une faculté à la main du prêteur. Ainsi, selon les mis en cause, ces conditions contractuelles ne rendaient pas juridiquement indisponibles tout ou partie des lignes de crédit confirmées et non tirées dont elle bénéficiait par ailleurs.
37. Ils font valoir en outre qu'au 31 décembre 2017, et tout au long de la période couverte par l'enquête, Rallye disposait de bien plus de 120 millions d'euros de lignes de crédit confirmées et non utilisées, de sorte qu'elle n'était exposée à aucun risque de déchéance du terme du prêt accordé par CADIF.

38. Les mis en cause concluent leurs observations sur la ligne UBS et le contrat de prêt CADIF en indiquant que, même en suivant l'approche erronée des notifications de griefs, le montant des lignes de crédit disponibles au 31 décembre 2017 aurait été de 1 739 millions d'euros sur un montant nominal de 1 745 millions d'euros (déduction faite du coût de tirage de la ligne UBS pour une maturité d'un an), et non de 1 325 millions d'euros. Ils indiquent également que le montant des dettes auxquelles Rallye devait faire face à échéance d'un an au 31 décembre 2017 ne s'élevait qu'à environ 700 millions d'euros, dont 670 millions d'euros au titre de la dette obligataire incluant 370 millions d'euros à échéance 2020 pour laquelle il était indiqué que les porteurs disposaient d'un *put* au 2 octobre 2019, et 50 millions d'euros de dette bancaire.

2.2.3. Sur les stipulations de la documentation bancaire de Rallye liées au cours du titre Casino pouvant entraîner l'exigibilité anticipée des financements ou la réduction de la liquidité disponible

39. Selon les mis en cause, si l'exigence liée au nantissement d'actions Casino et celle liée au *cash collateral* (se cumulant avec celle liée au nantissement d'actions Casino sur certaines lignes de crédit) réduisaient l'une et l'autre le niveau de liquidité utilisable en cas de baisse du cours de l'action Casino, le mécanisme de nantissement d'actions Casino constituait en réalité le paramètre déterminant du calcul des sommes disponibles globalement sur l'ensemble des lignes soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage. À ce sujet ils soulignent que, depuis 2015, Rallye a clairement informé le marché de l'existence de cette contrainte liée au ratio de 130 % du montant des sommes tirées, ainsi que du nombre d'actions Casino qu'elle détenait. Ils affirment ainsi que le marché pouvait estimer le montant global de la liquidité disponible sur les lignes soumises à un nantissement d'actions Casino en fonction de l'évolution du cours de ce titre, et précisent que le marché pouvait calculer que ces lignes étaient disponibles à 100 % tant que le cours de l'action Casino restait supérieur à 38 euros et, qu'en-dessous de ce seuil, le montant total de la liquidité susceptible d'être obtenue était réduit. Par conséquent, les mis en cause contestent le fait que le marché aurait été trompé sur le montant effectivement disponible au titre des lignes soumises à nantissement d'actions Casino.
40. De façon générale, les mis en cause estiment qu'en communiquant sur le montant notionnel des financements ainsi que sur les éléments significatifs et pertinents permettant au marché d'en appréhender le fonctionnement (c'est-à-dire le fait que le financement soit garanti ou non par un nantissement d'actions Casino à hauteur de 130 % du notionnel), Rallye a communiqué une information conforme aux exigences réglementaires qui a largement permis au marché de comprendre la structuration de son endettement et de sa liquidité.
41. De plus, les mis en cause soutiennent que le mécanisme du *cash collateral* ne pouvait en aucun cas constituer une limitation significative du montant effectivement disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, de sorte que la critique des notifications de griefs est infondée à ce titre, Rallye n'étant tenue de communiquer que sur les éléments ayant une incidence significative sur sa situation.
42. Par ailleurs, Rallye et M. Hattab soutiennent que les clauses d'exigibilité anticipée sont usuelles dans les contrats de crédit soumis à des nantissements de titres cotés dont la valeur est susceptible de varier et donc d'entraîner une réduction de la garantie dont bénéficie le prêteur, de sorte que le marché pouvait raisonnablement anticiper cette évolution. Ils expliquent également que ces clauses reposaient *in fine* sur le cours ou la liquidité de l'action Casino dont l'effet sur le dispositif de liquidité de Rallye était largement documenté et bien appréhendé par le marché, et que ces clauses n'ont jamais été activées pendant la période couverte par l'enquête, ce qui confirme qu'il ne s'agissait pas d'informations pertinentes.
43. Enfin, Rallye et M. Hattab contestent que le *cash collateral* soit assimilable d'un point de vue juridique et comptable à un remboursement anticipé du financement.

2.2.4. Sur l'influence réelle ou potentielle des informations litigieuses sur le cours du titre Rallye

44. Rallye et M. Hattab indiquent que l'AMF se contente d'affirmer que le critère, requis par l'article 12 du règlement MAR, de l'influence réelle ou potentielle des informations considérées comme manquantes sur le cours du titre concerné est satisfait, mais sans l'étayer. Ils soutiennent que l'information importante pour le marché n'était pas tant le montant des lignes de crédit disponibles que la capacité de Rallye à faire face à ses prochaines échéances à 12 mois ainsi que sa capacité à trouver de nouveaux financements, ce qui était le cas dans la mesure où, à la

date des communications litigieuses, aucun risque de liquidité n'était susceptible de commencer à se matérialiser de manière prévisible.

45. Les mis en cause indiquent également que les retraitements qui auraient dû être effectués selon les notifications de griefs n'étaient pas susceptibles d'affecter le cours du titre Rallye car ils avaient un caractère marginal au regard de l'ensemble du dispositif de liquidité de Rallye à chacune des dates des communications critiquées. En ce qui concerne la date du 31 décembre 2017, Rallye indique en particulier que les notifications de griefs ne démontrent pas que l'éventuel montant de réduction de la liquidité disponible au titre de la ligne UBS (5,9 millions d'euros), qui n'aurait représenté que 0,3 % du montant nominal des lignes de crédit (1 745 millions d'euros), aurait été susceptible d'avoir une influence sur le cours du titre Rallye.
46. De plus, Rallye et M. Hattab expliquent que Casino étant le principal actif de Rallye, le cours du titre de cette dernière est principalement déterminé par le cours du titre Casino. Selon eux, il n'est donc pas établi que les informations relatives à la liquidité de Rallye étaient susceptibles d'affecter le cours du titre Rallye dès lors que celui-ci était essentiellement déterminé par un autre facteur.
47. Enfin, Rallye et M. Hattab affirment que les informations litigieuses ne portaient pas sur les éléments déterminants de la liquidité de Rallye. En effet, selon eux, à compter du premier trimestre 2018 le marché avait anticipé que Rallye ne pourrait pas refinancer ses tombées obligataires de 2018 et 2019 en émettant de nouvelles obligations compte tenu de la hausse du prix du CDS Rallye, et qu'elle serait donc contrainte de tirer sur ses lignes de crédit ou d'obtenir de nouveaux financements pour faire face à ses échéances, de sorte que l'appréciation du risque de défaut de Rallye pour ces échéances 2018 et 2019 était centrée sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage puisque seules ces lignes permettaient de faire face aux échéances, le montant des lignes non soumises à une telle contrainte étant largement insuffisant. À ce sujet ils estiment que le marché avait parfaitement compris le fonctionnement des lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino et disposait des informations qui lui permettaient de calculer le montant susceptible d'être tiré au jour le jour en fonction de l'évolution du cours de ce titre. Ils relèvent que c'est d'ailleurs ce qui a amené certains analystes à anticiper un risque élevé de défaut en septembre 2018 au moment où le cours du titre Casino a atteint sous la pression des spéculateurs des niveaux exceptionnellement bas.
48. Ils soutiennent que cette vision du marché n'était pas susceptible d'être modifiée par les informations dont les notifications de griefs prétendent qu'elles étaient inexactes ou trompeuses puisque celles-ci portent pour l'essentiel sur la ligne UBS ainsi que sur les montants effectivement disponibles sur les lignes soumises à un nantissement d'actions Casino lors du tirage, dont il est démontré que le marché comprenait le fonctionnement.
49. Les mis en cause concluent qu'à supposer que l'appréciation du risque de liquidité de Rallye ait participé à la fixation du cours de son titre, cette appréciation n'était pas susceptible d'être modifiée par les informations dont les notifications de griefs prétendent qu'elles étaient inexactes ou trompeuses.

3. Textes applicables

50. Les faits reprochés aux mis en cause se sont déroulés entre le 8 mars et le 23 mai 2018. Ils seront en conséquence examinés au regard des textes applicables pendant cette période.
51. L'article 12.1, c) du règlement MAR, dans sa rédaction en vigueur depuis le 3 juillet 2016, dispose que : « 1. Aux fins du présent règlement, la notion de « manipulation de marché » couvre les activités suivantes : / [...] c) diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, ou fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses ; [...] ».

52. L'article 15 du règlement MAR, en vigueur depuis le 3 juillet 2016, dispose que : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».

4. Examen des griefs

53. À titre liminaire, il convient de préciser que le fait allégué par les mis en cause qu'aucun émetteur possédant une structure d'endettement comparable à celle de Rallye n'appliquerait les standards de communication résultant des notifications de griefs, ou encore le fait que Rallye serait l'un des émetteurs qui communique de la façon la plus complète sur ses financements et sa liquidité, à les supposer avérés, n'ont aucune incidence sur l'appréciation des manquements exposés par les notifications de griefs, dès lors que la qualité de l'information diffusée par un émetteur s'apprécie uniquement en fonction de la situation propre à cet émetteur et du contexte spécifique dans lequel intervient sa communication.
54. À l'époque des faits reprochés, Rallye était une société *holding* contrôlant Casino, son principal actif. Son activité consistait principalement à gérer son échéancier de dettes et de financements, notamment, à l'aide des dividendes perçus de sa filiale.
55. Au 31 décembre 2017, la dette de Rallye s'élevait en effet à 2,877 milliards d'euros, incluant 2,141 milliards d'euros de dette obligataire et 590 millions d'euros d'emprunts bancaires. La documentation de ces financements bancaires et obligataires comportait des clauses de défaut croisé selon lesquelles le défaut au titre d'un financement entraîne l'exigibilité anticipée des autres financements. Une partie de la documentation relative à la dette bancaire de Rallye, à hauteur de 250 millions d'euros, prévoyait aussi un mécanisme de garantie du prêteur par un nantissement d'actions Casino d'une valeur égale à 130 % du montant prêté dont le nombre de titres remis en nantissement dépendait donc du cours de bourse de Casino, avec une limite en nombre d'actions pouvant être nanties au-delà de laquelle Rallye devait compenser la différence entre la valeur des actions déjà nanties et le ratio de 130 % par la fourniture de *cash collateral*.
56. Cette dette de 2,877 milliards d'euros arrivait à échéance à hauteur d'1,180 milliard d'euros entre le mois de janvier 2018 et le mois de mai 2019, dont 970 millions d'euros d'échéances obligataires (370 millions le 2 octobre 2018, 300 millions d'euros le 15 octobre 2018 et 300 millions d'euros le 11 mars 2019), 100 millions d'euros d'échéances bancaires (50 millions d'euros le 17 février 2018 et 50 millions d'euros le 23 mai 2019), et environ 110 millions d'euros de billets de trésorerie.
57. Au 31 décembre 2017, Rallye disposait par ailleurs de lignes de crédit d'un montant nominal de 1,745 milliard d'euros, dont un crédit syndiqué de 725 millions d'euros, des lignes de crédit bilatérales conclues avec 6 banques pour un montant de 310 millions d'euros, des lignes de crédit bilatérales *via* produits dérivés pour un montant de 376 millions d'euros, une ligne de crédit bilatérale de 300 millions d'euros octroyée par UBS et une ligne de crédit bilatérale de 30 millions d'euros octroyée par la Banque Postale. La majorité de ces lignes de crédit (1,411 milliard d'euros sur 1,745 milliard d'euros, soit 80 %) était soumise à un nantissement d'actions Casino lors du tirage, d'une valeur égale à 130 % du montant tiré. La documentation contractuelle d'une partie de ces lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage (lignes de crédit bilatérales *via* produits dérivés pour un montant de 376 millions d'euros) prévoyait en outre qu'en cas de baisse du cours de l'action Casino en-dessous d'un certain seuil, ces titres n'étaient plus acceptés en garantie, Rallye devant compenser la différence entre le montant du crédit et 130 % de la valeur des actions Casino déjà nanties par du *cash collateral*.
58. Rallye n'a pas tiré sur ces lignes de crédit au premier semestre 2018.
59. Du fait de son niveau d'endettement élevé, Rallye était exposée à un risque de solvabilité (rapport entre la dette et les actifs) et à un risque de liquidité (capacité à mobiliser des ressources financières pour faire face aux engagements à 12 mois). Ainsi, comme l'expliquent les mis en cause, la communication financière de Rallye soulignait elle-même que le risque de liquidité, « *inhérent* » à son modèle, « *[était] le risque financier auquel elle [était] le plus exposée* » et portait principalement sur ses échéanciers de dette et de financement.
60. Il ressort par ailleurs du dossier, qu'à partir de l'été 2015, soit antérieurement à la période des faits reprochés, le marché a commencé à réévaluer en forte hausse la probabilité d'un défaut ou d'un autre événement de crédit affectant Rallye, ce qui a notamment entraîné une augmentation des prises de positions courtes sur le titre Casino,

une baisse importante du cours de ce titre et une hausse du prix des CDS Rallye. Ce contexte de marché a conduit Rallye et certains analystes financiers à anticiper au premier trimestre 2018 que, contrairement à la période 2011-2017, elle ne pourrait pas refinancer ses échéances bancaires et obligataires à 12 mois en ayant recours au marché obligataire, devenu trop coûteux, de sorte que la mesure dans laquelle ses lignes de crédit pouvaient être disponibles pour faire face à ces échéances était devenue centrale dans l'appréciation du risque de liquidité auquel elle était exposée.

61. Contrairement à ce qu'affirment Rallye et M. Hattab, il convient de ne pas analyser les communications de Rallye en tenant compte des informations dont disposait déjà le marché au moment de leur diffusion, dès lors que chaque support de communication doit répondre aux exigences fixées par les articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR. Par ailleurs, le fait que l'AMF ou les commissaires aux comptes de Rallye n'aient pas formulé d'observations, de demandes ou de recommandations sur sa communication financière alors que, s'agissant de son dispositif de liquidité, sa communication serait constante depuis plusieurs années, ne saurait exonérer les mis en cause de leur responsabilité et ne peut donc être utilement invoqué. Au surplus, le caractère exact et non trompeur d'une information communiquée au marché s'apprécie au regard de la capacité de compréhension d'un investisseur raisonnable, de sorte que le fait que certains « *investisseurs sophistiqués* » auraient, selon les mis en cause, « *parfaitement compris* » le fonctionnement du dispositif de liquidité de Rallye sur le fondement de l'information diffusée par elle est, à supposer même que cette allégation soit fondée, sans incidence sur l'appréciation des faits reprochés à la société mise en cause.
62. La caractérisation d'un manquement de manipulation de marché sur le fondement des dispositions de l'article 12.1 c) du règlement MAR suppose la réunion de quatre conditions cumulatives tenant à la diffusion des informations litigieuses, au caractère faux ou trompeur de celles-ci, au fait qu'elles doivent fixer ou être susceptibles de fixer « *à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers* » et, enfin, à la connaissance avérée ou supposée par le mis en cause de leur caractère faux ou trompeur. Ces quatre conditions seront successivement examinées au titre des cinq supports d'informations critiqués.

4.1. La diffusion de l'information

63. Il n'est pas contesté que la présentation des résultats annuels 2017 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2017, le document de référence 2017 et la présentation à l'assemblée générale du 23 mai 2018 ont été publiés par Rallye, respectivement, le 8 mars 2018, le 14 mars 2018, le 18 avril 2018 et le 23 mai 2018, et qu'ils comportaient les mentions critiquées par les notifications de griefs. La première condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion de l'information « *par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen* » est donc satisfaite.

4.2. Le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée

4.2.1. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 au regard des caractéristiques de la ligne UBS et de l'absence de mention du fait qu'elle était adossée au CDS Rallye

- ✓ Sur la façon dont Rallye a présenté le montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018

64. Comme l'exposent les notifications de griefs, la présentation des résultats annuels 2017 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2017, le document de référence 2017 et la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 indiquaient que Rallye bénéficiait d'une « *situation de liquidité solide* » ou « *très solide* » reposant sur plus de 1,7 milliard d'euros de lignes de crédit « *confirmées et non utilisées* », montant qui intégrait celui de la ligne UBS de 300 millions d'euros, ce qui n'est pas contesté par les mis en cause.
65. Si ces derniers relèvent que ces supports de communications ne faisaient pas état de montants disponibles mais se bornaient à utiliser les termes de financements « *confirmés et non utilisés* », M. Hattab a lui-même reconnu lors de l'enquête que, dans le cadre de la communication financière de Rallye, lorsqu'une ligne est désignée comme « *non tirée* » (ce qui équivaut à « *non utilisée* ») cela signifie que celle-ci est disponible. Il est donc établi que Rallye

a présenté la ligne UBS comme une ligne disponible, à l'instar de toutes celles composant le total mentionné ci-dessus de plus de 1,7 milliard d'euros, et présentées comme « *confirmées et non utilisées* ».

66. Par ailleurs, la présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018, le rapport financier annuel 2017 publié le 14 mars 2018 et le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 indiquaient que sur les 1,745 milliard d'euros de lignes de crédit « *confirmées et non utilisées* », 1,41 milliard d'euros d'entre elles étaient soumises à un nantissement d'actions Casino lors du tirage. Ces supports ne mentionnaient aucune autre garantie ou contrainte quelconque pesant sur ces autres lignes de crédit, présentées toutes comme disponibles. Un investisseur raisonnable était naturellement porté à déduire de cette communication que la disponibilité d'un montant d'un peu plus de 300 millions d'euros (1 745 – 1 410), incluant le montant de la ligne UBS, n'était soumise à aucune contrainte ou restriction de quelque nature que ce soit. Cette analyse s'applique *a fortiori* au communiqué de presse associé à la présentation des résultats annuels 2017, publié le 8 mars 2018, et à la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 lesquels ne mentionnaient aucune forme de contrainte ou de garantie, y compris même celle résultant du nantissement d'actions Casino.
67. Il est donc établi que dans les supports de communication susmentionnés publiés le 8 mars 2018, le 14 mars 2018, le 18 avril 2018 et le 23 mai 2018, Rallye a présenté la ligne UBS comme une ligne disponible sans contrainte ou restriction quelconque.
- ✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée dans le cadre de sa présentation des résultats annuels 2017 le 8 mars 2018
68. Il ressort tant du rapport d'enquête que des observations des mis en cause et des pièces produites par eux, que, sur toute la période couverte par l'enquête, notamment au 8 mars 2018, la documentation contractuelle de la ligne UBS autorisait Rallye à émettre des titres de créance à souscrire par UBS pour un montant total maximum de 300 millions d'euros, à condition, premièrement, que le risque de crédit ainsi pris par UBS puisse être intégralement couvert, préalablement à l'émission, par l'achat par UBS de CDS et, deuxièmement, que Rallye supporte « *upfront* » la totalité du coût de cette couverture *via* une réduction équivalente du montant mis à disposition par UBS lors de la souscription des titres de créance.
69. Ainsi, la mesure dans laquelle la ligne UBS était disponible dépendait, d'une part, du niveau de la prime (appelée « *spread* ») du CDS Rallye puisque le montant mis à disposition de Rallye était réduit d'une somme équivalente à celle de l'intégralité des primes dues par UBS sur toute la maturité des CDS acquis en couverture, et, d'autre part, du niveau de liquidité du marché du CDS Rallye, puisqu'en cas d'absence ou d'insuffisance de contreparties vendeuses de CDS Rallye permettant à UBS de couvrir l'intégralité de son risque de crédit préalablement à l'émission des titres de créance, cette dernière était en droit de refuser la souscription des titres en question, ce qu'a confirmé M. Hattab lors de l'enquête.
70. Or Rallye a présenté cette ligne dans les publications litigieuses du 8 mars 2018 comme étant disponible sans contrainte ou restriction quelconque, de sorte qu'un investisseur raisonnable ne pouvait que déduire, à tort, que tel était le cas. Par conséquent, les publications litigieuses du 8 mars 2018 comportaient une information trompeuse à cet égard.
71. L'information était d'autant plus trompeuse que le « *spread* » du CDS Rallye 5 ans au mois de mars 2018 était d'environ 700 points de base, de sorte que le coût de tirage du montant nominal de 300 millions d'euros pour une durée de 5 ans aurait été, au moment de la diffusion de l'information, d'environ 105 millions d'euros, ramenant le montant net disponible à seulement 195 millions d'euros environ.
72. Si les mis en cause prétendent qu'il convient de prendre en compte le niveau du « *spread* » du CDS Rallye au 31 décembre 2017, date de référence des publications litigieuses, pour des maturités égales mais aussi inférieures à 5 ans, cette méthode conduit, selon leurs propres observations, à la conclusion que le coût de tirage de cette ligne au 31 décembre 2017 était, selon la maturité considérée, compris entre 6 millions d'euros et plus de 100 millions d'euros (voir ci-dessus au point 31), ce qu'un investisseur raisonnable n'était pas en mesure de comprendre à la lecture des publications litigieuses. L'argument ne fait donc que souligner le caractère trompeur de l'information.

73. Par ailleurs, comme l'a expliqué M. Hattab lors de l'enquête, « *le cours de Casino est inversement corrélé au CDS Rallye* », de sorte que plus le cours du titre Casino baissait plus le « *spread* » du CDS était élevé. Ce dernier a également expliqué avoir constaté que « *quand les prix du CDS augmentent beaucoup, la liquidité se tend donc ça prend plus de temps de tirer sur cette ligne* ». Or, comme le soulignent eux-mêmes les mis en cause, le cours du titre Casino subissait depuis 2015 de fortes pressions à la baisse qui se confirmaient au premier trimestre 2018, et le marché commençait également depuis cette période à considérer comme probable un défaut de Rallye. Par conséquent, au moment des publications litigieuses, il était probable, d'une part, que le niveau du « *spread* » du CDS Rallye augmenterait significativement dans les 12 mois suivants et, d'autre part, que la liquidité de ce marché serait fortement réduite et, par conséquent, que le montant effectivement disponible au titre de la ligne UBS serait encore plus fortement réduit qu'au mois de mars 2018, voire nul, au moment des échéances d'octobre 2018 et mars 2019.
74. D'ailleurs, les mis en cause indiquent dans leurs observations écrites comprenant l'étude d'un cabinet d'expertise financière, qu'« *à compter du premier trimestre 2018, le marché avait anticipé que Rallye ne pourrait vraisemblablement pas refinancer ses tombées obligataires de 2018 (670 M€) et 2019 (300 M€) en émettant de nouvelles obligations compte tenu de la hausse du prix du CDS Rallye* », et que « *le coût de la ligne UBS couverte par des CDS était comparable au coût de financement de Rallye sur les marchés obligataires* », « *ce qui est normal [car] le rendement – et donc le coût – [de l'obligation] [doit] tenir compte du risque de crédit de RALLYE, comme le CDS* ». Rallye a confirmé lors de son audition par le rapporteur qu'elle avait elle-même constaté « *au début 2018* » la fermeture du marché obligataire (« *le marché obligataire pour une société non notée comme Rallye est un marché de fenêtres [...] Au début 2018 nous constatons une fenêtre qui se ferme* »). Il est donc établi que les investisseurs ainsi que Rallye avaient anticipé au moment des publications litigieuses que le marché obligataire lui serait probablement fermé à échéance d'un an en raison de son coût trop élevé (reflété par le niveau du « *spread* » du CDS Rallye) et, par conséquent, que la ligne UBS serait également probablement indisponible sur cette même période dès lors que son coût, dépendant du niveau du « *spread* » du CDS Rallye, était comparable à celui du marché obligataire.
75. Le fait, relevé par les notifications de griefs, que le « *spread* » du CDS Rallye ait effectivement fortement augmenté au cours de la période visée par l'enquête (« *spread* » compris entre 663 et 3 815 points de base entre le mois de janvier 2018 et le mois de mai 2019, ramenant le montant net disponible de la ligne UBS à une valeur comprise entre 0 et 200,5 millions d'euros sur les 300 millions d'euros de nominal) et que les partenaires bancaires de Rallye aient constaté que la faible liquidité du marché du CDS Rallye empêchait, indépendamment même du niveau du « *spread* », le tirage de la ligne UBS (notamment Natixis dans des échanges de courriels internes au mois de mai 2019 et BNP dans un document interne daté du mois de décembre 2018), ce qu'a également relevé M. Hattab lui-même dans un courriel du 19 mai 2019, ne fait que corroborer, à titre surabondant, ce qui précède.
76. La qualification juridique du mécanisme de couverture du risque de crédit pris par UBS n'a pas d'incidence sur l'impact économique que sa mise en œuvre pouvait avoir sur la disponibilité de la ligne UBS, de sorte que l'analyse des mis en cause selon laquelle ce mécanisme ne serait pas assimilable à une garantie de même nature que le nantissement de titres ou le *cash collateral*, et ne serait qu'un coût associé au crédit, n'a aucune incidence sur ce qui précède.
77. Enfin, contrairement à ce qu'affirment Rallye et M. Hattab, informer correctement le marché des contraintes pesant sur la disponibilité de la ligne UBS n'imposait ni de rendre public la totalité des détails de la documentation contractuelle associée ni de fonder la communication financière de Rallye sur des hypothèses obligeant à une réactualisation quotidienne, mais seulement de signaler que la disponibilité annoncée de cette ligne était subordonnée à la possibilité pour UBS de couvrir préalablement son risque de crédit à 100 % par l'achat de CDS dont le coût devait être intégralement supporté par Rallye « *upfront* » au moment du tirage de la ligne.
78. Rallye – qui communiquait sur sa situation de liquidité (capacité à faire face à ses échéances à 12 mois) comme étant « *solide* » voire « *très solide* » a par conséquent laissé croire au marché que sa capacité à honorer environ 25 % de ses échéances à 12 mois de près de 1,2 milliard d'euros, soit 300 millions d'euros, était acquise en raison de la disponibilité sans contrainte de la ligne UBS alors que, non seulement, elle ne l'était pas mais, qu'en outre, il était probable que cette ligne serait indisponible lors de ces échéances. C'est ainsi à juste titre que les notifications de griefs exposent que « *la ligne UBS était centrale dans la communication de Rallye* » car « *elle était décrite*

comme disponible et insensible au cours de Casino qui était très volatil et subissait des pressions baissières » ce qui en faisait, en apparence et à tort, « la ligne la plus solide du dispositif ».

✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée le 14 mars, le 18 avril et le 23 mai 2018

79. L'analyse qui précède portant sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée dans le cadre de sa présentation des résultats annuels 2017 le 8 mars 2018 est en tout point transposable aux publications postérieures en date des 14 mars (publication du rapport financier annuel 2017), 18 avril (publication du document de référence 2017) et 23 mai 2018 (présentation à l'assemblée générale des actionnaires), dès lors que le mécanisme de fonctionnement de la ligne UBS et le contexte de marché décrits ci-dessus étaient identiques à ce qu'ils étaient le 8 mars 2018 et à chacune des trois dates du 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.
80. L'annonce relative au montant des lignes confirmées et non utilisées dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 était par conséquent trompeuse, dès lors que Rallye n'a mentionné aucune contrainte au tirage de la ligne UBS, alors que la disponibilité de cette ligne dépendait en réalité des conditions de marché du CDS Rallye, ce qui constituait une contrainte d'autant plus forte que le contexte de marché observable au moment des publications litigieuses était tel qu'il était probable que cette ligne serait indisponible dans les 12 prochains mois.

4.2.2. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 au regard de la contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF

✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée le 8 mars 2018

81. Il est établi, comme le relèvent les notifications de griefs, que le contrat de prêt CADIF comportait, sur toute la période visée par l'enquête, y compris au 8 mars 2018, une clause contraignant Rallye à disposer à tout moment de lignes de crédit confirmées et non utilisées d'un montant minimum de 120 millions d'euros, sous peine de déchéance du terme de ce financement de 100 millions d'euros. Cette clause, figurant à l'article 5.1, intitulé « Évènement constituant un cas de déchéance du terme », était rédigée de la façon suivante : « Constitue un cas de déchéance du terme, dès sa survenance, et quelle qu'en soit la raison, l'un quelconque des événements suivants : [...] (s) au cas où l'emprunteur cesserait de disposer, à tout moment, d'une quotité de financements confirmés non utilisés et disponibles notamment au regard du respect des conditions de tirage associés [sic] à ce financement à tout moment à plus d'un an (hors Crédit Existant [c'est-à-dire en dehors d'un concours précédent accordé par CADIF]), au moins égale à 120 % de l'encours du présent Prêt [de 100 millions d'euros] ». Ce point n'est d'ailleurs contesté ni par Rallye ni par M. Hattab.
82. Il est également établi, comme le relèvent aussi les notifications de griefs, et les mis en cause eux-mêmes, que la documentation relative aux financements bancaires et obligataires de Rallye et des sociétés de son groupe comportait des clauses de défaut croisé (« cross default ») de sorte que, comme l'a expliqué Rallye au tribunal de commerce de Paris au mois de mai 2019 au soutien de sa demande d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, un défaut de Rallye au titre de l'un de ses financements était de nature à entraîner « un cas de défaut au titre de toutes [ses] lignes bancaires et obligataires [...] par le jeu des clauses de défaut croisé et par conséquent une exigibilité anticipée de l'intégralité des 3,1 Mds € de sa dette tirée, si les prêteurs concernés décidaient d'exercer leurs droits [...] [et] de la totalité de la dette des sociétés du groupe ».
83. Ainsi, à supposer, comme le prétendent les mis en cause, que la clause précitée du contrat de prêt CADIF n'avait pas pour effet de rendre « juridiquement indisponible » des lignes de crédit d'un montant de 120 millions d'euros force est de constater que le non-respect de cette clause exposait Rallye au risque non seulement de se voir exiger par CADIF le remboursement anticipé de ce financement de 100 millions d'euros mais également, le cas échéant, au risque de provoquer l'exigibilité anticipée de la totalité de sa dette, de près de 3 milliards d'euros, ainsi que de celle de son groupe. C'est ainsi à juste titre que les notifications de griefs indiquent que des lignes de crédit d'un montant de 120 millions d'euros étaient « de fait » indisponibles.

84. Surtout, les communications litigieuses du 8 mars 2018 ne permettaient pas à un investisseur raisonnable de comprendre que si Rallye utilisait plus de 1,625 milliard d'euros sur les 1,745 milliard d'euros de lignes de crédit présentées comme disponibles, ou que si le montant disponible au titre de ses lignes de crédit, dépendant du niveau du cours du titre Casino, venait à franchir à la baisse le seuil de 120 millions d'euros, elle s'exposait à un tel risque, fût-il très faible selon elle, de sorte que, même en retenant l'approche des mis en cause, il y a lieu de conclure que l'information était trompeuse.
85. Il en est ainsi d'autant plus que, contrairement à ce qu'ils affirment, ce risque n'était pas inexistant ou théorique au mois de mars 2018, dès lors qu'en l'absence probable de possibilité pour Rallye de se refinancer sur le marché obligataire, sa capacité à honorer ses échéances à 12 mois de près de 1,2 milliard d'euros reposait entièrement sur ses lignes de crédit d'un montant nominal de 1,745 milliard d'euros. Or leur disponibilité dépendait, pour leur plus grande part, du cours du titre Casino lequel, depuis 2015, subissait une forte tendance à la baisse qui se confirmait depuis le début de l'année 2018 (cette dépendance étant soit directe pour les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage et/ou *cash collateral*, soit indirecte pour la ligne UBS). Les mis en cause soulignent eux-mêmes que Rallye pouvait, du fait du fonctionnement de ses lignes de crédit, faire face en cas de baisse trop importante du cours du titre Casino à un risque de défaut, dû à l'impossibilité pour elle d'honorer ses échéances même en utilisant ses lignes de crédit au maximum de leur capacité.
86. Il ressort d'ailleurs du dossier qu'au mois de mars 2019, soit 12 mois plus tard, Rallye avait tiré un montant de 1,320 milliard d'euros sur ses lignes de crédit pour faire face à ses échéances, ce qui correspondait à l'intégralité des lignes de crédit dont elle disposait au mois de mars 2018, à l'exception, d'une part, de la ligne UBS, laquelle n'a jamais été tirée en raison des conditions de prix et de liquidité du marché du CDS Rallye, d'autre part, d'un montant d'environ 120 millions d'euros sur les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, soit précisément le montant minimum imposé par le contrat de prêt CADIF dans les conditions exposées ci-dessus, étant observé, en outre, que ces financements comportaient des clauses susceptibles de réduire le montant effectivement disponible par le jeu du *cash collateral*.
87. Enfin, contrairement à ce qu'elle indique, Rallye n'était pas tenue de « rendre public la totalité des détails des contrats de financements » pour diffuser une information exacte et non trompeuse mais seulement à tout le moins de signaler aux investisseurs l'existence de la contrainte prévue par le contrat de prêt CADIF pesant sur la disponibilité annoncée de ces lignes de crédit.

✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée le 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018

88. L'analyse qui précède portant sur le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée le 8 mars 2018 est en tout point transposable aux publications postérieures du 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 dès lors que la rédaction du contrat de prêt CADIF et le contexte permettant à Rallye d'anticiper qu'elle devrait tirer très largement sur ses lignes de crédit, voire au maximum de leur capacité, pour honorer ses échéances à 12 mois étaient identiques au 8 mars 2018 et à chacune des trois dates du 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.
89. L'annonce relative au montant des lignes confirmées et non utilisées dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 était par conséquent trompeuse, dès lors qu'elle omettait de mentionner la contrainte insérée au contrat de prêt CADIF et n'attirait pas l'attention des investisseurs sur l'existence de celle-ci.

4.2.3. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information figurant dans la présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018 selon laquelle la « documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating »

90. La présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018 comportait en page 11, comme l'indiquent les notifications de griefs, une mention selon laquelle « la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating ». Cette mention figure par ailleurs dans une partie intitulée « Des covenants indépendants du cours de l'action Casino et confortablement respectés au 31 décembre 2017 ».

91. Selon les notifications de griefs, cette mention, et plus particulièrement l'information selon laquelle la documentation bancaire de Rallye ne comporte pas de « *covenant* » lié au cours de Casino, était fautive au regard des stipulations que contenait la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, à l'opération MUFG et au contrat Rabobank.
92. En matière de finance d'entreprise le terme « *covenant* » désigne des clauses des contrats de financement imposant certaines contraintes à l'emprunteur dont le non-respect entraîne le droit pour le prêteur de provoquer l'exigibilité anticipée du montant prêté. Si un « *covenant* » peut ainsi prendre différentes formes, et, par exemple, imposer à l'emprunteur le respect de certains ratios financiers, il ressort de la présentation citée ci-dessus au point 90 qu'en l'espèce Rallye a lié ce terme non seulement à des ratios financiers mais également « *au cours de Casino* ». Tout investisseur raisonnable était naturellement conduit à comprendre de la mention litigieuse que la documentation bancaire de Rallye ne comportait pas de clause l'exposant à un risque de remboursement ou d'exigibilité anticipée de ses financements qui dépende du cours du titre Casino.
93. Or l'opération MUFG (100 millions d'euros) comportait une clause, dite « *share price trigger* », prévoyant la résiliation anticipée et le remboursement du prêt lorsque le cours du titre Casino était inférieur à 32,66 euros. En outre, l'opération MUFG, le contrat Rabobank (150 millions d'euros) et les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC (376 millions d'euros) comportaient des clauses prévoyant la constitution de *cash collateral* lorsque le cours du titre Casino franchissait à la baisse certains seuils (35,66 euros pour l'opération MUFG ; 32,5 euros pour le contrat Rabobank ; 47,12 euros pour la ligne dérivée HSBC ; 43,64 euros pour la ligne dérivée CACIB ; 38,22 euros pour la ligne dérivée Natixis). Ces constats ne sont pas remis en cause par Rallye et M. Hattab. Ces derniers ont par ailleurs confirmé à plusieurs reprises pendant l'instruction et lors de l'enquête que la constitution de *cash collateral* s'assimile, d'un point de vue économique, à un remboursement anticipé du financement concerné, partiel (si le montant du *cash collateral* est inférieur au montant prêté) ou total.
94. Il est donc établi que, contrairement à ce qu'indiquait la présentation des résultats annuels 2017, la documentation relative à l'opération MUFG, au contrat Rabobank et aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC comportait des clauses prévoyant l'exigibilité anticipée ou le remboursement anticipé des financements en fonction du cours du titre Casino.
95. Les mis en cause font valoir que le marché n'aurait pas été trompé sur le montant effectivement disponible au titre des lignes soumises au *cash collateral* du fait de l'absence d'information sur l'existence de ce mécanisme. Cet argument n'est cependant pas pertinent, dès lors qu'il ne leur est pas reproché une absence d'information sur ce point mais le caractère faux de l'affirmation explicite selon laquelle la documentation bancaire de Rallye ne comportait pas de clause liée au cours de Casino. En outre, à supposer que les clauses d'exigibilité anticipée soient usuelles dans les contrats de crédit soumis à nantissement de titres cotés, Rallye a précisément affirmé que sa documentation bancaire n'en comportait pas, de sorte que, contrairement à ce qu'affirment les mis en cause, le marché ne pouvait pas « *raisonnablement anticiper que de telles clauses figuraient dans la documentation relative aux lignes de crédit* ».
96. Par conséquent, l'information diffusée dans la présentation des résultats annuels 2017 publiée le 8 mars 2018 selon laquelle « *la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating* » était fautive ou trompeuse.

4.2.4. Sur le caractère trompeur de l'information figurant dans le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 selon laquelle « Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (*pari-passu*), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (*negative pledge*) et le défaut croisé (*cross default*) »

97. Comme le constatent les notifications de griefs, le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 comportait en page 163, dans une section intitulée « *risque d'exigibilité des dettes financières* », une mention selon laquelle « *Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (*pari-passu*), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (*negative pledge*) et le défaut croisé (*cross default*)* ». Selon elles, il était

trompeur de faire état de telles clauses sans faire mention des clauses présentes dans la documentation bancaire de Rallye liées au cours de Casino, « *notamment le share price trigger et les mécanismes de remise en garantie de cash [collateral]* ».

98. Comme mentionné *supra*, la documentation relative à l'opération MUFG (100 millions d'euros) comportait une clause prévoyant l'exigibilité anticipée du prêt lorsque le cours du titre Casino était inférieur à 32,66 euros, et la documentation de ce financement ainsi que celle du contrat Rabobank (150 millions d'euros) et des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC (376 millions d'euros) comportaient des clauses prévoyant l'obligation pour Rallye de constituer du *cash collateral* à partir d'un cours du titre Casino inférieur à 47,12 euros, c'est-à-dire, d'un point de vue économique, à rembourser par anticipation les financements en question.
99. Or le fait de ne pas mentionner l'existence de ces clauses exposant Rallye à un risque d'exigibilité anticipée de ses financements dans une section qui était précisément dédiée au « *risque d'exigibilité anticipée des dettes financières* » pouvait laisser croire à tort aux investisseurs que Rallye n'était pas exposée à un tel risque, à supposer même, comme le prétendent les mis en cause, que ces clauses soient usuelles dans ce type de financements, puisque la mention litigieuse avait justement pour objet d'informer le marché de la présence dans la documentation bancaire de Rallye de « *clauses [...] habituelles de ce type de contrat* ».
100. Par conséquent, l'information figurant dans la section intitulée « *risque d'exigibilité des dettes financières* » du document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 selon laquelle « *Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (pari-passu), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (negative pledge) et le défaut croisé (cross default)* » était trompeuse.
101. En conclusion, les notifications de griefs indiquent que les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra* diffusées dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 « *donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement* ». Dans chacun de ces supports, Rallye a prétendu qu'elle bénéficiait d'une « *situation de liquidité solide* » ou « *très solide* ».
102. À chacune de ces quatre dates, Rallye devait faire face à près de 1,2 milliard d'euros d'échéances, principalement obligataires et bancaires (la première de ces échéances étant au mois d'octobre 2018), et avait elle-même constaté qu'elle ne pourrait probablement pas se refinancer sur le marché obligataire, devenu trop coûteux. Ainsi, à chacune de ces quatre dates, l'analyse de la capacité de Rallye à faire face à ses échéances reposait entièrement sur la disponibilité de ses lignes de crédit d'un montant nominal de 1,745 milliard d'euros, ce qu'admettent les mis en cause eux-mêmes puisqu'ils indiquent que « *seules ces lignes permettaient à Rallye de faire face à ses échéances* ». Or la disponibilité de ces lignes de crédit dépendait, pour leur quasi-totalité, du niveau du cours du titre Casino (soit directement pour les lignes de crédit d'1,410 milliard d'euros soumises à nantissement d'actions Casino à un ratio de 130 % du montant tiré, soit indirectement pour la ligne UBS de 300 millions d'euros) lequel était très volatil et subissait de fortes pressions à la baisse depuis 2015, tendance qui se confirmait depuis le début de l'année 2018. Rallye et M. Hattab indiquent eux-mêmes qu'une baisse importante du cours de ce titre était de nature à créer « *les conditions d'un risque de défaut* ».
103. Par conséquent, la capacité de Rallye à faire face à ses échéances, principalement celles des mois d'octobre 2018 et de mars 2019, dépendait quasiment entièrement de l'évolution d'un cours de bourse très volatil et suivant une tendance baissière depuis 2015, de sorte qu'elle était *a minima* entachée d'incertitude à chacune des dates des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018. Pourtant, cette incertitude ne transparaissait d'aucune manière dans les communications litigieuses.
104. En outre, le fonctionnement des lignes de crédit, dont disposait Rallye, était tel que cette société était exposée non seulement au risque que l'évolution du cours du titre Casino empêche leur utilisation dans une mesure suffisamment large pour honorer ses échéances, mais également au risque qu'après tirage de ces lignes le cours de ce titre baisse jusqu'au point où elle ne puisse plus honorer, à l'aide des actions Casino qu'elle détenait, l'obligation de nantir des titres d'une valeur au moins égale à 130 % des montants tirés, et par conséquent au risque de devoir rembourser par anticipation cette dette pour continuer à respecter le ratio de 130 %. En outre l'impossibilité soit de compléter la garantie par des actions Casino supplémentaires, soit de rembourser par anticipation les montants tirés, était constitutive d'un cas de défaut et comme il a été dit, un défaut constaté sur un

seul des financements de Rallye constituait un cas de défaut et d'exigibilité anticipée de la totalité des près de 3 milliards d'euros de sa dette (et de la dette de son groupe).

105. D'ailleurs, c'est précisément la perspective, du fait de l'évolution à la baisse du cours de l'action Casino, de la matérialisation imminente de ce risque de devoir rembourser par anticipation une partie de la dette tirée sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino, s'élevant à plus de 1,4 milliard d'euros au 21 mai 2019, qui a conduit Rallye à solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à cette époque. Or, ce risque ne pouvait qu'être anticipé par toute personne raisonnable dès le mois de mars 2018, et au 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, compte tenu, à ces dates, de l'échéancier des dettes, des caractéristiques des lignes de crédit dont disposait Rallye pour y faire face et du contexte de marché de l'époque.
106. Les propos tenus par M. Hattab devant le rapporteur éclairent sur la façon dont Rallye a toutefois choisi d'intégrer ce risque dans sa communication financière puisque celui-ci a expliqué, d'une part, que « *Nous ne pouvons pas fonder notre communication financière sur l'hypothèse incertaine que le cours de Casino va s'effondrer et donc sur le pire scénario de chute de la valeur du principal actif de Rallye* », d'autre part, que « *la baisse continue et importante du cours de Casino n'est qu'un worst case scenario qui ne doit pas donner lieu à une communication* » ou, encore, qu'« *il n'y a pas de raison de communiquer sur une trajectoire certaine du cours de bourse de Casino, ce pour quoi nous ne pouvons pas dire au marché que si le cours continue de baisser Rallye pourrait être en difficulté* ».
107. Il apparaît donc que les communications litigieuses occultaient le fait que la solidité annoncée de la situation de liquidité de Rallye reposait uniquement sur l'hypothèse que le cours du titre Casino ne poursuivrait pas sa baisse jusqu'au point susceptible de l'empêcher d'honorer ses échéances ou de constituer les garanties contractuelles.
108. Enfin, la circonstance, invoquée par les mis en cause, que Rallye aurait mentionné dans les publications litigieuses que la plupart de ses lignes de crédit étaient soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage à un ratio de 130 % du montant tiré, ce qui, selon eux, permettait au marché de mesurer la dépendance de sa situation de liquidité au cours de ce titre, ne ferait, à la supposer établie, que souligner le caractère trompeur, car contradictoire, de la façon dont Rallye a présenté cette situation.
109. En effet, il y aurait lieu de constater, en retenant l'analyse des mis en cause, que Rallye a, d'une part, affirmé sans nuance que sa situation de liquidité était « *solide* » ou « *très solide* », d'autre part, fourni une information de laquelle il était possible de déduire, à condition toutefois de réaliser les calculs appropriés, qu'elle était en réalité exposée à un risque de défaut du seul fait d'une baisse trop importante du cours de Casino, dans le contexte rappelé ci-dessus. De plus, si le rapport financier annuel 2017, publié le 14 mars 2018, et le document de référence 2017, publié le 18 avril 2018, mentionnent effectivement le fait que la plupart des lignes de crédit dont dispose Rallye sont soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage d'une valeur au moins égale à 130 % du montant tiré, la présentation des résultats annuels 2017, publiée le 8 mars 2018, ne mentionne pas le ratio de 130 % et le communiqué de presse associé, également publié le 8 mars 2018, ainsi que la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 n'évoquent pas, ne serait-ce que par renvoi au rapport financier annuel 2017 ou au document de référence 2017 pour cette dernière publication, le mécanisme de nantissement d'actions Casino. En outre, d'une part, aucune de ces publications ne permettait au public de comprendre que la disponibilité de la ligne UBS dépendait des conditions de marché du CDS Rallye et, par conséquent, que ce n'était pas 80 % mais près de 100 % des lignes de crédit dont disposait Rallye qui dépendaient, directement ou indirectement, du cours du titre Casino et, d'autre part, la présentation des résultats annuels 2017, publiée le 8 mars 2018, et le document de référence 2017, publié le 18 avril 2018, laissaient croire à tort au marché que Rallye n'était pas exposée à un risque d'exigibilité anticipée ou de remboursement anticipé de ses financements en fonction du cours du titre Casino. Par conséquent, contrairement à ce que soutiennent les mis en cause, aucune des publications litigieuses ne permettait au marché d'évaluer correctement la mesure dans laquelle la situation de liquidité de Rallye dépendait du cours du titre Casino.
110. Au regard de ce qui précède, les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, qui présentaient les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra* et affirmaient sans nuance sur le fondement de celles-ci que la situation de liquidité de Rallye était « *solide* » ou « *très solide* » à ces dates donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement, de sorte que la deuxième condition prévue

par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant au caractère faux ou trompeur des informations diffusées est satisfaite.

4.3. Des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers

111. Il ressort de façon constante, du rapport d'enquête, des notifications de griefs, des propres observations des mis en cause et de la communication financière de Rallye, ainsi que dans les analyses financières présentes au dossier, que la situation de liquidité de Rallye était un enjeu majeur pour cette dernière, le risque de liquidité étant « *le risque financier auquel elle [était] le plus exposé* » selon la description des mis en cause, de sorte que cet aspect était le point d'attention central des investisseurs. C'était particulièrement le cas au cours de la période couverte par l'enquête, pendant laquelle le marché s'inquiétait de la capacité de Rallye à faire face à ses échéances à l'aide de ses lignes de crédit disponibles en l'absence probable de possibilité pour elle de se refinancer sur le marché obligataire. D'ailleurs, les mis en cause ont eux-mêmes souligné devant le rapporteur que « *l'élément déterminant pour le marché était la corrélation entre le cours de bourse [du titre Casino] et la disponibilité des lignes de crédit* ».
112. Or les publications litigieuses des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 ont précisément fourni au marché des informations fausses ou trompeuses sur la situation de liquidité de Rallye et, plus particulièrement, sur la mesure dans laquelle ses lignes de crédit pouvaient être disponibles, d'une façon qui donnait aux investisseurs une vision de cette situation plus favorable qu'elle ne l'était réellement.
113. Ainsi, s'agissant de la ligne UBS en particulier, la communication financière de Rallye occultait le fait que cette ligne dépendait des conditions de marché du CDS Rallye et, par conséquent, qu'elle dépendait indirectement du cours du titre Casino, ce qui relevait d'un « *élément déterminant pour le marché* », d'autant plus que cette lacune occultait le fait que ce n'était pas 80 % mais 100 % des lignes de crédit dont disposait Rallye qui dépendaient du cours de ce titre. Ainsi, la communication financière de Rallye laissait non seulement penser aux investisseurs que sa capacité à honorer environ 25 % de ses échéances à 12 mois était acquise alors qu'elle ne l'était pas, mais, de surcroît, empêchait le marché de conclure que cette ligne serait en réalité probablement indisponible dans les 12 prochains mois, tout comme il considérait que le marché obligataire serait fermé pour Rallye en raison d'un coût trop élevé, comparable à celui de la ligne UBS. S'agissant du contrat de prêt CADIF, la communication financière de Rallye occultait la contrainte imposée par ce contrat qui rendait « *de fait* » un montant de 120 millions d'euros de lignes de crédit indisponible dans un contexte dans lequel tant Rallye que le marché anticipaient que cette dernière devrait probablement tirer très largement, voire au maximum de leur capacité, sur ses lignes de crédit pour honorer ses échéances.
114. La communication financière de Rallye empêchait donc le marché de conclure que le montant des lignes de crédit dont disposait Rallye pour faire face à ses échéances n'était pas de 1,745 milliard d'euros, dont près de 20 % insensible au cours du titre Casino, mais, comme l'indiquent les notifications de griefs, probablement au plus de 1,325 milliard d'euros entièrement dépendants du cours du titre Casino.
115. En ce qui concerne les stipulations exposant Rallye à un risque d'exigibilité ou de remboursement anticipé des financements en fonction du cours du titre Casino, le simple fait que Rallye ait choisi de mentionner dans une présentation synthétique de ses résultats annuels 2017, publiée le 8 mars 2018, le sujet de l'absence dans sa documentation bancaire de « *covenant* » lié au cours du titre Casino démontre qu'elle avait identifié à cette époque que cette question était importante pour le marché, de sorte que le caractère faux ou trompeur de l'information figurant dans ladite présentation, de même que de celle figurant dans le document de référence 2017, publié le 18 avril 2018, était susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de la situation de liquidité de Rallye par le marché. Par ailleurs, ces clauses exposaient Rallye au risque d'un remboursement anticipé total, ou partiel, de financements d'un montant de 250 millions d'euros, susceptible de s'ajouter aux échéances à 12 mois de près de 1,2 milliard d'euros, du seul fait du niveau du cours du titre Casino, dans un contexte dans lequel le marché s'interrogeait déjà, en ignorant ce risque, sur la capacité de Rallye à faire face à ces échéances. Le fait, allégué par Rallye et M. Hattab, que ces clauses n'auraient jamais été activées pendant la période visée par l'enquête ne serait pas, à le supposer avéré, de nature à modifier l'analyse qui précède, dès lors que ce risque était bien réel à la date de chaque communication litigieuse. En outre, contrairement à ce qu'ils affirment, Rallye a été contrainte, compte tenu du cours du titre Casino, de constituer du *cash collateral* au titre de l'opération MUFU, c'est-à-dire à rembourser par anticipation ce financement, à hauteur de 5 millions d'euros le 11 juin 2018, de 15,5 millions d'euros

le 31 juillet 2018, de 22,1 millions d'euros le 14 août 2018, de 35,7 millions d'euros le 4 septembre 2018 et de 100 millions d'euros, soit la totalité du financement, le 24 septembre 2018. Les clauses prévoyant la constitution de *cash collateral* au titre du contrat Rabobank ont également été activées aux mois de septembre et octobre 2018 et au mois de mai 2019.

116. En ce qui concerne les clauses contraignant Rallye à constituer du *cash collateral* au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC en particulier, les mis en cause ne contestent pas, comme le relève le rapport d'enquête, notamment en se fondant sur des calculs fournis par les partenaires bancaires de Rallye, que ce mécanisme avait pour effet de réduire le montant effectivement disponible au titre de ces financements d'un montant compris entre 24 millions d'euros et 129 millions d'euros en prenant comme référence le cours du titre Casino entre le 31 décembre 2017 et le 23 mai 2019 et, plus généralement, que ce mécanisme n'avait pas d'impact sur les montants disponibles pour un cours du titre Casino supérieur à 47,12 euros, avait un impact d'environ 50 millions d'euros pour un cours du titre Casino compris entre 36 et 47,12 euros et avait un impact compris entre 50 millions d'euros et la totalité du montant nominal de 376 millions d'euros pour un cours inférieur à 36 euros. Rallye et M. Hattab contestent néanmoins le fait que le marché aurait été trompé sur les montants effectivement disponibles au titre des lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage de ces lignes dans leur ensemble, en ce compris les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC. Ils font, en substance, valoir à ce sujet que l'information relative à la contrainte liée au nantissement d'actions Casino à un ratio de 130 % des montants tirés, conjuguée à la connaissance du nombre d'actions Casino détenues par Rallye libres de nantissement et du cours du titre Casino, permettait au marché d'effectuer un calcul du montant indisponible au titre des lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino dont le résultat était toujours au moins égal à celui qui pouvait être obtenu en pleine connaissance du fonctionnement de ces lignes, c'est-à-dire en connaissance de l'existence du mécanisme de *cash collateral* pesant sur certaines d'entre-elles en plus de la contrainte liée au nantissement de titres Casino. Selon les mis en cause, la contrainte liée au nantissement de titres était en effet la plus impactante.
117. Toutefois, en premier lieu, ce mécanisme de *cash collateral* impliquait une corrélation entre le cours de bourse de Casino et la disponibilité de certaines lignes de crédit dont disposait Rallye, de sorte qu'il relevait d'un aspect « déterminant » pour le marché. Or un émetteur ne peut communiquer une information fautive ou trompeuse sur un sujet aussi central pour les investisseurs et être exonéré de sa responsabilité au motif que malgré la vision inexacte et biaisée de sa situation qui résulte de cette information, les investisseurs pourraient, à condition toutefois de réaliser les calculs appropriés, parvenir à une conclusion qui correspond approximativement à la réalité. L'importance du sujet exigeait de Rallye qu'elle communique au marché une information lui permettant, par elle-même, d'apprécier en pleine connaissance de cause, et de façon précise et exacte, l'incidence de ce mécanisme pouvant réduire la disponibilité de certaines de ses lignes de crédit dont elle dépendait entièrement pour honorer ses échéances.
118. En second lieu, l'étude du cabinet d'expertise financière que les mis en cause produisent au soutien de leur démonstration indique elle-même que, du point de vue de l'ensemble des lignes soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage, la contrainte liée au *cash collateral* provoque une limitation des montants disponibles à partir d'un cours du titre Casino à 47,12 euros, alors que la contrainte liée au nantissement de ces titres ne limite les montants disponibles qu'à partir d'un cours à 35 euros, de sorte que les mis en cause démontrent eux-mêmes que l'information communiquée par Rallye pouvait amener le marché à effectuer des estimations erronées, à tout le moins pour la fourchette de cours, très large, comprise entre 35 euros et 47,12 euros. Les analystes financiers procédaient de leur côté à des calculs de « cours limite » ou « cours pivot » du titre Casino à partir duquel la liquidité de Rallye pouvait être compromise, ce qui corrobore le fait qu'il s'agissait d'un point déterminant pour le marché. L'étude précitée mentionne d'ailleurs une analyse financière datant du 28 mars 2018 qui parvient à une conclusion erronée de ce point de vue en estimant que « *le cours de l'action Casino doit être d'au moins 39 euros pour que Rallye puisse tirer sur toutes ses lignes* », alors que les montants disponibles étaient réduits dès 47,12 euros.
119. En troisième lieu, l'analyse des mis en cause repose entièrement sur le postulat que Rallye dispose à tout moment, à côté des lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino et *cash collateral*, d'importantes lignes de crédit soumises uniquement à nantissement d'actions Casino. Toutefois, Rallye et le marché anticipaient précisément à compter du premier trimestre 2018 que cette dernière devrait probablement tirer sur ses lignes de crédit au maximum de leur capacité pour pouvoir honorer ses échéances, dont la première devait avoir lieu au mois d'octobre 2018, et qu'elle se trouverait donc dans une situation dans laquelle elle ne disposerait plus de l'ensemble des lignes de crédit dont elle disposait au moment des communications litigieuses. Or, le marché ne pouvait pas

comprendre à la lecture de ces communications que le montant effectivement disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, susceptibles d'être les seules à disposition de Rallye après lesdites échéances, pourrait être significativement réduit, voire nul, en fonction du cours du titre Casino du fait des clauses imposant la constitution de *cash collateral*. Cette analyse est corroborée par le fait qu'au mois de mars 2019, les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC étaient précisément les seules, parmi les lignes soumises à nantissement d'actions Casino dont disposait Rallye au moment des publications litigieuses, qui demeuraient encore partiellement non utilisées.

120. En quatrième et dernier lieu, la présentation des résultats annuels 2017, publiée le 8 mars 2018, ne mentionne pas le ratio de 130 % et le communiqué de presse associé, également publié le 8 mars 2018, ainsi que la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 n'évoquent pas le mécanisme de nantissement d'actions Casino, de sorte qu'en tout état de cause ces communications ne permettaient pas au marché « *d'estimer le montant global de la liquidité tirable* » sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino contrairement à ce qu'affirment Rallye et M. Hattab.
121. Par conséquent, les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, qui comportaient des informations fausses ou trompeuses donnant aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement, étaient susceptibles de fixer le cours du titre Rallye à un niveau anormal ou artificiel, en l'occurrence à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en présence d'une information exacte et non trompeuse. Ainsi la troisième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel est-elle satisfaite.

4.4. La connaissance avérée ou supposée par les mis en cause du caractère faux ou trompeur de l'information

122. L'émetteur est responsable des informations publiées en son nom et pour son compte par l'un de ses organes ou représentants. En l'espèce la direction financière et la communication financière de Rallye étaient supervisées par son représentant légal, M. Hattab. Par conséquent, Rallye savait ou aurait dû savoir que les informations diffusées dans la présentation des résultats annuels 2017 et le communiqué de presse associé publiés le 8 mars 2018, le rapport financier annuel 2017, publié le 14 mars 2018, le document de référence 2017, publié le 18 avril 2018, et la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 étaient fausses ou trompeuses. La quatrième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la connaissance avérée ou supposée du caractère faux ou trompeur des informations diffusées est donc satisfaite.
123. Il en résulte que les manquements de manipulation de marché par diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers au sens des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion de la publication par Rallye le 8 mars, le 14 mars, le 18 avril et le 23 mai 2018 de la présentation des résultats annuels 2017 et du communiqué de presse associé, du rapport financier annuel 2017, du document de référence 2017 et de la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 sont caractérisés.

II. Sur les griefs relatifs à la communication financière de Rallye en 2018

1. Sur les griefs relatifs à la présentation des résultats semestriels 2018 et au communiqué de presse, publiés le 26 juillet 2018, et au rapport financier semestriel 2018, publié le 27 juillet 2018

1.1. Notifications de griefs

124. Les notifications de griefs exposent que dans la présentation des résultats semestriels 2018 publiée le 26 juillet 2018, Rallye indiquait disposer d'une « *situation de liquidité solide avec plus de 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non utilisées* » au 30 juin 2018 puis d'un montant de « *1 738 M* » d'euros de lignes de crédit confirmées et non utilisées, et que dans le communiqué de presse associé elle invoquait également « *une situation de liquidité solide avec plus de 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non utilisées* » ou, dans la conclusion, « *une situation de liquidité très solide, avec plus de 1,7 Md€ de lignes de crédit confirmées et non utilisées, bénéficiant d'une maturité moyenne de 3,6 années* ». Elles formulent à cet égard les mêmes critiques que pour les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, compte tenu des caractéristiques de la ligne UBS de

300 millions d'euros et du contrat de prêt CADIF de 100 millions d'euros. Elles ajoutent que le montant des lignes de crédit présentées comme disponibles incluait 376 millions d'euros au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, alors que le montant effectivement disponible au titre de ces financements au 30 juin 2018 n'était que de 298 millions d'euros. Elles en concluent qu'au 30 juin 2018, Rallye ne disposait que de 1 240 millions d'euros de lignes de crédit disponibles, soit 71 % seulement du montant communiqué au marché.

125. Les notifications de griefs exposent également que la présentation des résultats semestriels 2018, publiée le 26 juillet 2018, et le rapport financier semestriel 2018, publié le 27 juillet 2018, mentionnaient le fait que l'opération MUGF faisait l'objet d'un nantissement de titres Casino sans préciser qu'elle faisait également l'objet de *cash collateral* à hauteur de 4,9 millions d'euros. Les notifications de griefs critiquent également le fait que le rapport financier semestriel 2018 indiquait que les émissions obligataires et le programme de billets de trésorerie n'étaient adossés à aucun actif et signalait l'existence de la contrainte liée au nantissement d'actions Casino pour l'opération MUGF, sans mentionner le fait que la ligne UBS était adossée au CDS Rallye. Elles estiment que du fait de ces omissions, un investisseur pouvait déduire à tort que l'ensemble des garanties liées aux financements de Rallye lui avait été présenté.
126. Enfin, les notifications de griefs relèvent que la présentation des résultats semestriels 2018, publiée le 26 juillet 2018, indiquait que la documentation bancaire de Rallye n'intégrait pas de « *covenant* » ou de clause de « *step-up* » liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours du titre Casino, ou à son « *rating* », ce qui était inexact dès lors que de nombreux financements de Rallye comportaient des stipulations liées au cours du titre Casino pouvant entraîner l'exigibilité anticipée du financement ou la réduction de la liquidité disponible.
127. Les notifications de griefs indiquent qu'à la lecture de ces informations diffusées le 26 et le 27 juillet 2018, le marché était susceptible d'avoir une perception inexacte de la liquidité de Rallye qui était particulièrement sensible à l'évolution du cours de bourse du titre Casino et des conditions de marché du CDS Rallye. Elles ajoutent que ces informations communiquées au marché donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement et étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours du titre Rallye dès lors que la liquidité de celle-ci était particulièrement suivie par les investisseurs à cette période et représentait un enjeu important pour la société. Les notifications de griefs affirment que ces informations étaient ainsi de nature à fixer le cours du titre Rallye à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en l'absence de telles indications et que Rallye ne pouvait ignorer le caractère faux ou trompeur des informations communiquées par elle sur sa propre situation de liquidité.
128. Les notifications de griefs en concluent que la communication de Rallye concernant sa liquidité dans la présentation des résultats semestriels 2018 publiée le 26 juillet 2018, le communiqué de presse du même jour et le rapport financier semestriel 2018 publié le 27 juillet 2018 semble inexacte ou à tout le moins trompeuse, et pourrait avoir contrevenu aux dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR.

1.2. Observations des mis en cause

1.2.1. Sur la ligne UBS

129. Rallye et M. Hattab réitérent les observations présentées en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018. Ils ajoutent que le montant disponible au titre de cette ligne de crédit n'était pas nul au 30 juin 2018 compte tenu du niveau du « *spread* » du CDS Rallye qui entraînait un coût de 40,9 millions d'euros pour un tirage intégral de la ligne avec une maturité d'un an et un coût de 86,7 millions d'euros avec une maturité de deux ans.

1.2.2. Sur le contrat de prêt CADIF

130. Rallye et M. Hattab réitérent les observations présentées en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.

1.2.3. Sur l'absence de mention des stipulations liées au cours du titre Casino pouvant entraîner l'exigibilité anticipée des financements ou la réduction de la liquidité disponible

131. Rallye et M. Hattab réitèrent les observations présentées en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018. Ils ajoutent que le marché connaissait le nombre d'actions Casino libres de nantissement détenues par Rallye au 30 juin 2018, le cours du titre Casino à cette date et le fait que la plupart de ses lignes de crédit étaient soumises à nantissement d'actions Casino d'une valeur égale à 130 % des montants tirés. Selon eux, le marché pouvait donc calculer qu'au 30 juin 2018 un montant d'environ 200 millions d'euros ne pouvait pas être tiré sur le montant nominal de 1 410 millions d'euros de lignes soumises à une telle contrainte, de sorte que ce dernier n'a pas été trompé par l'information diffusée par Rallye.
132. Ils en concluent que, même à suivre la logique erronée des notifications de griefs, la conclusion serait que les lignes de crédit de Rallye étaient disponibles à hauteur de 1 497,1 millions d'euros au 30 juin 2018 et non 1 325 millions d'euros comme elles le prétendent. Ils précisent qu'au 30 juin 2018 Rallye ne devait faire face qu'à environ 670 millions d'euros de dettes avant la fin de l'année 2018.

1.2.4. Sur l'opération MUFG

133. Les mis en cause font valoir que Rallye n'a communiqué que globalement sur ses prêts bancaires, et pas spécifiquement sur l'opération MUFG. Ils ajoutent, d'une part, que le marché pouvait déduire des informations communiquées par Rallye le fait qu'elle devait garantir à tout moment les prêteurs à hauteur de 130 % des montants prêtés et, d'autre part, que la connaissance de la nature exacte de cette garantie – nantissement ou *cash collateral* – n'avait pas d'importance dès lors qu'elle aboutissait, dans les deux cas, à une réduction du niveau global de liquidité en cas de baisse du cours du titre Casino. Enfin, ils ajoutent que le montant du *cash collateral* constitué dans le cadre de l'opération MUFG au 30 juin 2018, soit 4,9 millions d'euros, présentait un caractère marginal au regard du dispositif de liquidité de Rallye qui s'élevait à 1 738 millions d'euros à cette date.

1.2.5. Sur l'influence réelle ou potentielle des informations litigieuses sur le cours du titre Rallye

134. Les observations des mis en cause sur ce point sont les mêmes que celles présentées en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018. S'agissant de la publication du 26 juillet 2018, ils réitèrent en particulier l'argument selon lequel il n'y avait pas lieu d'opérer un retraitement sur les montants disponibles au titre des lignes soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage, dont font partie les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, et au titre du contrat de prêt CADIF. Ainsi, selon eux, il n'est pas démontré que la seule réduction de liquidité liée au fonctionnement de la ligne UBS (40,9 millions d'euros, montant qui ne représentait que 2,3 % du montant nominal des lignes de crédit) aurait été susceptible d'avoir une influence sur le cours du titre Rallye.

1.3. Textes applicables

135. Les faits reprochés, qui ont eu lieu le 26 et le 27 juillet 2018, seront examinés à la lumière des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR alors en vigueur. Ces dispositions ont été présentées *supra* dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.

1.4. Examen des griefs

136. Les quatre conditions nécessaires à la caractérisation d'un manquement sur le fondement des dispositions de l'article 12.1 c) du règlement MAR seront successivement examinées au titre des trois supports d'informations critiqués.

1.4.1. La diffusion de l'information

137. Il n'est pas contesté que la présentation des résultats semestriels 2018, le communiqué de presse associé et le rapport financier semestriel 2018 ont été publiés par Rallye le 26 et le 27 juillet 2018 et qu'ils comportaient les mentions critiquées par les notifications de griefs. La première condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement

MAR tenant à la diffusion de l'information « *par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen* » est donc satisfaite.

1.4.2. Le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée

- ✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé au regard des caractéristiques de la ligne UBS et de l'absence de mention du fait qu'elle était adossée au CDS Rallye

138. L'analyse qui a été développée en ce qui concerne les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, qui conclut au caractère trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées au regard des caractéristiques de la ligne UBS et de l'absence de mention du fait qu'elle était adossée au CDS Rallye, est en tout point transposable aux publications du 26 juillet 2018, dès lors que Rallye a présenté la ligne UBS de la même façon, c'est-à-dire comme une ligne de crédit disponible sans contrainte, et que le fonctionnement de celle-ci, dépendant des conditions de marché du CDS Rallye, n'a pas été modifié entre le mois de mars et le mois de juillet 2018.
139. En outre, au début du mois de juin 2018, le « *spread* » du CDS Rallye a dépassé le seuil des 1 000 points de base, pour toutes les maturités, et a continué à augmenter au cours des mois de juin et juillet 2018 pour s'établir à plus de 1 500 points de base, parallèlement à la baisse du cours du titre Casino, passé de plus de 51 euros au début du mois de janvier 2018 à un peu plus de 32 euros le 26 juillet 2018, soit une baisse de 37 % à l'issue du premier semestre 2018 confirmant la tendance observée depuis 2015. Rallye et M. Hattab soulignent eux-mêmes que le coût de tirage de l'intégralité de la ligne UBS était de 5,9 millions d'euros au 31 décembre 2017 et de 41 millions d'euros au 29 juin 2018 pour une maturité d'un an, soit près de 7 fois plus en 6 mois, et qu'il est passé de 22,5 millions d'euros à 86,7 millions d'euros sur cette même période pour une maturité de 2 ans, soit 4 fois plus. Rallye a, par ailleurs, confirmé en audition devant le rapporteur que, dans ce contexte, le constat fait au premier trimestre 2018 quant à la fermeture du marché obligataire était toujours d'actualité « *au second semestre 2018* » et « *à l'été 2018* ». Enfin, plusieurs analyses financières contemporaines des publications litigieuses ont relevé à la fois la fermeture du marché obligataire pour Rallye et les niveaux très élevés du « *spread* » du CDS Rallye, ces deux circonstances étant liées l'une à l'autre selon elles (Raymond James, 11 juin 2018, Barclays, 29 juin 2018, Kepler Cheuvreux, 29 juin 2018).
140. Par conséquent, le contexte de marché qui permettait à Rallye de constater, au moment des publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 que la ligne UBS serait probablement économiquement indisponible au moment de ses échéances principales du mois d'octobre 2018 et mars 2019 s'était aggravé au mois de juillet 2018, de sorte que l'information relative au montant des lignes confirmées et non utilisées dans la présentation des résultats semestriels 2018 publiée le 26 juillet 2018 n'en était que plus trompeuse.
- ✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé au regard de la contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF
141. L'analyse qui a été développée en ce qui concerne les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 est en tout point transposable aux publications du 26 juillet 2018, dès lors que la contrainte du contrat de prêt CADIF qui imposait à Rallye de disposer à tout moment d'un montant de lignes de crédit disponibles d'un montant minimum de 120 millions d'euros, et le contexte permettant à Rallye d'anticiper qu'elle devrait tirer très largement, voire au maximum de leur capacité, sur ses lignes de crédit pour honorer ses échéances n'ont pas été modifiés entre le mois de mars et le mois de juillet 2018.
142. Il en est d'autant plus ainsi que, comme le reflètent plusieurs analyses financières contemporaines des publications du 26 juillet 2018 (Goldman Sachs, 5 juin 2018 ; Barclays, 5 juin 2018 ; Kepler Cheuvreux, 29 juin 2018), l'inquiétude du marché quant à la capacité de Rallye à honorer ses échéances grâce à ses lignes de crédit disponibles s'était aggravée entre le mois de mars et le mois de juillet 2018 dans un contexte dans lequel le cours du titre Casino avait baissé de 37 % depuis le début de l'année, ce qui confirmait le risque d'une marge de manœuvre sur les

lignes de crédit extrêmement réduite, voire insuffisante, pour permettre à Rallye de faire face aux échéances à venir.

143. La contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF n'en était donc que plus concrète au mois de juillet 2018 et l'information diffusée dans les publications du 26 juillet 2018 relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées, qui ne prenait pas en compte cette contrainte et n'attirait pas l'attention des investisseurs sur celle-ci, n'en était que plus trompeuse.

- ✓ Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé au regard de la contrainte imposée par la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC

144. Les mis en cause ne contestent ni le fait que le montant total de 1,7 milliard d'euros de lignes de crédit confirmées et non utilisées annoncé dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé intégrait le montant nominal de 376 millions d'euros des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, ni le fait que le mécanisme de *cash collateral* auquel étaient soumises ces lignes de crédit avait pour effet de réduire le montant effectivement disponible au titre de celles-ci de 78 millions d'euros au regard du cours du titre Casino au 30 juin 2018 (soit un montant net disponible de 298 millions d'euros sur les 376 millions d'euros de nominal), ni, de façon plus générale, que ce mécanisme avait pour effet de réduire le montant effectivement disponible au titre de ces lignes dérivées d'un montant d'environ 50 millions d'euros pour un cours du titre Casino compris entre 47,12 euros et 36 euros, et d'un montant compris entre 50 millions d'euros et la totalité du montant nominal pour un cours du titre Casino inférieur à 36 euros.

145. Or la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé ne faisaient mention que du montant nominal des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC sans indiquer que le mécanisme du *cash collateral* pouvait réduire le montant disponible au moment du tirage ou, ensuite, provoquer ce qui, d'un point de vue économique, s'assimile à un remboursement anticipé dans les mesures mentionnées ci-dessus. En outre, comme le relèvent les notifications de griefs, à la date de référence des publications litigieuses (30 juin 2018) et à la date à laquelle elles ont été diffusées (26 juillet 2018) le cours du titre Casino était à un niveau tel que le montant disponible au titre de ces financements aurait effectivement été significativement réduit dans l'hypothèse d'un tirage à ces dates (ou aurait provoqué un remboursement anticipé partiel si ces lignes avaient été tirées à ces dates).

146. L'argument des mis en cause, identique à celui qu'ils développent en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, selon lequel le marché pouvait « estimer » approximativement le montant indisponible au titre des lignes soumises à nantissement d'actions Casino, lors du tirage, dans leur ensemble, dont font partie les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, n'est pas pertinent pour les mêmes raisons que celles exposées dans le cadre de l'examen de ces griefs, d'autant plus que le communiqué de presse du 26 juillet 2018 ne mentionne pas l'existence du mécanisme de nantissement d'actions Casino et que la présentation des résultats semestriels 2018 ne précise pas le ratio de 130 % ne serait-ce que sous forme de renvoi, ce qui prive de toute pertinence la démonstration de Rallye et M. Hattab.

147. Par conséquent, l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé, publiés le 26 juillet 2018, était fautive ou trompeuse car elle ne tenait pas compte de la contrainte imposée par la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC obligeant Rallye à constituer du *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino, et n'attirait pas l'attention des investisseurs sur l'existence de celle-ci.

- ✓ Sur le caractère trompeur de l'absence de mention dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le rapport financier semestriel 2018 du cash collateral constitué au titre de l'opération MUFG et de l'absence de mention du fait que la ligne UBS était adossée au CDS Rallye

148. La présentation des résultats semestriels 2018 publiée le 26 juillet 2018 et le rapport financier semestriel 2018 publié le 27 juillet 2018 indiquaient qu'au 30 juin 2018, sur 540 millions d'euros de prêts bancaires octroyés à Rallye, 250 millions d'euros, montant qui incluait celui de l'opération MUFG de 100 millions d'euros, faisaient l'objet d'un nantissement d'actions Casino. Au 30 juin 2018, l'opération MUFG avait en effet donné lieu au nantissement de

3 689 688 actions Casino, mais ces publications des 26 et 27 juillet 2018 ne précisait pas qu'elle pouvait également donner lieu à la constitution de *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino et qu'elle avait effectivement donné lieu à la constitution de 4,9 millions d'euros de *cash collateral* depuis le 11 juin 2018 en raison de la baisse du cours de ce titre en dessous du seuil de 35,66 euros, ce qui n'est pas contesté par les mis en cause.

149. Le fait d'indiquer que l'opération MUFG faisait l'objet d'un nantissement d'actions Casino, c'est-à-dire de signaler l'existence d'une garantie associée au financement, sans préciser qu'elle pouvait, en outre, faire l'objet de *cash collateral* pour un cours du titre Casino inférieur à 35,66 euros (l'opération MUFG était par ailleurs exigible par anticipation pour un cours de ce titre inférieur ou égal à 32,66 euros) pouvait laisser croire à tort à un investisseur raisonnable que ce financement n'était pas soumis à une telle garantie supplémentaire. Contrairement à ce qu'affirment les mis en cause, la précision relative à la nature de la garantie – nantissement de titres ou *cash collateral* – n'était pas dénuée d'importance, d'abord parce que le *cash collateral* était une garantie supplémentaire, s'ajoutant à celle liée au nantissement de titres Casino, ensuite, parce que la constitution de *cash collateral*, contrairement au nantissement de titres, s'assimile, d'un point de vue économique, à un remboursement anticipé du financement. D'ailleurs, à la date de référence des publications litigieuses (30 juin 2018) et à la date de diffusion de celles-ci (26 et 27 juillet 2018) ces deux garanties octroyées par Rallye avaient amené cette dernière non seulement à nantir des titres Casino mais également à constituer 4,9 millions d'euros de *cash collateral*, c'est-à-dire à rembourser partiellement par anticipation l'opération MUFG à hauteur de ce montant, ce que les investisseurs ne pouvaient pas comprendre à partir de la seule information relative au nantissement de titres Casino.
150. Il doit être relevé de surcroît que, contrairement à ce qu'affirment Rallye et M. Hattab, la présentation des résultats semestriels 2018 ne précise pas que le ratio applicable au nantissement est de 130 %, de sorte que le marché pouvait seulement, à condition toutefois d'effectuer un rapprochement avec l'information figurant ailleurs dans la présentation quant au nombre d'actions Casino nanties (9,7 millions) et avec le cours du titre Casino à la date de référence de la communication (32,21 euros), déduire que ce ratio était approximativement de 125 %, et non 130 %. Quant au rapport financier semestriel 2018, il n'indiquait pas quel était le nombre d'actions Casino nanties par Rallye dans le cadre de ses prêts bancaires, de sorte que le marché ne pouvait pas calculer, même approximativement, le ratio de couverture.
151. En revanche, dès lors que, comme le relèvent les notifications de griefs, Rallye « *rappelait seulement la constitution de sa dette* » dans le rapport financier semestriel 2018, mais n'évoquait pas ses lignes de crédit, il n'était pas trompeur de ne pas avoir mentionné dans ce rapport le fait que la ligne UBS était adossée au CDS Rallye.
152. Au regard de ce qui précède, il était trompeur d'indiquer dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le rapport financier semestriel 2018, publiés les 26 et 27 juillet 2018, que l'opération MUFG était soumise à un nantissement de titres Casino sans préciser qu'elle devait également faire l'objet de *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino et/ou que ce financement avait effectivement fait l'objet de *cash collateral* depuis le 11 juin 2018, mais il n'était pas trompeur de ne pas indiquer dans ledit rapport financier semestriel 2018, qui portait uniquement sur la constitution de la dette de Rallye et non sur ses lignes de crédit, que la ligne UBS était adossée au CDS Rallye.
- ✓ Sur le caractère faux de l'information diffusée dans la présentation des résultats semestriels 2018 selon laquelle « la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating »
153. Comme cela a été exposé dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, l'information diffusée par Rallye selon laquelle sa documentation bancaire ne comportait pas de « *covenant* » lié au cours du titre Casino était fautive ou trompeuse au regard de la documentation des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, du contrat Rabobank (clauses de *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino) et de l'opération MUFG (clause d'exigibilité anticipée dite « *share price trigger* » et clause de *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino). Cette analyse est en tout point transposable à la présentation des résultats semestriels 2018 publiée le 26 juillet 2018, dès lors que le mécanisme de ces financements n'a pas été modifié entre le mois de mars et le mois de juillet 2018, à l'exception du fait que la ligne dérivée Natixis a été remplacée par une opération de même nature le 12 juillet 2018 ce qui a eu pour effet de relever le seuil de cours

du titre Casino à partir duquel le *cash collateral* devait être constitué (de 38,22 euros à 39,04 euros). Cette analyse est d'autant plus pertinente s'agissant de la publication du 26 juillet 2018 que le cours du titre Casino était à un niveau suffisamment bas à la date de référence de celle-ci (30 juin 2018) et à la date de sa diffusion pour effectivement activer la mise en œuvre de ces clauses comme exposé *supra* (78 millions d'euros au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC et 4,9 millions d'euros au titre de l'opération MUFG).

154. Par conséquent, l'information diffusée dans la présentation des résultats semestriels 2018, publiée le 26 juillet 2018, selon laquelle « *la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating* » était fautive ou trompeuse.
155. Ainsi que l'indiquent les notifications de griefs, les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra* diffusées dans les publications des 26 et 27 juillet 2018 « *donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement* ».
156. En effet, dans la présentation des résultats semestriels 2018 et le communiqué de presse associé, Rallye a, comme dans les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, qualifié sa situation de liquidité de « *solide* » ou de « *très solide* », sans aucune nuance, sur le fondement des informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra*, alors qu'elle était exposée à un risque de défaut du seul fait d'une baisse trop importante du cours du titre Casino. En outre, le contexte de marché s'était dégradé au début du deuxième semestre 2018 puisque la tendance à la baisse du cours du titre Casino se confirmait (baisse de 37 % entre le mois de janvier et le mois de juillet 2018), ce cours ayant par ailleurs atteint à partir du mois de juin 2018 le seuil d'activation de certaines clauses de *cash collateral*. Le « *spread* » du CDS Rallye avait en outre subi une très forte augmentation à l'issue du premier semestre 2018.
157. D'ailleurs, les mis en cause soulignent eux-mêmes, incidemment, la grande fragilité de la situation de liquidité de Rallye au mois de juillet 2018 puisqu'ils indiquent dans leurs observations avoir été contraints, à la fin du mois d'août 2018, de solliciter des partenaires bancaires de Rallye l'octroi d'une nouvelle ligne de crédit « *indépendante du cours de l'action Casino* » « *afin de réduire le risque de défaut* » auquel cette dernière était exposée « *dans un contexte de baisse de l'action Casino* ». Or Rallye se trouvait dans la même situation au mois de juillet et au mois d'août 2018 puisqu'elle n'avait pas tiré sur ses lignes de crédit, ses échéances de dettes (dont la première au mois d'octobre 2018) étaient les mêmes et le cours du titre Casino était de 32,21 euros le 26 juillet 2018 et de 32,5 euros le 28 août 2018. Par conséquent, la communication financière de Rallye au mois de juillet 2018, qualifiant la situation de liquidité de Rallye de « *très solide* », donnait aux investisseurs une vision de cette situation bien plus favorable qu'elle ne l'était réellement puisqu'elle était en réalité à cette époque exposée à un « *risque de défaut* » prévisible à court terme.
158. Il a été expliqué dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 que le fait pour Rallye d'avoir informé le marché de la contrainte de nantissement d'actions Casino à laquelle la plupart de ses lignes de crédit étaient soumises n'est pas de nature à ôter aux publications litigieuses leur caractère faux ou trompeur. Il l'est d'autant moins en l'espèce que les publications du 26 juillet 2018 ne mentionnaient pas le ratio de 130 %.
159. Enfin, en ce qui concerne le rapport financier semestriel 2018 publié le 27 juillet 2018, le fait pour Rallye d'occulter l'existence d'une garantie prise sur un de ses financements était de nature à donner aux investisseurs une vision de sa liquidité plus favorable qu'elle ne l'était réellement, d'autant plus que cette garantie était susceptible d'entraîner le remboursement anticipé total ou partiel d'un financement de 100 millions d'euros dans un contexte dans lequel il existait déjà, indépendamment de ce risque, une incertitude du marché quant à la capacité de Rallye à faire face à ses échéances.
160. Par conséquent, la présentation des résultats semestriels 2018, le communiqué de presse associé et le rapport financier semestriel 2018, publiés les 26 et 27 juillet 2018, qui présentaient les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra* donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement, de sorte que la deuxième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant au caractère faux ou trompeur des informations diffusées est satisfaite.

1.4.3. Des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers

161. L'analyse développée dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 est transposable aux publications des 26 et 27 juillet 2018, dès lors que la situation de liquidité de Rallye demeurerait au second semestre 2018 un enjeu majeur pour cette dernière, que son échéancier de dettes et ses lignes de crédit disponibles n'ont pas été modifiés, et que les publications des 26 et 27 juillet 2018 comportaient également des informations fausses ou trompeuses donnant une vision de cette situation de liquidité plus favorable qu'elle ne l'était réellement. Cette analyse est d'autant plus pertinente que le contexte de marché observé au premier semestre 2018 s'était dégradé au mois de juillet 2018.
162. Ainsi, à l'issue du premier semestre 2018, le niveau du « *spread* » du CDS Rallye avait augmenté de façon extrêmement importante et le cours du titre Casino, ayant subi une baisse de 37 %, avait atteint le seuil d'activation de certaines clauses de *cash collateral* et sa tendance rendait plus probable encore la perspective pour Rallye d'une marge de manœuvre très réduite, voire insuffisante, pour honorer ses échéances à l'aide de ses lignes de crédit dont le montant disponible dépendait du cours de ce titre. Dans ce contexte, le fait tout à la fois de laisser croire à tort au marché que Rallye disposait d'une ligne de crédit de 300 millions d'euros indépendante du cours du titre Casino et du marché du CDS Rallye, d'occulter le fait que la documentation de l'un de ses financements rendait « *de fait* » un montant de 120 millions d'euros de lignes de crédit indisponible, et de ne pas mentionner l'existence de clauses susceptibles, indépendamment de la contrainte résultant du nantissement d'actions Casino, de réduire le montant disponible au titre de ses lignes de crédit ou de provoquer le remboursement anticipé des financements en fonction du cours de ce titre, était tout particulièrement susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation par le marché de la situation de liquidité de Rallye.
163. En ce qui concerne l'opération MUG en particulier, il n'est pas pertinent, comme le font valoir Rallye et M. Hattab, de rapporter le montant du *cash collateral* effectivement constitué au moment des publications litigieuses du mois de juillet 2018 (4,9 millions d'euros) au montant nominal des lignes de crédit dont disposait Rallye (1,738 millions d'euros) car la disponibilité de ce montant nominal dépendait quasiment entièrement du cours du titre Casino, très volatil et ayant subi une forte baisse depuis le début de l'année 2018. En outre, le seul fait d'occulter l'existence d'une garantie prise sur un financement est de nature à modifier l'appréciation de ce financement par le marché, indépendamment du montant concerné en l'espèce. Enfin, en ne mentionnant pas le montant du *cash collateral* constitué à la date des publications litigieuses, Rallye a occulté l'existence de ce mécanisme qui pouvait provoquer ce qui, d'un point de vue économique, s'assimile à un remboursement anticipé dans une mesure beaucoup plus importante. D'ailleurs, compte tenu de l'évolution ultérieure du cours du titre Casino, cette contrainte a amené Rallye à constituer du *cash collateral* à hauteur d'environ 15 millions d'euros le 31 juillet 2018, 22 millions d'euros le 14 août 2018, 36 millions d'euros le 4 septembre 2018 et 100 millions d'euros, soit la totalité du montant du financement, le 24 septembre 2018.
164. Par conséquent, les publications des 26 et 27 juillet 2018, qui comportaient des informations fausses ou trompeuses donnant aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement, étaient susceptibles de fixer le cours du titre Rallye à un niveau anormal ou artificiel, en l'occurrence à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en présence d'une information exacte et non trompeuse, de sorte que la troisième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel est satisfaite.

1.4.4. La connaissance avérée ou supposée par les mis en cause du caractère faux ou trompeur de l'information

165. L'émetteur est responsable des informations publiées en son nom et pour son compte par l'un de ses organes ou représentants. En l'espèce la direction financière et la communication financière de Rallye étaient supervisées par son représentant légal, M. Hattab. Par conséquent, Rallye savait ou aurait dû savoir que les informations diffusées dans la présentation des résultats semestriels 2018, le communiqué de presse associé et le rapport financier semestriel 2018, publiés les 26 et 27 juillet 2018, étaient fausses ou trompeuses. La quatrième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la connaissance avérée ou supposée du caractère faux ou trompeur des informations diffusées est donc satisfaite.

166. Il en résulte que les manquements de manipulation de marché par diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers au sens des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion de la publication par Rallye les 26 et 27 juillet 2018 de la présentation des résultats semestriels 2018, du communiqué de presse associé et du rapport financier semestriel 2018 sont caractérisés.

2. Sur le grief relatif au communiqué de presse du 16 septembre 2018 annonçant la signature de la ligne Julia

2.1. Notifications de griefs

167. Les notifications de griefs indiquent qu'à la fin du mois d'août 2018, dans un contexte d'inquiétudes grandissantes sur la capacité de Rallye à se financer et à faire face à ses échéances, cette dernière a sollicité des banques du Club Deal Julia (Natixis, CACIB, BNP, CM-CIC et HSBC) l'octroi d'une nouvelle ligne de crédit indépendante du cours du titre Casino, dont l'objectif était de rassurer le marché et de faire remonter le cours de ce titre ainsi que celui de Rallye. Selon les notifications de griefs, Rallye cherchait à optimiser la communication relative à cette ligne, au point que les considérations liées à la communication financière ont dicté la structuration du financement. Elles indiquent en outre que la signature de cette ligne et son annonce semblent avoir été précipitées dans le but d'agir sur les cours des titres Casino et Rallye dans un contexte dans lequel le cours du titre Rallye était proche du seuil permettant aux porteurs d'une obligation émise par cette dernière d'obtenir son remboursement anticipé.
168. Les notifications de griefs relèvent que, le 16 septembre 2018, Rallye a publié un communiqué de presse annonçant la signature de la ligne Julia dans les termes suivants : « *RALLYE renforce son dispositif de liquidité avec la signature d'une ligne de crédit de 500 M€ à échéance 30 juin 2020. Rallye a signé ce jour une ligne de crédit confirmée à échéance 30 juin 2020 pour un montant de 500 M€ auprès de cinq de ses banques de référence BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, Crédit Industriel et Commercial, HSBC et Natixis, qui témoigne de leur volonté d'accompagner Rallye dans la durée. Cette ligne de crédit additionnelle ne bénéficie d'aucun nantissement sur les titres Casino et renforce le dispositif de liquidité de Rallye. Rallye réaffirme sa confiance dans les fondamentaux et les perspectives du Groupe* ». Elles constatent que le 17 juin 2018, le titre Rallye a ouvert en hausse de 2,36 % et a clôturé en hausse de 13,78 %. Elles mentionnent également la hausse des cours de deux obligations émises par Rallye et du titre Casino (ouverture en hausse de 3,1 %, clôture en hausse de 7,63 %).
169. Les notifications de griefs reprochent à Rallye d'avoir omis de mentionner dans ce communiqué de presse le fait que la ligne Julia était soumise à un nantissement de titres des sociétés Go Sport et Parande et à des conditions de remboursement anticipé ou d'annulation automatique en cas de cession par Rallye de sa filiale Courir (détenue via Go Sport) ou en cas de cession d'actifs par Casino pour un montant cumulé supérieur à 1 milliard d'euros. Selon elles, l'omission de ces éléments, qui relevaient de caractéristiques essentielles de la ligne Julia, a conduit les investisseurs à avoir une vision incorrecte ou déformée de la situation de liquidité de Rallye.
170. Les notifications de griefs indiquent à cet égard qu'au mois de février 2019, Rallye a sollicité des banques du Club Deal Julia une dérogation (« *wavier* ») aux deux cas de remboursement anticipé obligatoire susmentionnés, dont les conditions étaient sur le point de se réaliser au début de l'année 2019. Selon elles, il ressort d'échanges internes aux banques du Club Deal Julia que cette demande de dérogation a été justifiée par Rallye par sa volonté de ne pas communiquer au marché sur l'existence de ces clauses, dont elle ne l'avait pas informé le 16 septembre 2018, par crainte d'un impact négatif sur le cours du titre Casino. Les notifications de griefs précisent que cette dérogation a été accordée le 1^{er} mars 2019, notamment en contrepartie de l'engagement de Rallye de constituer 82 millions d'euros de *cash collateral*, prélevé sur le produit de la cession de Courir. Elles en concluent qu'à partir de cette date la liquidité réellement disponible au titre de la ligne Julia n'était plus que de 418 millions d'euros. Elles relèvent également le fait qu'une demande de tirage de la ligne Julia à hauteur de 202 millions d'euros formulée par Rallye le 17 mai 2019 a été refusée par les banques du Club Deal Julia au motif que le tirage de la ligne Julia était subordonné au tirage maximal des autres lignes de crédit et que la ligne UBS n'avait pas été tirée. Une dérogation ponctuelle à cet égard a été accordée le 21 mai 2019 et un tirage de 202 millions d'euros a été effectué par Rallye le même jour.

171. Les notifications de griefs reprochent également à Rallye d'avoir mentionné dans le communiqué de presse du 16 septembre 2018 que la ligne Julia renforçait le dispositif de liquidité de Rallye tout en omettant de préciser qu'à la même période ce dispositif s'était affaibli en raison du niveau du cours du titre Casino et des conditions de marché du CDS Rallye. Elles indiquent ainsi que le montant effectivement disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC était de 286 millions d'euros sur les 376 millions d'euros de nominal au 16 septembre 2018, que l'opération MUFG avait fait l'objet de *cash collateral* à hauteur de 35 millions d'euros à cette même date et à hauteur de 100 millions d'euros, soit la totalité du montant prêté, le 24 septembre 2018, enfin, que 15 millions d'euros de *cash collateral* avaient été constitués dans le cadre du contrat Rabobank au mois de septembre 2018.
172. Les notifications de griefs considèrent que Rallye aurait ainsi choisi de ne communiquer que sur les bonnes nouvelles relatives à sa situation de liquidité afin de ne pas limiter les effets positifs de l'annonce d'un nouveau financement sur le cours du titre Casino, de sorte qu'un investisseur aurait pu en déduire que la situation de liquidité de Rallye évoluait uniquement dans un sens positif. Elles estiment donc que le communiqué de presse du 16 septembre 2018 pourrait revêtir les caractéristiques d'une manipulation de marché par diffusion d'informations de nature à donner des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours du titre de Rallye, dès lors que la liquidité de cette dernière était particulièrement suivie par les investisseurs à cette période et représentait un enjeu important pour la société. Elles ajoutent que ces informations étaient, de ce fait, de nature à fixer le cours du titre Rallye à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en l'absence de telles indications, et que Rallye ne pouvait ignorer le caractère faux ou trompeur des informations communiquées par elle sur sa propre situation de liquidité.
173. Les notifications de griefs en concluent que, dans son communiqué de presse relatif à la ligne Julia du 16 septembre 2018, Rallye pourrait avoir contrevenu aux dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR.

2.2. Observations des mis en cause

174. Les mis en cause indiquent que le communiqué de presse litigieux a été rédigé par les banques du Club Deal Julia et que le contenu de celui-ci a fait l'objet d'échanges entre Rallye et l'AMF, en particulier sur son caractère exhaustif.
175. Ils soutiennent par ailleurs que les titres Go Sport et Parade avaient une valeur limitée, non essentielle pour Rallye, et que le nantissement de ces titres n'avait pas d'incidence sur la disponibilité de la ligne Julia. Ainsi, selon eux, la seule information essentielle concernait l'absence de nantissement des titres Casino. En outre, ils expliquent que les clauses de remboursement anticipé n'avaient vocation à être activées qu'en cas de réalisation d'événements favorables pour Rallye (cessions d'actifs par Rallye ou Casino) qui auraient amélioré sa situation de liquidité. Ils estiment donc que la possibilité de remboursement anticipé de la ligne Julia dans cette hypothèse n'aurait pas été perçue négativement par le marché. De plus, ils indiquent que toute cession n'entraînait pas automatiquement un remboursement anticipé de la ligne Julia, ce cas étant réservé à certaines hypothèses. Ils expliquent ainsi que le montant de la ligne Julia et le produit de certaines cessions pouvaient bien se cumuler.
176. De plus, Rallye et M. Hattab indiquent que l'objet du communiqué de presse du 16 septembre 2018 était de diffuser une information privilégiée et que le dispositif de liquidité de Rallye n'avait par ailleurs fait l'objet d'aucune évolution significative non connue du marché depuis la dernière communication périodique de Rallye. Ils contestent donc l'obligation de celle-ci de communiquer le 16 septembre 2018 sur l'ensemble de son dispositif de liquidité. Ils estiment par ailleurs que le montant non significatif du *cash collateral* constitué dans le cadre de l'opération MUFG et du contrat Rabobank ne justifiait pas une information du marché. Enfin, ils affirment que ce dernier pouvait estimer le montant indisponible sur les lignes de crédit de Rallye soumises à nantissement d'actions Casino au regard du cours de ce titre au 16 septembre 2018. Ainsi, selon eux, le marché pouvait estimer que Rallye ne pouvait tirer que 1 184 millions d'euros sur le montant nominal de 1 410 millions d'euros, de sorte qu'il pouvait appréhender l'évolution de la situation de liquidité de Rallye en fonction du cours du titre Casino.
177. Les mis en cause soulignent enfin que le communiqué de presse litigieux indiquait que c'était le « *dispositif* », et non la « *situation* », de liquidité de Rallye qui était renforcé par l'obtention de la ligne Julia. Or, selon eux, il est incontestable que le « *dispositif* » de liquidité de Rallye, c'est-à-dire ses sources de financement, était renforcé par l'ajout de cette ligne de crédit supplémentaire. Ils expliquent également que le « *dispositif* » de liquidité de Rallye ne s'était pas dégradé dès lors qu'elle disposait encore de toutes les lignes de crédit annoncées précédemment au marché.

2.3. Textes applicables

178. Les faits reprochés, qui ont eu lieu le 16 septembre 2018, seront examinés à la lumière des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR alors en vigueur. Ces dispositions ont été présentées *supra* dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.

2.4. Examen du grief

179. À titre liminaire, il convient d'indiquer que la circonstance que le communiqué de presse litigieux ait été rédigé par les partenaires bancaires de Rallye ou que des discussions aient eu lieu entre cette dernière et l'AMF n'est pas de nature à exonérer Rallye de sa responsabilité.
180. Les quatre conditions nécessaires à la caractérisation d'un manquement sur le fondement des dispositions de l'article 12.1 c) du règlement MAR seront successivement examinées.

2.4.1. La diffusion de l'information

181. Il n'est pas contesté que le communiqué de presse relatif à la conclusion de la ligne Julia a été publié par Rallye le 16 septembre 2018 et qu'il comportait les mentions critiquées par les notifications de griefs. La première condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion de l'information « *par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen* » est donc satisfaite.

2.4.2. Le caractère faux ou trompeur de l'information diffusée

✓ Sur l'absence d'information relative à certaines caractéristiques essentielles de la ligne Julia

182. Le communiqué de presse litigieux indiquait que la ligne Julia était une ligne de crédit confirmée, à échéance du 30 juin 2020, d'un montant de 500 millions d'euros et qui ne faisait l'objet « *d'aucun nantissement sur les titres Casino* ». Cette ligne de crédit comportait d'autres caractéristiques dont Rallye n'a pas fait mention dans ce communiqué. En particulier, elle était soumise à un nantissement des titres Go Sport et Parande et à des cas de remboursement anticipé obligatoire en cas de cession de la société Courir, à hauteur du produit de cession, et en cas de perception par Casino de produits de cessions d'actifs supérieurs à 1 milliard d'euros (remboursement à hauteur de 50 % de la fraction du produit de cessions supérieure à 750 millions d'euros). Rallye et M. Hattab ne contestent ni l'existence de ces caractéristiques, ni le fait que le communiqué de presse n'en faisait pas état, mais seulement le caractère essentiel de celles-ci.
183. L'information selon laquelle la ligne Julia ne faisait l'objet « *d'aucun nantissement sur les titres Casino* » était exacte. Par ailleurs, le fait que Rallye précise qu'il n'y avait pas de nantissement « *sur les titres Casino* » permettait à un investisseur raisonnable de comprendre que cette ligne de crédit pouvait faire l'objet d'une garantie prise sur d'autres actifs. Le communiqué litigieux n'est donc pas trompeur de ce point de vue.
184. En revanche, celui-ci présentait la ligne Julia comme une ligne de crédit mettant à disposition de Rallye un financement de 500 millions d'euros jusqu'au 30 juin 2020, alors qu'en raison des clauses de remboursement anticipé obligatoire elle n'était qu'un crédit relais, c'est-à-dire une simple avance faite sur le produit à recevoir de cessions d'actifs. Le montant du financement n'avait donc pas vocation à s'ajouter aux sommes en avance desquelles il était consenti mais à se compenser avec celles-ci, et la maturité de celui-ci ne correspondait qu'à la durée maximum pendant laquelle l'avance était consentie.
185. Par ailleurs, avant le communiqué de presse du 16 septembre 2018, le marché avait identifié la cession de Courir comme une opportunité de désendettement de Rallye, et il était également informé du plan de cession d'actifs pour 1,5 milliard d'euros mis en place par Casino, qui était perçu comme une perspective favorable pour Rallye car susceptible de contribuer à son désendettement notamment par la remontée de dividendes exceptionnels.

186. Ainsi, le communiqué de presse litigieux laissait croire à tort au marché que Rallye bénéficiait d'une liquidité supplémentaire de 500 millions d'euros jusqu'au mois de juin 2020 susceptible de se cumuler avec le produit éventuel de ces cessions anticipées, pouvant intervenir avant le mois de juin 2020. Ce communiqué de presse occultait donc une caractéristique essentielle de la ligne Julia et ne permettait pas au marché d'appréhender son économie générale et d'apprécier en pleine connaissance de cause la portée de l'obtention de ce nouveau financement sur la situation financière globale de Rallye.
- ✓ Sur l'absence de mention du fait que le dispositif de liquidité de Rallye s'était affaibli concomitamment à l'obtention de la ligne Julia
187. Rallye a indiqué dans le communiqué de presse du 16 septembre 2018 que l'obtention de la ligne Julia « renforçait son dispositif de liquidité ».
188. Or en premier lieu, le 16 septembre 2018, le niveau du cours du titre Casino avait eu pour effet, par le jeu du *cash collateral*, de réduire de près de 90 millions d'euros le montant effectivement disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC en cas de tirage à cette date comme le montrent les simulations communiquées aux enquêteurs par les partenaires bancaires de Rallye, dont les calculs ne sont pas contestés par les mis en cause. D'ailleurs, dans le cadre de la *due diligence* préalable à l'octroi de la ligne Julia, Rallye a indiqué aux banques du Club Deal Julia que le montant disponible au titre de ces lignes dérivées correspondait au montant nominal (376 millions d'euros) minoré du *cash collateral* à constituer au regard du cours du titre Casino (130 millions d'euros au jour du calcul de Rallye, le 4 septembre 2018).
189. En deuxième lieu, le 26 juillet 2018, le cours du titre Casino est passé sous le seuil autorisant MUFG à exiger le remboursement anticipé de l'opération MUFG (32,66 euros). Cette dernière a accepté, le 27 juillet 2018, d'abaisser ce seuil à 23,54 euros en contrepartie du rehaussement du ratio de nantissement d'actions Casino initialement fixé à 130 % (entre 140 % et 170 % selon différents seuils de cours du titre Casino). Les banques du Club Deal Julia, informées le 12 septembre 2018 de cette amélioration des garanties accordées par Rallye à MUFG, ont exigé, sur le fondement des clauses dites *pari passu* présentes dans la documentation de la plupart des financements de Rallye, que le tirage de la ligne Julia soit subordonné au remboursement de l'opération MUFG ou à un retour à un ratio de nantissement de 130 % dans le cadre de celle-ci. Le 14 septembre 2018, M. Franck Hattab a ainsi informé BNP, HSBC, CM-CIC, Natixis et CACIB qu'il prévoyait de « *collateraliser à 100 % en cash* » l'opération MUFG, c'est-à-dire de la rembourser d'un point de vue économique, « *le temps de la renégocier* », en indiquant que « *si votre préférence va à une renonciation, merci de nous l'indiquer* ». Il était donc acquis le 14 septembre 2018, avant la publication du communiqué de presse du 16 septembre 2018, que l'opération MUFG serait soit formellement résiliée et remboursée, soit qu'elle ferait l'objet de *cash collateral* à 100 % le temps de la négociation avec MUFG. Rallye a effectivement constitué du *cash collateral* à 100 % le 24 septembre 2018 et, MUFG n'ayant pas accepté de réduire ses garanties, l'opération MUFG a finalement été formellement résiliée le 23 janvier 2019.
190. En troisième lieu, au jour du communiqué de presse litigieux, Rallye avait constitué 15 millions d'euros de *cash collateral* dans le cadre du contrat Rabobank prévoyant une telle contrainte pour un cours du titre Casino inférieur à 32,5 euros, seuil franchi à partir du 8 août 2018.
191. En quatrième lieu, M. Hattab a lui-même reconnu devant les enquêteurs qu'au moment de la diffusion du communiqué de presse litigieux la ligne UBS « n'était alors économiquement pas utilisable car le CDS de Rallye avait explosé ». D'ailleurs, dans le cadre des *due diligences* préalables à l'octroi de la ligne Julia, Rallye a présenté la ligne UBS comme indisponible aux banques du Club Deal Julia.
192. Il résulte de ce qui précède que Rallye avait informé certains de ses partenaires bancaires, d'une part, du fait que le montant disponible au titre de ses lignes de crédit était inférieur au montant communiqué au marché le 26 juillet 2018 à hauteur du montant de la ligne UBS (300 millions d'euros), et à hauteur du montant du *cash collateral* devant être constitué en cas de tirage des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC (90 millions d'euros au 16 septembre 2018), et d'autre part, qu'elle avait procédé à un remboursement anticipé de 15 millions d'euros (*cash collateral* constitué au titre du contrat Rabobank) et qu'elle allait procéder à très court terme à un remboursement anticipé de 100 millions d'euros (*cash collateral* constitué au titre de l'opération MUFG). En d'autres termes, peu de temps avant d'annoncer au marché le fait que sa situation de liquidité était renforcée par la signature de la ligne Julia d'un montant de 500 millions d'euros, Rallye avait informé ses partenaires bancaires du fait que sa

situation de liquidité était négativement impactée pour plusieurs financements à hauteur de 505 millions d'euros par rapport à ce qu'elle avait annoncé au marché le 26 juillet 2018.

193. L'argument selon lequel ce niveau d'information plus détaillé n'était approprié que du point de vue des banques qui s'intéressaient à des sujets d'arbitrage entre les lignes de crédit n'est pas pertinent car tant Rallye que le marché anticipaient que cette dernière devrait tirer sur toutes ses lignes de crédit au maximum de leur capacité pour honorer ses échéances. D'ailleurs, les analyses effectuées par les banques du Club Deal Julia sur le fondement des informations communiquées par Rallye démontrent qu'elles ne s'intéressaient pas à des sujets d'arbitrage entre les lignes de crédit, mais bien à sa capacité globale à faire face à ses échéances à l'aide de ses lignes de crédit disponibles, à la comparaison entre le montant « *théoriquement* » disponible et le montant « *réellement* » disponible et aux calculs de cours « pivot » ou « limite » du titre Casino à partir desquels la liquidité de Rallye pouvait être compromise, tout comme les analystes financiers qui suivaient Rallye à cette époque.
194. Enfin, le fait, invoqué par les mis en cause, que l'information relative à la signature de la ligne Julia ait été qualifiée d'information privilégiée par Rallye, ce qui lui imposait de la divulguer au marché dès que possible conformément à l'article 17.1 du règlement MAR, ne l'exonérait pas de l'obligation de se conformer aux articles 12.1, c) et 15 du même règlement, c'est-à-dire de ne pas diffuser une information fausse ou trompeuse susceptible de fixer le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel.
195. Au regard de ce qui précède, le communiqué de presse du 16 septembre 2018, qui, d'une part, ne mentionnait pas que la ligne Julia était soumise à des conditions de remboursement anticipé obligatoire et qu'elle n'était donc qu'une avance sur le produit de cessions à intervenir, et d'autre part, indiquait que la situation de liquidité de Rallye était renforcée par l'obtention de ce financement en laissant croire aux investisseurs que cette situation évoluait uniquement dans un sens favorable, alors qu'elle était significativement dégradée sur d'autres financements par rapport à ce qui avait été communiqué au marché le 26 juillet 2018, comportait des informations fausses ou trompeuses, de sorte que la deuxième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant au caractère faux ou trompeur des informations diffusées est satisfaite.

2.4.3. Des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers

196. En premier lieu, le fait d'occulter la circonstance que la ligne Julia n'était qu'une avance sur le produit de cessions à intervenir était susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation par le marché de ce nouveau financement et, plus généralement, sur la situation financière de Rallye. En outre, comme l'indiquent les notifications de griefs, et comme le démontrent des échanges de courriels internes à Natixis, CACIB et CM-CIC, au mois de février 2019, Rallye a sollicité des banques du Club Deal Julia une dérogation aux cas de remboursement anticipé obligatoire, dont les conditions étaient sur le point de se réaliser, en justifiant cette demande notamment par la nécessité de ne pas communiquer sur ces clauses, dont elle n'avait pas informé le marché au mois de septembre 2018, afin d'éviter l'impact négatif qu'une telle annonce pourrait avoir sur la perception par celui-ci de ce financement. Il en résulte que Rallye considérait elle-même que l'absence d'information sur ces clauses de remboursement anticipé obligatoire était susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation par le marché de sa situation de liquidité.
197. En second lieu, le fait pour Rallye d'annoncer au marché que sa situation de liquidité était renforcée par l'obtention de la ligne Julia sans mentionner le fait que cette situation s'était, par ailleurs, significativement dégradée par rapport à ce qui avait été annoncé au mois de juillet 2018 était susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation par le marché de la situation financière de Rallye.
198. Par conséquent, le communiqué de presse du 16 septembre 2018, qui comportait des informations fausses ou trompeuses, était susceptible de fixer le cours du titre Rallye à un niveau anormal ou artificiel, en l'occurrence à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en présence d'une information exacte et non trompeuse, de sorte que la troisième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel est satisfaite.

2.4.4. La connaissance avérée ou supposée par les mis en cause du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée

199. L'émetteur est responsable des informations publiées en son nom et pour son compte par l'un de ses organes ou représentants. En l'espèce la direction financière et la communication financière de Rallye étaient supervisées par son représentant légal, M. Hattab. Par conséquent, Rallye savait ou aurait dû savoir que les informations diffusées dans le communiqué de presse du 16 septembre 2018 étaient fausses ou trompeuses. La quatrième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la connaissance avérée ou supposée du caractère faux ou trompeur des informations diffusées est donc satisfaite.
200. Il en résulte que le manquement de manipulation de marché par diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers au sens des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion de la publication par Rallye du communiqué de presse du 16 septembre 2018 est caractérisé.

III. Sur les griefs relatifs à la communication de Rallye sur ses résultats annuels 2018

1. Notifications de griefs

201. Les notifications de griefs critiquent la communication de Rallye à l'occasion de la publication de ses résultats annuels 2018.
202. En premier lieu, s'agissant de la présentation de la situation de liquidité de Rallye, les notifications de griefs relèvent que dans la présentation des résultats annuels 2018, publiée le 14 mars 2019, le communiqué de presse associé publié le même jour, le rapport financier annuel 2018, publié le 22 mars 2019 et le document de référence 2018, publié le 18 avril 2019, Rallye a indiqué, à l'instar de ses communications précédentes, qu'elle bénéficiait d'une « situation [ou d'un « dispositif »] de liquidité solide [ou « très solide »] » avec 1,3 milliard d'euros de lignes de crédit non utilisées au 31 décembre 2018, en précisant dans le document de référence 2018 que cette situation de liquidité lui « permetta[it] de faire face sereinement à ses échéances ». Elles ajoutent que dans la présentation faite à l'assemblée générale du 15 mai 2019, Rallye a évoqué une « situation de liquidité solide avec plus de 900 M€ de lignes de crédit non utilisées au 31 mars 2019 ».
203. Selon les notifications de griefs, cette présentation était susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses au marché sur la situation de liquidité de Rallye car elle laissait entendre à tort aux investisseurs que Rallye disposait de 1,3 milliard d'euros de lignes de crédit confirmées et disponibles, ce qui, selon elles, n'était pas le cas. Elles formulent à cet égard les mêmes critiques que pour les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, compte tenu des caractéristiques de la ligne UBS de 300 millions d'euros et du contrat de prêt CADIF de 100 millions d'euros. Elles ajoutent, d'une part, qu'au 31 décembre 2018 le montant effectivement disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC n'était que de 322 millions d'euros sur un montant nominal non utilisé de 376 millions d'euros, qu'au 31 mars 2019 le montant effectivement disponible au titre de ces lignes dérivées n'était que de 108,5 millions d'euros sur un montant nominal non utilisé de 117 millions d'euros et qu'au 14 mai 2019 le montant effectivement disponible n'était que de 17,3 millions d'euros sur un montant nominal non utilisé de 74 millions d'euros. Elles ajoutent, d'autre part, qu'au 31 mars 2019 le montant effectivement disponible au titre de la ligne Julia n'était que de 418 millions d'euros sur un montant nominal de 500 millions d'euros.
204. Les notifications de griefs relèvent également que le rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019 et le document de référence 2018, publié le 18 avril 2018, précisaient que certaines lignes de crédit étaient soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage mais ne mentionnaient pas que la ligne UBS était adossée au CDS Rallye, de sorte qu'un investisseur pouvait en déduire à tort que l'ensemble des garanties liées aux lignes de crédit lui avaient été présentées, et avoir ainsi une perception inexacte de la sensibilité de celles-ci aux conditions de marché du CDS Rallye. De plus, selon les notifications de griefs, lors d'échanges de courriels entre le 29 août et le 4 octobre 2018, UBS a indiqué à Rallye qu'elle considérait la ligne UBS comme une ligne non confirmée. Elles estiment donc qu'à compter du 29 août 2018, Rallye pouvait d'autant moins présenter cette ligne comme disponible dans sa communication financière que la position d'UBS rendait de fait cette ligne indisponible, indépendamment des conditions de liquidité et de prix du CDS Rallye.

205. Elles en concluent qu'au 31 décembre 2018, Rallye disposait en réalité de 817 millions d'euros de lignes de crédit disponibles, soit 63,3 % seulement du montant de 1 291 millions d'euros communiqué au marché, et qu'au 31 mars 2019, Rallye disposait en réalité de 410,5 millions d'euros de lignes de crédit disponibles, soit 44,6 % seulement du montant de 921 millions d'euros communiqué au marché.
206. Elles ajoutent qu'au 31 mars 2019, 82,01 % des actions Casino détenues par Rallye étaient nanties, de sorte qu'il paraît trompeur de qualifier la situation de liquidité de « *solide* » à cette date. Elles ajoutent que la situation de liquidité était d'autant moins solide à la veille de l'assemblée générale, le 14 mai 2019, que 97,66 % des titres Casino détenus par Rallye étaient nantis à cette date et que la liquidité réelle s'était encore dégradée en raison, notamment, de l'arrivée à échéance en avril 2019 de la ligne de crédit de 20 millions d'euros octroyée par la BRED et d'un tirage plus important de 19 millions d'euros sur les lignes de crédit par rapport au 31 mars 2019. Selon elles, la liquidité réellement disponible au 14 mai 2019 était de 323,3 millions d'euros, soit 35,9 % seulement du montant de 900 millions d'euros communiqué lors de la présentation à l'assemblée générale. Les notifications de griefs relèvent que seulement 6 jours plus tard, le 21 mai 2019, Rallye (ses filiales HMB et Cobivia) et ses maisons-mères ont déposé une demande d'ouverture de procédure de sauvegarde auprès du tribunal de commerce, mesure de dernier recours pour éviter de se trouver dans une situation de défaut de paiement, ce qui paraît irréconciliable avec la présentation d'une liquidité « *solide* » faite lors de l'assemblée générale.
207. En deuxième lieu, les notifications de griefs relèvent que la présentation des résultats annuels 2018 publiée le 14 mars 2019, le rapport financier annuel 2018, publié le 22 mars 2019, et le document de référence 2018, publié le 18 avril 2019, mentionnaient le fait que l'opération MUFG faisait l'objet d'un nantissement d'actions Casino mais ne précisaient pas qu'elle avait fait l'objet de *cash collateral* à 100 % le 24 septembre 2018 et qu'elle avait été formellement résiliée le 23 janvier 2019. Selon elles, cette présentation laissait donc croire aux investisseurs que l'encours des prêts s'élevait à 230 millions d'euros, alors que 100 millions d'euros avaient été collatéralisés dans les comptes clos au 31 décembre 2018 et remboursés par anticipation au mois de janvier 2019.
208. En troisième lieu, les notifications de griefs relèvent que, dans la partie « *perspectives* » du rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019, il était indiqué que : « *à la connaissance de la Société, il n'existe pas au 28 février 2019, d'éléments susceptibles de représenter un changement significatif de la situation financière ou commerciale du Groupe depuis le 31 décembre 2018* ». Elles estiment que cette information paraît inexacte dès lors que l'opération MUFG de 100 millions d'euros avait été résiliée au mois de janvier 2019, ce qui pour elles constituait un changement significatif de la situation financière de Rallye.
209. En quatrième lieu, les notifications de griefs indiquent que la présentation des résultats annuels 2018 publiée le 14 mars 2019 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 mentionnaient le fait que « *la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating* », alors que cette information était inexacte puisque de nombreux financements de Rallye représentant un total de 626 millions d'euros contenaient des stipulations liées au cours de Casino pouvant entraîner l'exigibilité anticipée ou la réduction de la liquidité disponible.
210. En cinquième lieu, les notifications de griefs relèvent que, dans la section dédiée au risque d'exigibilité des dettes financières du rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019, il était indiqué que : « *Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (pari-passu), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (negative pledge) et le défaut croisé (cross default)* ». Elles considèrent qu'en faisant état de ces clauses sans faire mention des clauses spécifiques liées au cours de Casino, Rallye pouvait tromper les investisseurs qui étaient susceptibles d'avoir une perception inexacte de la sensibilité des lignes de crédit de Rallye au cours de bourse de Casino et aux conditions de marché du CDS Rallye en termes de prix et de liquidité.
211. Selon les notifications de griefs, à la lecture de ces informations, le marché n'était pas en mesure d'apprécier la réelle liquidité du groupe qui était particulièrement sensible à l'évolution du cours de bourse de Casino et des conditions de marché du CDS Rallye. Elles indiquent que ces informations communiquées au marché donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement et étaient de ce fait susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours du titre Rallye, dès lors que la liquidité de Rallye était particulièrement suivie par les

investisseurs à cette période et représentait un enjeu important pour la société. Elles ajoutent que ces informations étaient ainsi de nature à fixer le cours du titre Rallye à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en l'absence de telles indications et que Rallye ne pouvait ignorer le caractère faux ou trompeur des informations communiquées par elle sur sa propre situation de liquidité.

212. Les notifications de griefs en concluent que la communication de Rallye concernant sa liquidité dans la présentation de ses résultats annuels 2018 et dans son communiqué de presse publiés le 14 mars 2019 semble inexacte ou à tout le moins trompeuse, et pourrait avoir contrevenu aux dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR.

2. Observations des mis en cause

2.1. Sur la ligne UBS

213. Les mis en cause soutiennent que la position d'UBS sur le caractère non confirmé de cette ligne de crédit était juridiquement infondée et exprimée de mauvaise foi dans un contexte où UBS s'inquiétait de devoir honorer une demande de tirage. Ils réitèrent par ailleurs leurs observations en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 et ajoutent à ce sujet qu'au 31 décembre 2018, le « *spread* » du CDS Rallye était d'environ 2 400 points de base, soit un paiement *upfront* de 72,6 millions d'euros pour un tirage de 300 millions d'euros d'une maturité d'un an, et de 146,9 millions d'euros pour un tirage d'une maturité de deux ans. Ils précisent également qu'au 31 mars 2019 le « *spread* » du CDS Rallye était d'environ 1 500 points de base, soit un paiement *upfront* de 44,9 millions d'euros pour une maturité d'un an et de 100 millions d'euros environ pour une maturité de deux ans, et enfin qu'au 14 mai 2019 le « *spread* » du CDS Rallye était d'environ 2 189 points de base, soit un paiement *upfront* de 65,7 millions d'euros pour une maturité d'un an.

2.2. Sur l'absence de mention des stipulations liées au cours du titre Casino pouvant entraîner la réduction de la liquidité disponible au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC et le caractère faux de l'information selon laquelle la documentation bancaire de Rallye ne comportait pas de « covenant » lié au cours du titre Casino

214. Les mis en cause réitèrent leurs observations en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 selon lesquelles le marché pouvait calculer les montants indisponibles au titre des lignes soumises à nantissement d'actions Casino lors du tirage. Ils précisent que le marché pouvait calculer qu'au 31 décembre 2018, le montant tirable sur ces lignes était d'environ de 1 335 millions d'euros, soit un montant indisponible de 75 millions d'euros, et qu'au 29 mars 2019 les lignes non tirées d'un montant de 117 millions d'euros étaient tirables dans leur totalité, ce qui ne représente pas une différence significative avec le montant net disponible de 108,5 millions d'euros.

2.3. Sur le contrat de prêt CADIF

215. Les mis en cause réitèrent leurs observations en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 selon lesquelles il n'y avait pas lieu de retrancher un montant de 120 millions d'euros du montant des lignes de crédit présentées comme disponibles. Ils ajoutent que même au 31 mars 2019, le montant des lignes de crédit non utilisées était nettement supérieur à 120 millions d'euros.

2.4. Sur la ligne Julia

216. Les mis en cause expliquent que Rallye a toujours communiqué uniquement sur le montant notionnel de ses lignes de crédit non soumises à nantissement d'actions Casino, ce pourquoi elle n'a pas communiqué sur la contrainte liée au *cash collateral* à constituer en cas de tirage de la ligne Julia.
217. Ils concluent leurs observations relatives à la ligne UBS, aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, au contrat de prêt CADIF et à la ligne Julia en indiquant, premièrement, qu'au 31 décembre 2018 le montant effectivement disponible au titre des lignes de crédit de Rallye était de 1 143,3 millions d'euros sur un montant nominal de 1 291 millions d'euros, et non 817 millions d'euros comme le prétendent les notifications de griefs, deuxièmement, qu'au 31 mars 2019 ce montant était de 794,1 millions d'euros sur un montant nominal de 921 millions d'euros, et non de 410 millions d'euros, et troisièmement, qu'au 14 mai 2019 ce montant était de plus de 625 millions d'euros

(418 millions d'euros au titre de la ligne Julia après déduction du *cash collateral* de 82 millions d'euros, et 234,5 millions d'euros sur la ligne UBS) et non de 323,3 millions d'euros.

218. Ils précisent également que le montant des échéances de dette auxquelles Rallye devait faire face en 2019 ne s'élevait, jusqu'au mois de mars, qu'à environ 350 millions d'euros et, postérieurement, qu'à environ 50 millions d'euros.

2.5. Sur l'opération MUFG

219. Selon les mis en cause, la constitution de *cash collateral* ne s'assimile pas, d'un point de vue juridique et comptable, au remboursement du prêt. Ils ajoutent que le montant du *cash collateral* figurait parmi les disponibilités de Rallye au 31 décembre 2018 (160 millions d'euros) de sorte que l'on pouvait en déduire qu'elle disposait de la trésorerie suffisante pour couvrir l'opération MUFG. Par ailleurs, Rallye et M. Hattab indiquent que dès la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 survenue quelques semaines après la présentation des résultats annuels 2018, l'opération MUFG n'était plus présentée parmi les prêts bancaires soumis à nantissement d'actions Casino, de sorte que le marché était ainsi informé de la diminution de 100 millions d'euros de l'encours des prêts. Enfin, ils affirment que le remboursement formel du prêt au mois de janvier 2019 ne constituait pas un changement significatif de la situation financière de Rallye dès lors que l'opération MUFG d'un montant de 100 millions d'euros représentait à peine plus de 3 % de sa dette financière nette au 31 décembre 2018 (2 899 millions d'euros), et que l'échéance initiale était fixée en 2020, de sorte que la résiliation anticipée au mois de janvier 2019 n'a fait qu'avancer d'un an cette échéance, connue du marché.

2.6. Sur le taux de nantissement d'actions Casino et la solidité de la situation de liquidité au 15 mai 2019

220. Les mis en cause soulignent que Rallye n'a pas communiqué sur sa situation de liquidité au 14 mai 2019, mais au 31 mars 2019, de sorte qu'il ne peut lui être reproché d'avoir trompé le marché sur sa situation de liquidité au 14 mai 2019. Ils soutiennent en outre que le marché disposait des informations lui permettant d'estimer que le nombre d'actions Casino nanties par Rallye était, au 31 mars 2019, d'environ 48,8 millions, soit 85 % du nombre total d'actions Casino détenues par Rallye, et qu'au 15 mai 2019 la quasi-totalité de ces actions était nantie. Ils estiment donc qu'il ne peut leur être reproché d'avoir trompé le marché sur ce point. Ils expliquent également que l'échéance de remboursement de la ligne BRED de 20 millions d'euros était connue du marché qui savait également qu'elle serait remboursée par un tirage supplémentaire sur les lignes de crédit.
221. Les mis en cause contestent par ailleurs le fait que l'ouverture de la procédure de sauvegarde permettrait d'établir que la situation de liquidité de Rallye n'était pas solide au jour de l'assemblée générale du 15 mai 2019 car, selon eux, avec plus de 650 millions d'euros de lignes de crédit non utilisées, Rallye disposait de liquidités suffisantes pour lui permettre de faire face à ses échéances de mai 2019, s'élevant à 120 millions d'euros. Ils affirment que l'ouverture de la procédure de sauvegarde est la conséquence d'une conjonction d'évènements subits et inattendus, en particulier, les modifications des conditions de tirage de la ligne Julia imposées par les banques du Club Deal Julia. Ils expliquent à ce sujet qu'au mois de mai 2019 la baisse du cours du titre Casino s'est accentuée ce qui a conduit Rallye à demander un tirage de 202 millions d'euros sur la ligne Julia, notamment pour constituer du *cash collateral* et libérer des actions Casino nanties. Or il est apparu à cette occasion que la documentation relative à la ligne Julia prévoyait par erreur que la ligne UBS devait être tirée avant la ligne Julia et les banques du Club Deal Julia n'ont accordé à cette obligation qu'une dérogation ponctuelle pour le tirage de 202 millions d'euros, exposant ainsi tout tirage futur à une incertitude quant à l'octroi d'une nouvelle dérogation. Selon eux, c'est la conjonction du caractère ponctuel de la dérogation accordée par les banques, qui avait pour conséquence que le dispositif de Rallye n'était pas aussi réactif qu'il aurait dû l'être, et de la baisse du cours de l'action Casino dans un contexte d'attaques spéculatives, qui exigeaient justement un dispositif de financement réactif, qui a conduit à la demande d'ouverture d'une procédure de sauvegarde.
222. Les mis en cause relèvent enfin que les notifications de griefs ne soutiennent pas que Rallye aurait dissimulé au marché la situation qui l'a conduite à solliciter la sauvegarde en méconnaissance de son obligation de la rendre publique le plus rapidement possible au titre de l'article 17.1 du règlement MAR. Ils en déduisent qu'il ne saurait être tiré une quelconque conséquence de l'ouverture de cette procédure de sauvegarde sur la qualité de l'information de Rallye relative à sa liquidité.

2.7. Sur l'influence réelle ou potentielle des informations litigieuses sur le cours du titre Rallye

223. Les mis en cause réitèrent leurs observations en réponse aux griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, selon lesquelles il n'y avait pas lieu de réduire le montant des lignes de crédit présentées comme disponibles en raison des caractéristiques des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC et du contrat de prêt CADIF. Ils ajoutent qu'il n'est pas démontré que le montant de la réduction de liquidité au 31 décembre 2018 sur la ligne UBS (72,6 millions d'euros), qui ne représentait que 5 % du montant nominal des lignes de crédit non utilisées (1 290 millions d'euros), ou que le montant de la réduction de liquidité au 31 mars 2019 sur la ligne UBS (44,9 millions d'euros) et sur la ligne Julia (82 millions d'euros), qui n'aurait représenté que 13,7 % du montant nominal des lignes de crédit non utilisées (921 millions d'euros), auraient été susceptibles d'avoir une influence sur le cours du titre Rallye.

3. Textes applicables

224. Les faits reprochés, qui se sont déroulés entre le 14 mars et le 15 mai 2019, seront examinés à la lumière des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR alors en vigueur. Ces dispositions ont été présentées *supra* dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018.

4. Examen des griefs

225. À titre liminaire, il convient de relever qu'au mois de mars 2019, la plupart des échéances auxquelles Rallye devait faire face au moment de ses publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 étaient passées. Ainsi, au mois de mars 2019, Rallye avait, pour faire face aux dites échéances, tiré un montant de 1,320 milliard d'euros sur des lignes de crédit dont la plupart étaient soumises à un nantissement d'actions Casino lors du tirage, et nanti 82 % des actions Casino qu'elle détenait.

226. Les quatre conditions nécessaires à la caractérisation d'un manquement sur le fondement des dispositions de l'article 12.1 c) du règlement MAR seront successivement examinées au titre des cinq supports d'informations critiqués.

4.1. Sur la diffusion de l'information

227. Il n'est pas contesté que la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2018, le document de référence 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 ont été publiés par Rallye, respectivement, les 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019, et qu'ils comportaient les mentions critiquées par les notifications de griefs. La première condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion de l'information « *par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen* » est donc satisfaite.

4.2. Sur le caractère faux ou trompeur des informations litigieuses

4.2.1. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2018, le document de référence 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 au regard des caractéristiques de la ligne UBS et de l'absence de mention du fait qu'elle était adossée au CDS Rallye

228. L'analyse qui a été développée en ce qui concerne les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, qui conclut au caractère trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées au regard des caractéristiques de la ligne UBS et de l'absence de mention du fait qu'elle était adossée au CDS Rallye, est en tout point transposable aux publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019, dès lors que Rallye a présenté la ligne UBS de la même façon, c'est-à-dire comme une ligne de crédit disponible sans contrainte, et que le fonctionnement de celle-ci, dépendant des conditions de marché du CDS Rallye, n'a pas été modifié entre le mois de mars 2018 et le mois de mai 2019.

229. En outre, les mis en cause relèvent eux-mêmes que le coût de tirage total de la ligne UBS aurait été au 31 décembre 2018 (date de référence des publications litigieuses) de 72,6 millions d'euros pour une maturité d'un an, soit 12 fois plus qu'un an plus tôt, et de 153,1 millions d'euros pour une maturité de deux ans (7 fois plus qu'au 31 décembre 2017) soit un coût supérieur à la moitié du montant nominal de la ligne. Au 31 décembre 2018, le « *spread* » du CDS Rallye 3, 4 et 5 ans était tel que le coût de tirage était compris entre 70 % et plus de 100 % du montant nominal. Au début du mois de mars 2019, le « *spread* » du CDS Rallye, toutes maturités confondues, était d'environ 1 500 points de base, soit un niveau supérieur à celui auquel les investisseurs considéraient le marché obligataire comme fermé comme l'illustre l'analyse publiée par Kepler Cheuvreux le 29 juin 2018, et, à partir de mi-avril 2019, il a atteint environ 2 000 points de base.
230. En outre, selon les déclarations de M. Hattab aux enquêteurs, Rallye avait constaté au mois d'août 2018 que le « *spread* » du CDS Rallye était susceptible d'« *exploser* » du fait d'une publication relayant la rumeur « *infondée* » qu'une filiale du groupe aurait des difficultés à payer sa dette. D'ailleurs, Rallye avait précisément indiqué aux banques du Club Deal Julia au mois de septembre 2018 qu'il n'y avait pas lieu de comptabiliser la ligne UBS au titre des lignes disponibles.
231. Enfin, si Rallye et M. Hattab estiment que la position exprimée par UBS au mois d'août 2018 sur le caractère non confirmé de la ligne était juridiquement infondée, ils ne contestent pas le fait qu'UBS avait bien adopté une telle position. Or ce litige naissant engendrait le risque de voir refusée par UBS une demande de tirage. Ce refus n'aurait alors pu être surmonté qu'en ayant recours aux tribunaux, ce qui aurait considérablement allongé le délai de mise à disposition des fonds, à supposer que la position d'UBS soit juridiquement infondée et indépendamment, le cas échéant, de l'aléa inhérent à toute procédure judiciaire, d'autant plus que les mis en cause ont eux-mêmes indiqué en réponse aux lettres circonstanciées que le contrat relatif à la ligne UBS était « *extrêmement complexe* » et « *soumis au droit anglais* » de sorte que « *seule une autorité judiciaire britannique serait compétente si elle était saisie pour, in fine, trancher ce [litige]* ». Par conséquent, c'est à juste titre que les notifications de griefs indiquent que, compte tenu de ce contexte, Rallye pouvait d'autant moins présenter la ligne UBS comme disponible à partir du mois d'août 2018.
232. L'annonce relative au montant des lignes confirmées et non utilisées dans les publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019 était par conséquent trompeuse au regard des caractéristiques de la ligne UBS.

4.2.2. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2018, le document de référence 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 au regard de la contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF

233. L'analyse qui a été développée en ce qui concerne les publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018 est transposable aux publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019 en ce qu'elle conclut que le contrat de prêt CADIF comportait des stipulations qui rendaient « de fait » 120 millions d'euros de lignes de crédit indisponibles, dès lors que ce contrat n'a pas été modifié entre le mois de mars 2018 et le mois de mai 2019.
234. Par ailleurs, au mois de mars 2019, Rallye disposait de lignes de crédit d'un montant nominal d'environ 920 millions d'euros, dont la ligne UBS de 300 millions d'euros, qui ne pouvait être considérée comme disponible, environ 120 millions d'euros au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, qui pouvaient être réduits par le jeu du *cash collateral*, et la ligne Julia de 500 millions d'euros dont le tirage était subordonné à la constitution immédiate de 82 millions d'euros de *cash collateral*, conformément à la dérogation aux cas de remboursement anticipé obligatoire accordée par les banques du Club Deal Julia le 1^{er} mars 2019. Ainsi, au mois de mars 2019, Rallye disposait d'un montant de lignes de crédit disponible au maximum de 540 millions d'euros, soit un montant supérieur de seulement 175 millions d'euros au montant de ses échéances à 12 mois qui s'élevait à 365 millions d'euros. La contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF était donc bien concrète au mois de mars 2019 puisque, compte tenu de l'indisponibilité d'un montant de 120 millions d'euros qu'elle imposait, la marge de manœuvre de Rallye pour faire face à ses échéances se trouvait réduite à environ 55 millions d'euros.

235. En outre, et surtout, au mois de mars 2019, Rallye avait tiré un montant de 1,320 milliard d'euros sur ses lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino selon un ratio de 130 % du nominal, de sorte que 82 % des actions Casino qu'elle détenait étaient nanties, et qu'elle était exposée au risque de ne pas être en mesure de nantir suffisamment d'actions supplémentaires pour continuer à respecter ce ratio en cas de baisse trop importante du cours de ce titre et, par conséquent, de devoir rembourser par anticipation une partie de cette dette de 1,320 milliard d'euros pour réduire l'assiette du ratio. En outre et comme il a été exposé ci-dessus, l'impossibilité pour Rallye soit de nantir des actions Casino supplémentaires soit de rembourser par anticipation une partie de la dette tirée était susceptible d'entraîner, par l'effet des clauses de défaut croisé, l'exigibilité anticipée de la totalité de sa dette d'environ 3 milliards d'euros. Dans ce contexte, la contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF était d'autant plus importante.
236. L'analyse qui précède est d'autant plus pertinente pour les publications postérieures à celles des 14 et 22 mars 2019, c'est-à-dire, les publications du 18 avril et 15 mai 2019, que dans le courant du mois d'avril 2019, Rallye a tiré un montant supplémentaire de 20 millions d'euros sur ses lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino, de sorte que le montant total tiré sur ces lignes, et par conséquent le montant de sa dette anticipée potentielle en cas de baisse trop importante du cours du titre Casino, est passé de 1,320 milliard d'euros à 1,340 milliard d'euros.
237. L'annonce relative au montant des lignes confirmées et non utilisées dans les publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019 était par conséquent trompeuse, dès lors qu'elle ne tenait pas compte de la contrainte résultant du contrat de prêt CADIF et n'attirait pas l'attention des investisseurs sur l'existence de celle-ci.

4.2.3. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2018, le document de référence 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 au regard de la contrainte imposée par la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC

238. Les mis en cause ne contestent ni le fait que le montant total des lignes de crédit présentées comme disponibles au 31 décembre 2018 (1 291 millions d'euros) et au 31 mars 2019 (921 millions d'euros) incluait un montant de, respectivement, 376 millions d'euros et 117 millions d'euros au titre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, ni le fait que le mécanisme de *cash collateral* auquel étaient soumises ces lignes de crédit avait pour effet, compte tenu du cours du titre Casino, de réduire le montant effectivement disponible au titre de ces lignes de 54 millions d'euros au 31 décembre 2018 et de 8,5 millions d'euros au 31 mars 2019, ni, de façon générale, l'impact de ce mécanisme sur la disponibilité de ces lignes de crédit.
239. Comme exposé *supra* dans le cadre de l'examen des griefs relatifs, d'une part, aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, et d'autre part, à la publication du 26 juillet 2018, le fait d'avoir annoncé le montant nominal de ces lignes de crédit sans avoir tenu compte de la contrainte résultant du mécanisme de *cash collateral* et sans avoir attiré l'attention des investisseurs sur celle-ci était trompeur.
240. Il a par ailleurs été expliqué *supra* que l'argument selon lequel le marché pouvait estimer les montants qui ne pouvaient être tirés sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino, dont font partie les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, n'est pas pertinent. Il l'est d'autant moins qu'à chacune des dates des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019, les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC étaient les seules lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino qui demeuraient non utilisées. En outre, les mis en cause prétendent que le marché pouvait estimer qu'au 31 décembre 2018 le montant tirable sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino était d'environ 1 335 millions d'euros, alors qu'il résulte de la propre communication financière de Rallye qu'à cette date le montant nominal de celles de ces lignes qui n'étaient pas utilisées n'était que de 490 millions d'euros et que le montant nominal de toutes les lignes non utilisées n'était que de 1 291 millions d'euros. L'argument n'est donc pas sérieux. En réalité, selon la thèse des mis en cause, en tenant compte du nombre d'actions Casino libres de nantissement au 31 décembre 2018 selon la communication financière de Rallye (18,4 millions), du cours du titre Casino à cette date (36,34 euros) et du ratio de 130 %, le marché pouvait calculer que l'intégralité du montant de 490 millions d'euros pouvait être tiré, alors qu'un montant de 54 millions d'euros était indisponible du fait du mécanisme de *cash collateral* dont il n'était pas informé.

241. Rallye et M. Hattab reconnaissent par ailleurs eux-mêmes, s'agissant de la publication du 15 mai 2019, que le marché ne pouvait que parvenir à la conclusion erronée que l'intégralité du montant nominal de 117 millions d'euros non utilisé au 31 mars 2019 était disponible alors que ce n'était pas le cas. L'argument selon lequel la différence entre le montant nominal et le montant effectivement disponible (8,5 millions d'euros) n'était pas significative n'est pas pertinent car le mécanisme de *cash collateral* était susceptible de provoquer une réduction bien plus importante. D'ailleurs, le 14 mai 2019, veille de la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019, ce mécanisme avait eu pour effet de réduire de 56,7 millions d'euros le montant nominal non utilisé de 74 millions d'euros, c'est-à-dire que plus de 75 % du montant présenté comme disponible était en réalité indisponible.
242. Par conséquent, l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées dans la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé, le rapport financier annuel 2018, le document de référence 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 était fautive ou trompeuse car elle ne tenait pas compte de la contrainte imposée par la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC obligeant Rallye à constituer du *cash collateral* en fonction du cours du titre Casino, et n'attirait pas l'attention des investisseurs sur l'existence de celle-ci.

4.2.4. Sur le caractère faux ou trompeur de l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées diffusée dans la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 au regard de la contrainte imposée par la documentation relative à la ligne Julia

243. Les mis en cause ne contestent ni le fait que le montant total des lignes de crédit présentées comme disponibles au 31 mars 2019 (921 millions d'euros) comprenait le montant de la ligne Julia de 500 millions d'euros, ni le fait que le tirage de cette ligne de crédit était subordonné à la constitution immédiate de 82 millions d'euros de *cash collateral* conformément à la dérogation aux cas de remboursement anticipé obligatoire accordée par les banques du Club Deal Julia le 1^{er} mars 2019. Rallye a d'ailleurs effectivement constitué 82 millions d'euros de *cash collateral* lors du tirage de 202 millions d'euros au mois de mai 2019.
244. Le fait de présenter le montant nominal de la ligne Julia comme disponible sans préciser que le montant effectivement disponible au titre de celle-ci était réduit par le jeu d'un mécanisme de *cash collateral* était trompeur. La circonstance, invoquée par les mis en cause, que Rallye aurait toujours uniquement communiqué sur les montants notionnels de ses lignes de crédit ne peut avoir pour effet de l'exonérer de sa responsabilité.
245. Par conséquent, l'information relative au montant des lignes de crédit confirmées et non utilisées, telle qu'elle a été diffusée lors de la présentation faite à l'assemblée générale du 15 mai 2019, était fautive ou trompeuse car elle ne tenait pas compte de la contrainte de *cash collateral* imposée par la documentation relative à la ligne Julia et elle n'attirait pas l'attention des investisseurs sur l'existence de celle-ci.

4.2.5. Sur le caractère trompeur de l'absence de mention dans la présentation des résultats annuels 2018, le rapport financier annuel 2018 et le document de référence 2018 du cash collateral constitué dans le cadre de l'opération MUFG et du fait qu'elle avait été formellement résiliée au mois de janvier 2019, et de l'absence de mention dans le rapport financier annuel 2018 de cette résiliation au titre des événements significatifs survenus depuis la clôture de l'exercice

246. Il est établi, et non contesté par les mis en cause, d'une part, que la présentation des résultats annuels 2018, le rapport financier annuel 2018 et le document de référence 2018 présentaient l'opération MUFG au titre des prêts non échus au 31 décembre 2018 et précisaient qu'un prêt (le contrat Rabobank) faisait l'objet d'un nantissement d'actions Casino, et d'autre part, que ces supports de communication ne précisaient pas que l'opération MUFG avait fait l'objet de *cash collateral* à hauteur de 100 % de son montant le 24 septembre 2018.
247. Or tant Rallye que M. Hattab ont confirmé au cours de l'instruction et devant les enquêteurs que la constitution de *cash collateral* s'assimile, d'un point de vue économique, à un remboursement anticipé. D'ailleurs, lors de l'enquête, M. Hattab a spécifiquement affirmé qu'il y avait lieu de considérer l'opération MUFG comme économiquement remboursée à compter du 24 septembre 2018 (« économiquement, c'est comme si j'avais remboursé la ligne BTMU [l'opération MUFG] ») et « économiquement, il [ce financement] n'existe plus puisqu'il est collatéralisé à 100 % ». Contrairement à ce qu'affirment les mis en cause le fait que le montant des disponibilités de Rallye au

31 décembre 2018 était de 160 millions d'euros ne permettait pas à un investisseur raisonnable de comprendre que l'opération MUFG avait été remboursée d'un point de vue économique depuis le 24 septembre 2018.

248. Il est par ailleurs établi et non contesté que l'opération MUFG a été formellement résiliée au mois de janvier 2019, soit antérieurement aux publications litigieuses.
249. Par conséquent, la présentation des résultats annuels 2018, le rapport financier annuel 2018 et le document de référence 2018, laissaient à tort croire aux investisseurs que l'opération MUFG de 100 millions d'euros faisait partie des prêts non échus au 31 décembre 2018, alors qu'elle avait été remboursée d'un point de vue économique le 24 septembre 2018 puis formellement au mois de janvier 2019, de sorte que l'information diffusée dans ces supports était trompeuse à cet égard.
250. De plus, comme le constatent les notifications de griefs, le rapport financier annuel 2018, publié le 22 mars 2019, indiquait qu'il n'existait pas à la connaissance de Rallye au 28 février 2019 d'éléments susceptibles de représenter un changement significatif de la situation financière de celle-ci. Or le remboursement anticipé formel de l'opération MUFG avait eu pour effet d'ajouter une échéance de 100 millions d'euros à l'échéancier connu du marché, alors que la situation de liquidité de Rallye, plus particulièrement les échéanciers de dettes et de financements, constituait un sujet d'attention majeur pour le marché, lequel s'inquiétait à cette époque d'un possible défaut de Rallye. Cet événement représentait donc, par sa nature, un changement significatif de la situation financière de Rallye.
251. Enfin, l'argument selon lequel le montant remboursé de l'opération MUFG ne représentait que 3 % de la dette financière nette de Rallye au 31 décembre 2018 n'est pas pertinent comme l'illustre le fait que Rallye elle-même avait jugé suffisamment significative l'émission d'une obligation de 95 millions de francs suisses au mois de février 2018 pour la signaler au titre des événements survenus postérieurement à la clôture de l'exercice 2017, alors que ce montant représentait également environ 3 % de la dette financière nette de Rallye au 31 décembre 2017. Comme l'indiquent les mis en cause, au 31 décembre 2018, le montant des dettes auxquelles Rallye devait faire face s'élevait à environ 350 millions d'euros, de sorte que le montant remboursé par anticipation de 100 millions d'euros représentait 30 % de cet échéancier. Cet événement représentait donc, par son montant également, un changement significatif de la situation financière de Rallye.
252. Par conséquent, dans la mesure où Rallye avait par ailleurs présenté l'opération MUFG comme un prêt non échu au 31 décembre 2018, il était trompeur de ne pas mentionner dans le rapport financier annuel 2018, au titre des événements survenus depuis la clôture de l'exercice, le remboursement formel de ce financement intervenu au mois de janvier 2019.

4.2.6. Sur le caractère faux de l'information diffusée dans la présentation des résultats annuels 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 selon laquelle « la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating »

253. Comme le constatent les notifications de griefs, la présentation des résultats annuels 2018 publiée le 14 mars 2019 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 indiquaient que « la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating ». Or, comme exposé dans le cadre de l'examen des griefs relatifs aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, l'information selon laquelle la documentation bancaire de Rallye ne comportait pas de « covenant » lié au cours du titre Casino était fautive au regard des clauses de *cash collateral* que comportait la documentation relative aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, au contrat Rabobank et à l'opération MUFG.
254. En outre, ces clauses avaient effectivement eu pour effet, au moment des publications litigieuses, de contraindre Rallye à constituer 15 millions d'euros de *cash collateral* dans le cadre du contrat Rabobank aux mois de septembre et d'octobre 2018, à constituer 100 millions d'euros de *cash collateral* dans le cadre de l'opération MUFG le 24 septembre 2018 et à constituer environ 22 millions d'euros de *cash collateral* dans le cadre des lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, étant observé qu'au 31 décembre 2018, date de référence de la présentation des résultats annuels 2018, ces clauses avaient pour effet de réduire le montant disponible au titre de ces lignes

dérivées de 54 millions d'euros et qu'au 14 mai 2019, veille de la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019, elles avaient pour effet de réduire de 56,7 millions d'euros, soit plus de 75 % le montant nominal disponible.

255. Par conséquent, l'information diffusée dans la présentation des résultats annuels 2018 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 selon laquelle « *la documentation bancaire de Rallye n'intègre pas de covenant financier ou de clause de step-up liée à l'ANR de Rallye, à la couverture de la dette de Rallye par ses actifs, au cours de Casino, ou à son rating* » était fausse.

4.2.7. Sur le caractère trompeur de l'information figurant dans le rapport financier annuel 2018 selon laquelle « Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (*pari-passu*), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (*negative pledge*) et le défaut croisé (*cross default*) »

256. Comme le constatent les notifications de griefs, le rapport financier annuel 2018 publié le 18 avril 2019 indiquait, dans la section « *risque d'exigibilité des dettes financières* », que « *Les financements bancaires et obligataires du Groupe contiennent les clauses d'engagement et de défaut habituelles de ce type de contrat, notamment le maintien de l'emprunt à son rang (*pari passu*), la limitation des sûretés attribuées aux autres prêteurs (*negative pledge*) et le défaut croisé (*cross default*)* ». Cette mention est identique à celle qui figurait dans le document de référence 2017 publié le 18 avril 2018. Il a déjà été établi dans le cadre de l'examen du grief relatif à ce document qu'il était trompeur d'indiquer, dans une section dédiée au risque d'exigibilité des dettes financières, que les financements bancaires de Rallye comportaient certaines clauses de défaut sans mentionner l'existence des clauses spécifiques de la documentation relative à l'opération MUFG, au contrat Rabobank et aux lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC contraignant Rallye à constituer du *cash collateral* ou prévoyant l'exigibilité anticipée en fonction du cours du titre Casino.
257. En outre, comme indiqué au point précédent, au moment de la publication litigieuse ces clauses avaient effectivement eu pour effet de contraindre Rallye à constituer d'importants montants de *cash collateral*.
258. Par conséquent, l'information figurant dans la section dédiée au risque d'exigibilité des dettes financières du rapport financier annuel 2018, publié le 22 mars 2019, était trompeuse.
259. En conclusion, les notifications de griefs indiquent que les informations fausses ou trompeuses diffusées par Rallye dans les publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019 « *donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement* ».
260. Rallye a affirmé dans ces supports, en s'appuyant, notamment, sur les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra*, qu'elle bénéficiait d'une « *situation [ou d'un « dispositif »] de liquidité solide [ou « très solide »]* », en précisant dans le document de référence 2018 que cette situation de liquidité lui « *permetta[it] de faire face sereinement à ses échéances* », et ce, sans y apporter la moindre nuance. Or, comme exposé *supra*, d'une part, la marge de manœuvre de Rallye pour faire face à son échéancier de dettes à l'aide de ses lignes de crédit réellement disponibles au moment de chacune des publications litigieuses était très réduite, compte tenu des différentes contraintes imposées par la documentation relative à ses financements, et d'autre part, Rallye était exposée au risque de devoir faire face à des échéances anticipées potentielles correspondant à une fraction de sa dette tirée sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino (1,320 milliard d'euros), en cas de baisse trop importante du cours du titre Casino. Comme il a été dit, ce titre subissait depuis 2015 une forte tendance à la baisse et comme l'a indiqué M. Hattab devant le rapporteur, il était susceptible de s'« *écrouler* » à la suite d'une publication relayant une rumeur selon laquelle une filiale du groupe aurait des difficultés à honorer sa dette. Ce risque était important à chacune des dates de diffusion des publications litigieuses puisqu'au mois de mars 2019, Rallye avait nanti 82 % des actions Casino qu'elle détenait et que ce taux est passé à 92 % au mois d'avril 2019 et à 97,66 % au 14 mai 2019.
261. En outre, l'impossibilité pour Rallye de faire face à cette échéance anticipée potentielle était un cas de défaut susceptible d'entraîner l'exigibilité anticipée de la totalité de sa dette d'environ 3 milliards d'euros.

262. Par conséquent, non seulement la situation de liquidité de Rallye n'était pas solide, mais elle était au contraire extrêmement fragile, tant à la date de référence des publications litigieuses qu'à chacune des dates de diffusion de celles-ci. Comme l'a indiqué M. Hattab devant le rapporteur, Rallye a toutefois choisi, dans sa communication financière, de ne « *pas dire au marché que si le cours [du titre Casino] continue de baisser Rallye pourrait être en difficulté* » et, ainsi, d'occulter le fait que la solidité annoncée de sa situation de liquidité ne reposait que sur l'hypothèse selon laquelle le cours du titre Casino ne poursuivrait pas sa baisse jusqu'à un seuil critique.
263. Par ailleurs, les mis en cause reconnaissent eux-mêmes que la nécessité de solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde au mois de mai 2019 n'était pas seulement liée aux modifications des conditions de tirages de la ligne Julia mais également à l'accentuation de la baisse du cours du titre Casino, laquelle, contrairement à ce qu'ils affirment, ne peut être qualifiée d'évènement « subit et inattendu » au regard de la tendance observée depuis 2015 qu'ils invoquent eux-mêmes par ailleurs. En outre, la direction de Rallye a justifié la nécessité d'entrer en voie de sauvegarde auprès de son conseil d'administration et du tribunal de commerce en invoquant uniquement des considérations liées à la baisse du cours du titre Casino et, par conséquent, le risque de devoir rembourser par anticipation une partie de sa dette tirée sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino ainsi que, potentiellement, la totalité de la dette de Rallye.
264. De plus, l'analyse qui précède, de laquelle il résulte que le montant effectivement disponible au titre des lignes de crédit dont disposait Rallye n'était, contrairement à ce que les publications litigieuses laissaient entendre, que de 817 millions d'euros au mois de décembre 2018, de 540 millions d'euros maximum au mois de mars 2019 et de 323 millions d'euros au mois de mai 2019, ne tient pas compte des difficultés rencontrées par Rallye postérieurement à la diffusion des publications litigieuses dans le cadre du tirage de la ligne Julia. Par conséquent, cette circonstance, à supposer qu'elle puisse être considérée comme ayant partiellement contribué à la nécessité de solliciter le placement sous sauvegarde de Rallye, ne remet pas en cause le fait que cette dernière était, à la date de chacune des publications litigieuses, exposée à un risque de défaut prévisible en cas de poursuite de la baisse du cours du titre Casino, ce que les publications litigieuses, affirmant sans nuance que la situation de liquidité de Rallye était « *solide* » ou « *très solide* », ne laissaient pas transparaître.
265. Enfin, le collège de l'AMF, qui décide de l'opportunité des poursuites et de la qualification juridique des faits qu'il soumet à la commission des sanctions, a décidé en l'espèce de mettre en cause la communication financière de Rallye sur le fondement des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR. Les mis en cause ne sauraient tirer argument de ce que le collège n'a pas décidé, en outre, de lui reprocher sur le fondement de l'article 17.1 de ce même règlement de ne pas avoir averti dès que possible le marché du fait qu'elle avait constaté que le risque de défaut de Rallye était effectivement sur le point de se réaliser de façon imminente et qu'elle envisageait donc de solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde.
266. Au regard de ce qui précède, la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé publiés le 14 mars 2019, le rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019, le document de référence 2018 publié le 18 avril 2019 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019, qui comportaient les informations fausses ou trompeuses mentionnées *supra* et affirmaient sans nuance que la situation de liquidité de Rallye était « *solide* » ou « *très solide* », donnaient aux investisseurs une vision de la liquidité de Rallye plus favorable qu'elle ne l'était réellement, de sorte que la deuxième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant au caractère faux ou trompeur des informations diffusées est satisfaite.

4.3. Des indications fausses ou trompeuses qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers

267. L'analyse développée dans le cadre de l'examen des griefs relatifs, d'une part, aux publications des 8 mars, 14 mars, 18 avril et 23 mai 2018, et d'autre part, aux publications des 26 et 27 juillet 2018 est transposable aux publications des 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019, dès lors que la situation de liquidité de Rallye demeurerait aux mois de mars, avril et mai 2019 un enjeu majeur pour cette dernière et que les publications litigieuses comportaient précisément des informations fausses ou trompeuses donnant une vision de cette situation plus favorable qu'elle ne l'était réellement.
268. Elle l'est d'autant plus que premièrement, la ligne UBS de 300 millions d'euros représentait 23 % du total des lignes de crédit présentées comme disponibles au 31 décembre 2018 (1 291 millions d'euros), 33 % du total des lignes

de crédit présentées comme disponibles au 31 mars 2019 (921 millions d'euros) et près de 40 % du montant des lignes de crédit présentées comme non sensibles au cours du titre Casino à chacune de ces deux dates de référence (800 millions d'euros comprenant la ligne UBS de 300 millions d'euros et la ligne Julia de 500 millions d'euros) et, par conséquent, des lignes de crédit seules susceptibles de permettre à Rallye de faire face à ses échéances anticipées potentielles correspondant à une fraction de sa dette de plus de 1,3 milliard d'euros tirée sur les lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino. Deuxièmement, la contrainte imposée par le contrat de prêt CADIF, occultée par la communication financière de Rallye, était d'autant plus importante aux mois de mars, avril et mai 2019 que le montant réellement disponible au titre de ses lignes de crédit, sur lesquelles elle avait effectivement largement tiré pour faire face à ses échéances, était réduit et qu'elle pouvait devoir honorer des échéances anticipées potentielles importantes. Troisièmement, le cours du titre Casino aux dates de référence des publications litigieuses et aux dates de diffusion de celles-ci avait effectivement eu pour effet de provoquer la constitution de montants significatifs de *cash collateral* ou de réduire de façon très significative le montant réellement disponible au titre des lignes de crédit qui y étaient soumises, étant observé que les lignes dérivées CACIB, Natixis et HSBC, dont s'agit, étaient les seules lignes de crédit soumises à nantissement d'actions Casino dont disposait encore Rallye aux mois de mars, avril et mai 2019.

269. Par conséquent, la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé publiés le 14 mars 2019, le rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019, le document de référence 2018 publié le 18 avril 2019 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019, qui comportaient des informations fausses ou trompeuses, étaient susceptibles de fixer le cours du titre Rallye à un niveau anormal ou artificiel, en l'occurrence à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en présence d'une information exacte et non trompeuse, de sorte que la troisième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel est satisfaite.

4.4. La connaissance avérée ou supposée par les mis en cause du caractère faux ou trompeur de l'information

270. L'émetteur est responsable des informations publiées en son nom et pour son compte par l'un de ses organes ou représentants. En l'espèce la direction financière et la communication financière de Rallye étaient supervisées par son représentant légal, M. Hattab. Par conséquent, Rallye savait ou aurait dû savoir que les informations diffusées dans la présentation des résultats annuels 2018 et le communiqué de presse associé publiés le 14 mars 2019, le rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019, le document de référence 2018 publié le 18 avril 2019 et la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019, étaient fausses ou trompeuses. La quatrième condition prévue par l'article 12.1, c) du règlement MAR tenant à la connaissance avérée ou supposée du caractère faux ou trompeur des informations diffusées est donc satisfaite.
271. Il en résulte que les manquements de manipulation de marché par diffusion d'informations qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers au sens des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion de la publication par Rallye les 14 mars, 22 mars, 18 avril et 15 mai 2019 de la présentation des résultats annuels 2018 et du communiqué de presse associé, du rapport financier annuel 2018, du document de référence 2018 et de la présentation à l'assemblée générale du 15 mai 2019 sont caractérisés.

IV. Sur l'imputabilité à M. Hattab des manquements commis par Rallye

1. Notification de griefs

272. La notification de griefs adressée à M. Hattab relève que celui-ci est directeur général de Rallye depuis le 4 avril 2017 et qu'il ne justifie d'aucune circonstance particulière l'ayant privé de l'exercice de ses fonctions au moment des faits. Elle ajoute que l'intéressé a confirmé en audition qu'il était responsable de la communication financière au sein de Rallye et qu'il dirigeait l'équipe de la direction financière. La notification de griefs indique également qu'il ressort de l'ensemble des échanges de courriels entre Rallye et ses partenaires bancaires et financiers que M. Hattab était le principal rédacteur et décisionnaire des communications publiées par Rallye et que celui-ci a indiqué être « amené à travailler sur les financements de Rallye, sur les comptes de Rallye, sur la communication financière de Rallye ». La notification de griefs estime donc que, du fait de ses fonctions, M. Hattab avait

connaissance de la situation de liquidité de Rallye et ne pouvait ignorer que les informations données au marché étaient fausses ou trompeuses.

273. Elle en conclut que l'ensemble des manquements aux articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR reprochés à Rallye pourrait également lui être imputés en vertu de l'article 12.4 du même règlement.

2. Observations de M. Hattab

274. M. Hattab fait valoir sa bonne foi au regard du fait notamment que Rallye a communiqué de façon constante sur son risque de liquidité depuis 2003, que cette communication s'est précisée au fil du temps à l'initiative de la société ou de l'AMF, que des investisseurs sophistiqués avaient parfaitement compris le fonctionnement du dispositif de liquidité de Rallye sur le fondement de l'information diffusée par la société, que Rallye fait partie des émetteurs qui communiquent de la façon la plus détaillée sur son dispositif de liquidité, qu'elle n'a pas dégradé la qualité de son information pendant la période visée par l'enquête au cours de laquelle elle a pourtant rencontré des difficultés, que Rallye a communiqué avec l'AMF en toute transparence sur son dispositif de liquidité à sa demande et, enfin, que l'entrée en sauvegarde de Rallye résulte d'un évènement inattendu.

3. Texte applicable

275. Les faits reprochés à Rallye ont été commis entre le 8 mars 2018 et le 15 mai 2019. Par conséquent, l'imputabilité à M. Hattab des manquements commis par Rallye sera examinée à la lumière des dispositions alors en vigueur.
276. L'article 12.4 du règlement MAR, dans sa rédaction en vigueur depuis le 3 juillet 2016, dispose que : « 4. Lorsque la personne visée dans le présent article est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui prennent part à la décision de mener des activités pour le compte de la personne morale concernée ».

4. Examen de l'imputabilité

277. Comme le constatent les notifications de griefs, M. Hattab a confirmé devant les enquêteurs que, dans le cadre de ses fonctions de directeur général de Rallye sur toute la période des faits reprochés, il était amené « à travailler sur les financements de Rallye, sur les comptes de Rallye, sur la communication financière de Rallye ». Il a par ailleurs déclaré qu'il supervisait la direction financière de Rallye et, en réponse à la question « Qui est responsable au sein de Rallye de la communication financière ? », M. Hattab a répondu : « C'est moi ». En outre, lors de l'instruction, M. Hattab a confirmé qu'il était « en charge de [la] direction financière » de Rallye.
278. Par conséquent, il est établi que M. Hattab était responsable de la communication financière de Rallye et qu'il savait ou à tout le moins aurait dû savoir que les informations diffusées par Rallye relatives à sa situation financière étaient fausses ou trompeuses.
279. M. Hattab ne justifie par ailleurs d'aucune circonstance particulière l'ayant privé de l'exercice de ses fonctions et sa bonne foi, fût-elle établie, n'est pas de nature à faire obstacle à ce que les manquements commis par Rallye lui soient imputés.
280. Les manquements de Rallye aux dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion des informations qu'elle a diffusées entre le 8 mars 2018 et le 15 mai 2019 sont par conséquent imputables à M. Hattab sur le fondement de l'article 12.4 du même règlement.

SANCTIONS ET PUBLICATION

1. Sur les sanctions

281. Les manquements reprochés à Rallye et M. Hattab se sont déroulés du 8 mars 2018 au 15 mai 2019.
282. L'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur du 3 janvier 2018 au 23 mai 2019, non modifiée depuis sur ce point, dispose que : « 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 ou à une manipulation de marché, au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission [...] / dès lors que ces actes concernent : / - un instrument financier ou une unité mentionnés à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, négociés sur une plate-forme de négociation située sur le territoire français ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur une telle plate-forme de négociation a été présentée [...] III. – 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. / III bis. – Le montant de la sanction pécuniaire mentionnée aux a et c du III peut être portée jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne sanctionnée en cas de manquement aux obligations : / 1° Fixées par le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission [...] / Le chiffre d'affaires annuel total mentionné au premier alinéa du présent III bis s'apprécie tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'assemblée générale. Lorsque la personne morale est une entreprise ou une filiale d'une entreprise tenue d'établir des comptes consolidés en application de l'article L. 233-16 du code de commerce, le chiffre d'affaires annuel total à prendre en considération est le chiffre d'affaires annuel total tel qu'il ressort des derniers comptes annuels consolidés approuvés par l'assemblée générale ».

283. Par conséquent, Rallye et M. Hattab encourent, chacun, une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 100 millions d'euros ou le décuple du montant de l'avantage retiré des manquements qui leurs sont reprochés si celui-ci peut être déterminé. S'agissant de Rallye, la sanction peut en outre être portée à 15 % de son chiffre d'affaires annuel total tel qu'il ressort des derniers comptes annuels consolidés approuvés par l'assemblée générale.
284. Par ailleurs, l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur depuis le 3 janvier 2018, détermine comme suit les critères à prendre en compte pour déterminer la sanction : « III ter. – Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées au 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 ».

1.1. Sur la gravité et la durée des manquements

285. Le manquement de manipulation de marché par diffusion d'informations fausses ou trompeuses, en ce qu'il fausse la perception du marché sur la situation réelle d'un émetteur, est grave par nature. À cet égard, comme l'indique le règlement MAR en ses considérants n° 2 et 7, « le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché [dont les manipulations de marché définies à l'article 12.1, c) du règlement MAR] nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés [...] les manipulations de marché [...] empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable aux négociations sur des marchés financiers intégrés pour tous les acteurs économiques ».

286. Les manquements sont d'autant plus graves en l'espèce que les informations fausses ou trompeuses diffusées par Rallye portaient sur l'aspect le plus central de son activité et le risque auquel, en tant que société *holding*, elle était le plus exposée, c'est-à-dire le risque de liquidité, dans un contexte de surcroît où le marché commençait précisément à s'interroger, voire à s'inquiéter, d'un possible défaut de sa part. L'information diffusée par Rallye n'a ainsi pas permis aux investisseurs d'évaluer et d'anticiper en pleine connaissance de cause ce risque de défaut, que Rallye n'a pu éviter au mois de mai 2019 qu'en sollicitant l'ouverture d'une procédure de sauvegarde quelques jours après son assemblée générale du 15 mai 2019, au cours de laquelle elle qualifiait encore sa situation de liquidité de « *solide* ».
287. La gravité des manquements doit également être appréciée au regard du fait, d'une part, que les informations fausses ou trompeuses ont été diffusées par Rallye à onze reprises sur une période de plus d'un an, et d'autre part, que chacune des communications concernées comportait de nombreuses informations fausses ou trompeuses.
288. Enfin, il convient de relever que ces manquements ont été commis par Rallye en 2018 et 2019 alors que la secrétaire générale adjointe de l'AMF en charge de la direction des émetteurs avait attiré l'attention de cette société en 2016, dans le cadre d'échanges sur la qualité de sa communication financière et sur la nécessité d'y ajouter une « *conclusion claire sur le risque de liquidité, c'est-à-dire le risque que votre groupe ne soit pas en mesure de faire face à ses besoins monétaires grâce à ses ressources financières* ».

1.2. Sur la qualité et le degré d'implication des mis en cause

289. Il a été démontré que ni Rallye ni M. Hattab ne pouvaient ignorer le caractère faux ou trompeur des informations diffusées entre le 8 mars 2018 et le 15 mai 2019. Il a par ailleurs été établi que M. Hattab était en charge de la communication financière de Rallye. Par conséquent, les mis en cause sont entièrement impliqués dans la commission des manquements.

1.3. Sur la situation et la capacité financière des mis en cause

290. Le chiffre d'affaires consolidé hors taxes de Rallye s'est élevé à 31,9 milliards d'euros au 31 décembre 2020, à 30,5 milliards d'euros au 31 décembre 2021 et à 33,6 milliards d'euros au 31 décembre 2022. Le résultat net de Rallye était de - 99 millions d'euros en 2020, de - 334 millions d'euros en 2021 et de - 1 696 millions d'euros en 2022.
291. M. Hattab a perçu en 2021 des revenus d'un montant de [...] euros. À ce jour, les revenus de M. Hattab correspondent, selon ses déclarations, à [...] euros bruts annuels au titre de ses fonctions de président-directeur général de Foncière Euris et à [...] euros bruts annuels de salaire fixe et [...] euros de part variable minimum au titre de ses fonctions de directeur général adjoint d'Euris. Selon les déclarations écrites et les pièces justificatives associées communiquées par M. Hattab postérieurement à son audition devant le rapporteur, celui-ci dispose d'un patrimoine (compte courant, comptes épargne, assurance-vie, parts de fonds d'investissement, actions) qui s'élève à [...] euros. Selon ces éléments, M. Hattab détient également 50 % de la nue-propriété d'un appartement à Levallois d'une valeur de [...] euros, avec un emprunt restant dû de [...] euros, et 50 % de sa résidence principale (Asnières-sur-Seine) dont la valeur n'est pas précisée.

1.4. Sur l'importance des gains ou avantages obtenus ou des pertes ou coûts évités du fait des manquements

292. Le dossier ne permet pas d'établir de gains ou avantages obtenus ou de pertes évitées par les mis en cause du fait des manquements.

1.5. Sur les pertes subies par des tiers

293. Aucune estimation chiffrée d'une perte subie par des tiers ne figure au dossier. Il peut néanmoins être relevé que les manquements commis par Rallye sont susceptibles d'avoir causé un préjudice important aux investisseurs qui n'ont pas été en mesure d'évaluer et d'anticiper le risque de défaut de Rallye du fait de la communication fautive ou trompeuse de cette dernière, comme l'illustre un courrier de plainte adressé à l'AMF par un gestionnaire d'actifs au mois d'août 2021. Ce dernier a notamment indiqué avoir investi au début de l'année 2019 dans des titres de

créance à court terme émis par Rallye « *sur la base d'une communication financière que nous considérons comme inexacte et trompeuse de la part de Rallye, qui ne reflétait à l'époque aucunement la situation économique réelle de l'émetteur* », en expliquant que l'ouverture de la procédure de sauvegarde qu'il n'a pas pu anticiper du fait de cette communication financière a eu pour effet que « *les épargnants se retrouvent à l'issue de ce défaut de crédit propriétaires d'un titre à long terme versus un billet de trésorerie* » puisque « *le remboursement de ces créances sera finalement échelonné sur 10 ans* ». Par conséquent, si le préjudice causé par les manquements commis par Rallye ne peut être précisément chiffré, il est établi que ces manquements ont bien causé un préjudice aux investisseurs.

1.6. Sur le degré de coopération avec l'AMF dont ont fait preuve les mis en cause

294. Aucun élément ne justifie que le degré de coopération des mis en cause soit pris en compte comme facteur de modération de la sanction. Si le rapport d'enquête, ainsi que le collège ont indiqué que les enquêteurs ont rencontré des difficultés dans le recueil d'informations en raison du comportement des « *sociétés du groupe Casino* » ou de leurs dirigeants, ils n'apportent pas d'éléments permettant d'établir une coopération insuffisante de Rallye et M. Hattab.

1.7. Sur les manquements commis précédemment par les mis en cause

295. Le dossier n'indique pas que les mis en cause auraient été précédemment sanctionnés pour des manquements de même nature.
296. En considération de ces éléments, il sera infligé à Rallye une sanction pécuniaire de 25 millions d'euros et à M. Hattab une sanction pécuniaire d'1 million d'euros.

2. Sur la publication

297. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version applicable à compter du 23 octobre 2019, dispose que : « *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 : / a) 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 ; / b) 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. [...]* ».
298. Aucun élément n'est de nature à caractériser un risque de préjudice grave et disproportionné pour les mis en cause, de perturbation grave de la stabilité du système financier ou du déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours en cas de publication de la décision à intervenir. Il y a lieu d'ordonner la publication de la présente décision sur le site internet de l'AMF et de fixer à 5 ans à compter de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, président de la commission des sanctions, M. Didier Guérin, président de la 2^{ème} section, Mme Valérie Michel-Amsellem, M. Frédéric Bompaire, Mme Sandrine Elbaz-Rouso, M. Aurélien Hamelle, Mme Anne Le Lorier, Mme Sophie Schiller,

Mme Ute Meyenberg et M. Lucien Millou, membres de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions retient que :

- la société Rallye a méconnu les dispositions des articles 12.1, c) et 15 du règlement MAR à l'occasion de la diffusion :
 - de la présentation des résultats annuels 2017 et du communiqué de presse publiés le 8 mars 2018 ;
 - du rapport financier annuel 2017 publié le 14 mars 2018 ;
 - du document de référence 2017 publié le 18 avril 2018 ;
 - de la présentation faite à l'assemblée générale du 23 mai 2018 ;
 - de la présentation des résultats semestriels 2018 et du communiqué de presse publiés le 26 juillet 2018 ;
 - du rapport financier semestriel 2018 publié le 27 juillet 2018 ;
 - du communiqué de presse sur la signature de la ligne Julia publié le 16 septembre 2018 ;
 - de la présentation des résultats annuels 2018 et du communiqué de presse publiés le 14 mars 2019 ;
 - du rapport financier annuel 2018 publié le 22 mars 2019 ;
 - du document de référence 2018 publié le 18 avril 2019 ;
 - de la présentation faite à l'assemblée générale du 15 mai 2019
- les manquements commis par la société Rallye sont imputables à M. Franck Hattab.

En conséquence, la commission des sanctions :

- prononce à l'encontre de la société Rallye une sanction pécuniaire de 25 000 000 € (vingt-cinq millions d'euros) ;
- prononce à l'encontre de M. Franck Hattab une sanction pécuniaire de 1 000 000 € (un million d'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 7 septembre 2023,

La Secrétaire de séance,

Le Président,

Martine Gresser

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.