



**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 13 du 9 juillet 2021

Procédure n° 20-12
Décision n° 13

Personnes mises en cause :

- M. Rémy Pierre
Né [...] à [...]
Domicilié [...]
Ayant élu domicile chez Me Ophélie Claude du cabinet Antonin Levy & Associés – 15, rue de Marignan, 75008 Paris
- M. Stéphane Solère
Né [...] à [...]
Domicilié [...]
Ayant élu domicile chez Me Quentin de Margerie du cabinet Temime – 156, rue de Rivoli, 75001 Paris

La 2^{ème} section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après, l'« **AMF** ») :

- Vu le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, notamment ses articles 7, 8, 10 et 14 ;
- Vu le code monétaire et financier et notamment ses articles L. 621-10, L. 621-15 et R. 621-38 à R. 621-40.

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 25 juin 2021 :

- Mme Sandrine Elbaz-Rouso, en son rapport ;
- Mme Anne-Claire Hercot-Le Bihan, représentant le collège de l'AMF ;
- M. Rémy Pierre, assisté par son conseil Me Ophélie Claude du cabinet Antonin Levy & Associés ;
- M. Stéphane Solère, assisté par son conseil Me Quentin de Margerie du cabinet Temime.

Les mis en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS

La société X est une société anonyme [...] dont les titres sont cotés sur le compartiment A d'Euronext Paris depuis le [...]. X est spécialisée dans l'activité de production de matériaux semi-conducteurs, en particulier la production du silicium sur isolant (cette activité étant ci-après désignée l'« **Électronique** »). Les comptes de X sont clos au 31 mars.



M. Rémy Pierre a occupé le poste de directeur financier de X entre le mois de mars 2016 et le mois de septembre 2019, après avoir occupé divers postes au sein des directions financières de plusieurs sociétés, et notamment le poste de vice-président finance en charge de la stratégie financière (« *VP finance in charge of financial strategy* ») au sein de la société Lafarge, devenue LafargeHolcim, entre le mois de février 2002 et le mois de février 2005.

M. Stéphane Solère a travaillé au sein de la société Lafarge à partir de 1990. Il y a notamment occupé les fonctions de « *Head financial risk management* » entre 1998 et 2010.

Entre le 10 et le 18 octobre 2017, M. Solère a acquis 3 115 titres X et 6 250 contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*contracts for difference*, ci-après « **CFD** ») sur la valeur X pour son propre compte et pour le compte de ses trois enfants ainsi que de sa mère.

Le 18 octobre 2017, après bourse, X a publié ses résultats du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018. Elle a notamment informé le marché de la hausse de 31 %, à taux de change constants, du chiffre d'affaires du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au deuxième trimestre de l'exercice précédent et a revu à la hausse sa prévision de taux de marge d'EBITDA de l'Électronique (ci-après, la « **marge d'EBITDA** ») pour l'entier exercice 2017-2018 en annonçant l'anticiper à « *environ 25 %* », contre « *20 % minimum* » précédemment attendu.

Les 17 et 18 avril 2018, M. Solère a acquis 14 480 titres X et 10 000 CFD sur la valeur X pour son propre compte et pour le compte de ses trois enfants et de sa mère.

Le 18 avril 2018, après bourse, X a publié ses résultats du quatrième trimestre de l'exercice 2017-2018. Elle a notamment informé le marché de la hausse de 42 %, à taux de change constants, du chiffre d'affaires du quatrième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au quatrième trimestre de l'exercice précédent et a revu une nouvelle fois à la hausse sa prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 en annonçant désormais l'anticiper à un niveau « *bien supérieur à 25 %* ». X a également annoncé avoir enregistré un chiffre d'affaires annuel de 311 millions d'euros, soit une hausse de 31 %, à taux de change constants, par rapport l'exercice précédent qu'elle a décrit comme « *nettement supérieure aux attentes grâce à la solide performance du 4^{ème} trimestre 2017-2018* ».

Entre le 5 et le 7 juin 2018, M. Solère a cédé les 14 480 titres X acquis le 17 avril 2018 et 4 750 des 10 000 CFD acquis les 17 et 18 avril 2018, le solde ayant été cédé entre le 19 avril et le 14 mai 2018.

Le 13 juin 2018, après bourse, X a publié les résultats annuels de l'exercice 2017-2018 et a notamment informé le marché avoir enregistré une marge d'EBITDA de 29,2 % pour l'entier exercice 2017-2018 et anticiper une marge d'EBITDA pour l'exercice suivant « *autour de 27 %* ».

PROCÉDURE

Le 13 juillet 2018, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête portant sur « *sur le marché du titre X (FR[...]), et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur du titre X (FR[...]), ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre X (FR[...]), à compter du 1^{er} janvier 2017* ».

Le 2 octobre 2019, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à MM. Pierre et Solère des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

MM. Pierre et Solère ont présenté des observations en réponse le 31 octobre 2019.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 17 mars 2020.

La commission spécialisée n°1 du collège de l'AMF a décidé, le 31 mars 2020, de notifier des griefs à MM. Pierre et Solère.



Les notifications de griefs ont été adressées à MM. Pierre et Solère par courriels avec accusé de réception du 19 juin 2020.

Il est reproché :

- à M. Pierre, d'avoir divulgué illicitement à M. Solère les informations privilégiées publiées par X les 18 octobre 2017 et 18 avril 2018 relatives à la croissance du chiffre d'affaires de X aux deuxième et quatrième trimestres de l'exercice 2017-2018 et à la révision à la hausse de la prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018, ainsi que l'information publiée par X le 13 juin 2018 relative à la prévision de diminution de marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 par rapport à la marge d'EBITDA réalisée au titre de l'exercice précédent, toutes informations dont il a eu connaissance en sa qualité de directeur financier de X et, de ce fait, d'initié primaire, en violation des dispositions des articles 10 et 14 c) du règlement européen n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, le « **règlement MAR** ») ;
- à M. Solère, d'avoir fait usage de ces informations privilégiées en acquérant ou en cédant, pour son propre compte et pour le compte de tiers, des titres X auxquels ces informations se rapportaient entre le 10 et le 18 octobre 2017, le 17 et le 18 avril 2018 et entre le 5 et le 7 juin 2018, alors qu'il savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'informations privilégiées, en violation des dispositions des articles 8 et 14 a) du règlement MAR.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 16 juin 2020 à la présidente de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 28 juillet 2020, la présidente de la commission des sanctions a désigné Mme Sandrine Elbaz-Rouso en qualité de rapporteur.

Par lettres du 7 septembre 2020, MM. Pierre et Solère 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.

MM. Solère et Pierre ont présenté des observations en réponse aux notifications de griefs, respectivement, les 18 et 20 août 2020.

MM. Pierre et Solère ont été entendus par le rapporteur le 29 mars 2021, et, à la suite de leur audition, ont déposé des observations le 13 avril 2021.

Le rapporteur a déposé son rapport le 12 mai 2021.

Par lettres du 17 mai 2021, auxquelles était joint le rapport du rapporteur, MM. Pierre et Solère ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions du 25 juin 2021 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 du 21 mai 2021, MM. Pierre et Solère ont été informés de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 25 juin 2021 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 1^{er} juin 2021, MM. Pierre et Solère ont déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

MOTIFS DE LA DÉCISION

1. Il est fait grief à M. Pierre d'avoir divulgué illicitement à M. Solère trois informations privilégiées publiées par X les 18 octobre 2017, 18 avril 2018 et 13 juin 2018 et à ce dernier d'en avoir fait usage en acquérant ou en cédant, pour

son propre compte et pour le compte de tiers, des titres X auxquels ces informations se rapportaient, en violation des dispositions des articles 8, 10 et 14 a et c) du règlement MAR.

2. Il convient d'apprécier le caractère privilégié des trois informations en cause avant de déterminer si elles ont été divulguées par M. Pierre et utilisées par M. Solère en violation de leurs obligations d'abstention.

I. Sur le caractère privilégié des informations

1. Sur le texte applicable

3. Les faits reprochés aux mis en cause, qui se sont déroulés du 4 octobre 2017 au 7 juin 2018, seront examinés au regard des textes alors applicables, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
4. L'article 7 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 1. Aux fins du présent règlement, la notion d'« information privilégiée » couvre les types d'information suivants : / a) une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ; [...] / 2. Aux fins de l'application du paragraphe 1, une information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers [...]. À cet égard, dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement. [...] / 4. Aux fins du paragraphe 1, on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers [...] une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. [...] ».

2. Sur le caractère privilégié de l'information relative à la hausse significative du chiffre d'affaires réalisé au deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au deuxième trimestre de l'exercice précédent et à la réévaluation à la hausse de la marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 publiée le 18 octobre 2017

5. Les notifications de griefs retiennent que l'information était privilégiée au plus tôt le 4 octobre 2017 et au plus tard le 9 octobre 2019. Elles exposent que l'information était précise dès lors que le service de contrôle de gestion de X l'a transmise à M. Pierre, directeur financier, par un courriel du 4 octobre 2017 et que les chiffres n'ont été que légèrement actualisés le 9 octobre 2017. Elles considèrent par ailleurs que l'information est demeurée non publique jusqu'au communiqué de presse du 18 octobre 2017 car elle n'a pas été annoncée par X avant cette date. Enfin, elles considèrent que l'information était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre X dès lors que la progression des résultats trimestriels de X, conjuguée à des perspectives rehaussées pour l'entier exercice s'agissant de la marge d'EBITDA, indicateur essentiel de la rentabilité de ce groupe industriel régulièrement mis en avant dans ses publications, constituaient un signal particulièrement positif pour l'activité de la société. Elles relèvent également la progression du cours du titre de 6,59 % entre les cours de clôture du 18 octobre 2017 et du 19 octobre 2017.
6. Seul M. Pierre conteste le caractère privilégié de l'information et, plus précisément, son caractère non public. Selon lui, l'interprétation de diverses analyses financières, du modèle économique de X, qu'il qualifie d'« *industrie de coûts fixes* », des communiqués financiers de X antérieurs au 18 octobre 2017 et du contexte d'amélioration continue de la marge d'EBITDA permettait à tout investisseur raisonnable d'anticiper l'information litigieuse. Il explique également que la prévision de « 20 % *minimum* » de marge d'EBITDA annoncée le 14 juin 2017 était imprécise, sous forme de fourchette large, de sorte que la prévision de 25 % annoncée le 18 octobre 2017 n'apparaît que comme une précision de cette fourchette. De plus, M. Pierre soutient que le dépassement des

perspectives financières annoncées par X n'était pas inédit. Enfin, il conteste l'influence sensible de l'information dès lors que le cours n'avait progressé que de 5,6 % à l'ouverture de la séance du 19 octobre 2017 et il soutient qu'en tout état de cause la variation de 6,59 % relevée par les notifications de griefs n'est pas exceptionnelle eu égard à « l'extrême volatilité » du titre X. Enfin, il affirme qu'entre le mois de janvier 2017 et le mois de janvier 2019, le titre X a connu plus de soixante-dix séances de hausse ou de baisse supérieure à 4 %.

7. Il résulte des pièces de la procédure que les données transmises par le contrôle de gestion à M. Pierre le 4 octobre 2017 faisaient notamment état d'un chiffre d'affaires au deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 de 73,734 millions d'euros, très proche du chiffre de 73,3 millions d'euros publié le 18 octobre 2017 et en nette progression, de l'ordre de 30 %, par rapport au chiffre d'affaires de 56,7 millions d'euros réalisé au deuxième trimestre de l'exercice précédent. Ces données mentionnaient également une prévision d'EBITDA de l'Électronique pour l'entier exercice 2017-2018 de 81,523 millions d'euros, soit une marge d'EBITDA de 25,9 %. Par conséquent, ces données révélaient à la fois la hausse significative du chiffre d'affaires du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au deuxième trimestre de l'exercice précédent et une prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 supérieure à la prévision de « 20 % *minimum* » précédemment communiquée au marché par X le 14 juin 2017 puis le 19 juillet 2017. Eu égard à son objet, portant sur les résultats financiers de X, il était possible de tirer de cette information une conclusion, en l'occurrence positive, sur le cours du titre X. Si les échanges entre la direction financière de X, son service de contrôle de gestion et la société DDB Financial en lien avec les résultats du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 se sont poursuivis au-delà du 4 octobre 2017, ils n'ont toutefois mené qu'à des ajustements très marginaux de ces résultats. Il résulte de ce qui précède que l'information litigieuse était précise dès le 4 octobre 2017.
8. En ce qui concerne le caractère non public de l'information, l'allégation de M. Pierre selon laquelle l'interprétation des résultats financiers de X, de son modèle économique, de ses communiqués de presse ou de diverses analyses financières pouvait permettre d'anticiper en substance l'information litigieuse avant le communiqué de presse du 18 octobre 2017 n'est pas de nature à établir son caractère public avant cette date dès lors qu'une telle interprétation, et les prévisions ou anticipations des analystes financiers, ne relèvent par nature que de simples appréciations subjectives. De tels éléments ne peuvent être pris en compte qu'au stade de l'examen de l'influence sensible de l'information qui fait l'objet de développements au point suivant. Le fait que X eût déjà dépassé ses objectifs est également sans incidence quant au caractère non public de l'information. L'information relative à la croissance de 31 %, à taux de change constants, du chiffre d'affaires du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au deuxième trimestre de l'exercice précédent et à la prévision d'environ 25 % de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 a été publiée par X le 18 octobre 2017, après bourse. Il en résulte qu'elle est demeurée non publique jusqu'à cette date.
9. Enfin, en ce qui concerne l'influence sensible de l'information sur le cours du titre de la société, il convient de relever, en premier lieu, que X mettait régulièrement en avant dans ses communiqués de presse depuis le mois de juin 2016 son chiffre d'affaires et sa marge d'EBITDA. Ces indicateurs étaient d'ailleurs souvent présentés en tête du communiqué de presse, en caractères gras, ce qui révèle leur importance. De plus, ces deux indicateurs sont les deux seuls pour lesquels X fixait des objectifs. En second lieu, il résulte de l'examen des analyses financières publiées avant le 18 octobre 2017 que le chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA faisaient l'objet d'une attention quasi-systématique de la part des analystes comme l'illustrent les analyses d'Oddo BHF des 20 avril, 30 juin et 20 juillet 2017, celles de Natixis des 15 juin, 19 juin, 14 juillet, 20 juillet et 16 octobre 2017 ou encore celle de Bryan Garnier du 25 juillet 2017. Certaines de ces analyses se fondaient expressément sur ces indicateurs pour justifier leur recommandation sur le titre et leur objectif de cours (Oddo BHF, 20 avril 2017). M. Pierre a d'ailleurs confirmé, lors de son audition par le rapporteur, que la marge d'EBITDA était l'indicateur principal de performance de X pour le marché. En troisième lieu, il y a lieu de constater que X n'avait publié aucune prévision permettant au marché d'anticiper l'information diffusée le 18 octobre 2017. Ainsi les analyses financières figurant au dossier, y compris celles qu'invoque M. Pierre, ne faisaient que porter, en des termes vagues, une appréciation globalement positive sur les perspectives à plus ou moins long terme de X ou, lorsqu'elles fournissaient des prévisions chiffrées, anticipaient des résultats relativement proches des précédents objectifs publiés par X, voire indiquaient expressément s'attendre à ce qu'elle les réitère. Par conséquent, l'allégation de M. Pierre selon laquelle le modèle d'« *industrie de coûts fixes* » de X d'une part, et l'interprétation des publications financières qui ont précédé le communiqué de presse du 18 octobre 2017 d'autre part, permettaient aisément d'anticiper l'information litigieuse publiée à cette date ne saurait prospérer dès lors qu'à l'époque des faits, en réalité, ni X ni les analystes financiers ne l'avaient précisément anticipée.

10. S'agissant de la circonstance invoquée par M. Pierre selon laquelle la marge d'EBITDA s'appréciait continuellement depuis le premier semestre 2016-2017, il convient de relever que la période considérée, d'environ un an, est trop courte pour fonder des anticipations raisonnables, d'autant plus qu'entre le 20 juillet 2016 - date de l'annonce des résultats du premier semestre 2016-2017 - et le 18 octobre 2017, X n'a annoncé qu'une fois, le 14 juin 2017, avoir effectivement enregistré une amélioration, de surcroît modérée (110 points de base), de la marge d'EBITDA sur un exercice entier par rapport à l'exercice précédent.
11. De plus, contrairement à ce que soutient M. Pierre, l'imprécision du communiqué de presse du 14 juin 2017, annonçant une marge d'EBITDA à « 20 % minimum », prévision qualifiée par ce dernier de « fourchette », ne peut conduire à considérer que les attentes du marché étaient en ligne avec l'annonce du 18 octobre 2017, laquelle, selon M. Pierre, n'aurait fait que préciser la « fourchette » annoncée le 14 juin 2017, dès lors que les ordres de grandeur des prévisions ont été substantiellement modifiés entre l'une et l'autre de ces annonces (de « au moins 20 % » à « environ 25 % »).
12. Enfin, les considérations liées à l'évolution du cours du titre X le 19 octobre 2017 ne sont pas pertinentes pour apprécier la potentielle influence sensible de l'information sur le cours qui doit être appréciée *ex ante*. En tout état de cause, entre le 1^{er} janvier 2017 et le 18 octobre 2017, la plus forte hausse du cours du titre X constatée entre la clôture et l'ouverture est de 5,99 %, alors que comme il a été dit ci-dessus, elle a été de 6,59 % entre le 18 et le 19 octobre. De plus, sur la période mentionnée ci-dessus, la hausse du cours du titre X entre la clôture et l'ouverture n'a dépassé qu'une seule fois 5 %. Le communiqué de presse du 18 octobre 2017 a donc eu un effet important sur le cours du titre X.
13. Ainsi, l'information en cause était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement et, par conséquent, aurait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre X si elle avait été rendue publique.
14. Il résulte des éléments qui précèdent que l'information relative à la hausse significative du chiffre d'affaires du deuxième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au deuxième trimestre de l'exercice précédent et à la réévaluation à la hausse de la prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 publiée le 18 octobre 2017 était privilégiée au sens de l'article 7 du règlement MAR dès le 4 octobre 2017 et l'est demeurée jusqu'au 18 octobre 2017.

3. Sur le caractère privilégié de l'information relative à la hausse significative du chiffre d'affaires réalisé au quatrième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au quatrième trimestre de l'exercice précédent et à la réévaluation à la hausse de la prévision de la marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 publiée le 18 avril 2018

15. Les notifications de griefs retiennent que l'information était privilégiée au plus tard le 12 avril 2018. Elles exposent que l'information était précise dès lors que le 11 avril 2018, le service de contrôle de gestion de X l'a transmise par courriel à M. Pierre qui l'a transférée à la société DDB Financial. Le 12 avril 2018, celle-ci a transmis à M. Pierre un premier projet de communiqué de presse dans lequel les montants relatifs au chiffre d'affaire et à la marge d'EBITDA étaient les mêmes que ceux publiés par X le 18 avril 2018. Elles indiquent, en outre, que l'information n'a été rendue publique qu'à l'occasion de la publication du communiqué de presse de X du 18 avril 2018 et que, si les analyses financières publiées en amont avaient anticipé une croissance des résultats, il ne s'agissait que de projections, de surcroît inférieures aux montants finalement publiés par X. Enfin, s'agissant du critère de l'influence sensible, elles relèvent que le chiffre d'affaires annoncé était supérieur au précédent objectif fixé par X et aux attentes du consensus des analystes, que la marge d'EBITDA est un indicateur essentiel de la rentabilité de X régulièrement mis en avant dans ses publications, que le cours du titre X a progressé de 17,11 % entre les cours de clôture du 18 avril 2018 et du 19 avril 2018 et que la journée du 19 avril 2018 a été celle au cours de laquelle le volume d'actions échangées a été le plus important sur la période qui s'étend du mois de janvier 2017 au mois de septembre 2018.
16. Seul M. Pierre conteste le caractère privilégié de l'information. Selon lui, l'information en cause était déjà publique car l'interprétation des analyses financières publiquement disponibles, de la dynamique du marché des semi-conducteurs, des précédentes publications financières de X et du contexte de croissance forte et continue du chiffre

d'affaires de X permettait à tout investisseur raisonnable d'anticiper l'information litigieuse. M. Pierre conteste également l'influence sensible sur le cours du titre de l'information en cause. Il estime que le communiqué de presse du 18 avril 2018 n'a eu qu'un effet limité sur le cours du titre X. À cet égard, il souligne une nouvelle fois la forte volatilité de ce titre. En réponse au rapport du rapporteur, il ajoute que des analyses financières antérieures au 18 avril 2018 décrivaient la précédente prévision de marge d'EBITDA comme prudente et soutient que dès le 17 janvier 2018 X « *indiquait que la guidance de marge d'EBITDA à 25 % serait dépassée* ».

17. Ni le courriel du 11 avril 2018 par lequel service de contrôle de gestion aurait transmis à M. Pierre les données financières susvisées, ni celui par lequel ce dernier aurait transféré ces informations à la société DDB Financial ne figurent au dossier. En revanche, les pièces du dossier révèlent que le 12 avril 2018 la société DDB Financial a adressé à M. Pierre un projet de communiqué de presse relatif aux résultats du quatrième trimestre de l'exercice 2017-2018, qui faisait état d'informations identiques à celles communiquées au marché le 18 avril 2018, en particulier en ce qui concerne la croissance du chiffre d'affaires par rapport au quatrième trimestre de l'exercice précédent (« *Revenue growth accelerated in Q4'18, sales reaching € 92m, up 42 % at constant exchange rates compared with Q4'17* ») et la prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018 (*FY'18 Electronics EBITDA margin now expected well above 25 % versus previous guidance at around 25 %* »). Eu égard à son objet, portant sur la performance financière de X, il était possible de tirer de cette information une conclusion, en l'occurrence positive, sur le cours du titre X. Par conséquent, l'information était précise au plus tard le 12 avril 2018.
18. Par ailleurs, comme cela a été exposé au point 8 ci-dessus, l'interprétation par M. Pierre de la dynamique du marché des semi-conducteurs et du contexte de croissance des résultats financiers de X ainsi que le contenu des diverses analyses financières qu'il invoque ne relèvent que de simples appréciations subjectives insusceptibles de conférer à l'information litigieuse un caractère public. De tels éléments ne peuvent être pris en compte qu'au stade de l'examen de l'influence sensible de l'information qui fait l'objet de développements au point suivant. L'information litigieuse n'a été communiquée au marché par X que le 18 avril 2018 après bourse. Il en résulte que cette information est demeurée non publique jusqu'à cette date.
19. En ce qui concerne l'influence sensible de l'information, il a été démontré ci-dessus que le chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA de X étaient des indicateurs clés de l'activité et de la rentabilité de cette dernière auxquels le marché était particulièrement attentif. X avait créé une attente de marché sur ces indicateurs en fixant un objectif de croissance du chiffre d'affaires annuel à 25 % dès le 14 juin 2017 et un objectif de marge d'EBITDA à « *environ 25 %* » dès le 18 octobre 2017. Ces objectifs ont été réitérés le 19 juillet 2017 et le 18 octobre 2017 s'agissant du chiffre d'affaires, et le 29 novembre 2017 et le 17 janvier 2018 s'agissant du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA, renforçant d'autant cette attente. Le communiqué de presse du 18 avril 2018 était en rupture avec celle-ci dès lors que X a annoncé, d'une part, attendre une marge d'EBITDA à un niveau « *bien supérieur à 25 %* », et non plus à « *environ 25 %* », et avoir enregistré un chiffre d'affaires annuel en hausse de 31 %, et non plus de 25 %, par rapport à l'exercice précédent, étant précisé que, selon le communiqué de presse lui-même, la hausse plus forte qu'attendue du chiffre d'affaires au quatrième trimestre (+ 42 %) est la cause directe du dépassement de l'objectif de chiffre d'affaires annuel qui, à la fin du troisième trimestre, était toujours attendu en hausse de seulement 25 % par rapport à l'exercice précédent.
20. Contrairement à ce que soutient M. Pierre, tout investisseur raisonnable ne pouvait anticiper l'information litigieuse dès lors que les analyses financières qui figurent au dossier, y compris celles qu'invoque M. Pierre, ne comportent tout au plus qu'une appréciation globalement positive sur les perspectives de X, parfois seulement par le biais d'une recommandation d'achat et/ou d'un relèvement de l'objectif de cours, ou se contentent de qualifier la prévision d'une marge d'EBITDA « *autour de 25 %* » de prudente. En revanche, aucune n'anticipe un dépassement des objectifs de chiffre d'affaires annuel et le relèvement de l'objectif de marge d'EBITDA qui ont été annoncés le 18 avril 2018. Au contraire, plusieurs de ces analyses semblaient anticiper une annonce en ligne avec les objectifs précédemment fixés par X. Ainsi en est-il de l'analyse d'Oddo BHF du 24 octobre 2017, de Berenberg du 8 novembre 2017 et de Deutsche Bank du 12 janvier 2018 qui anticipent pour l'exercice 2017-2018 une marge d'EBITDA, respectivement, de 25 %, 24,9 % et 25,3 %. Le 9 janvier 2018, Natixis indiquait, par ailleurs, anticiper une réitération des objectifs précédemment fixés. De plus, contrairement à ce que soutient M. Pierre, le communiqué de presse de X du 17 janvier 2018 réitère clairement l'objectif de marge d'EBITDA d'environ 25 % et n'a donc pas annoncé le dépassement de celui-ci.

21. Enfin, les arguments soulevés par M. Pierre portant sur la variation du cours du titre X après la publication du communiqué de presse du 18 avril 2018 sont inopérants. En tout état de cause, entre le 1^{er} janvier 2017 et le 18 avril 2018, la plus forte hausse du cours du titre X constatée entre la clôture et l'ouverture est de 5,99 %. De plus, sur cette même période, la hausse du cours du titre X entre la clôture et l'ouverture n'a dépassé que deux fois 5 %, dont une fois à la suite du communiqué de presse du 18 octobre 2017. En outre, comme le relèvent les notifications de griefs, la progression a été de 17,11 % entre la clôture du 18 avril 2018 et la clôture du 19 avril 2018 et, sur la période courant de février 2017 à septembre 2018, la journée du 19 avril 2018 a été celle durant laquelle le volume d'actions échangées a été le plus important (1 174 349) après la journée du 28 juin 2017 (1 670 199).
22. Ainsi, l'information en cause était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement et, par conséquent, aurait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre X si elle avait été rendue publique.
23. Il résulte de l'ensemble des éléments qui précèdent que l'information relative à la hausse significative du chiffre d'affaires réalisé au quatrième trimestre de l'exercice 2017-2018 par rapport au quatrième trimestre de l'exercice précédent et à la réévaluation à la hausse de la prévision de marge d'EBITDA pour l'entier exercice 2017-2018, publiée par X le 18 avril 2018, était privilégiée au sens de l'article 7 du règlement MAR au plus tard le 12 avril 2018 et jusqu'au 18 avril 2018.

4. Sur le caractère privilégié de l'information relative à la prévision de diminution de la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 par rapport à celle réalisée au cours de l'exercice précédent publiée le 13 juin 2018

24. Les notifications de griefs retiennent le caractère privilégié de l'information dès le 28 mai 2018. Elles exposent que cette information était précise à cette date dès lors que M. Pierre a transmis par courriel à la société DDB Financial des données financières. Sur le fondement de ces données, cette dernière a, le 1^{er} juin 2018, adressé à M. Pierre un projet faisant état de la prévision de diminution de la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 par rapport à celle réalisée au cours de l'exercice précédent publiée le 13 juin 2018. Elles relèvent, en outre, que l'information n'a été révélée par X qu'à l'occasion de la publication du communiqué de presse du 13 juin 2018. Enfin, les notifications de griefs exposent que la prévision d'une marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 inférieure à celle réalisée au cours de l'exercice 2017-2018 était en décalage par rapport aux attentes du consensus des analystes et laissait présager un ralentissement de la rentabilité au titre de l'exercice suivant, ce que confirme la baisse du cours du titre X constatée le lendemain.
25. Les mis en cause contestent le caractère privilégié de l'information. M. Solère en conteste d'abord le caractère précis car, d'une part, elle est libellée dans le communiqué de presse du 13 juin 2018 dans des termes imprécis et, d'autre part, il n'était pas possible d'en tirer une conclusion quant à la marge exacte qui serait effectivement enregistrée, le taux annoncé, « autour » de 27 %, étant extrêmement proche du taux de 29,2 % enregistré au titre de l'exercice 2017-2018. Il estime, en outre, que l'information a été publiée dans un contexte d'amélioration constante de la marge d'EBITDA qui n'est qu'un indicateur partiel de l'EBITDA global de X, de sorte que l'information en cause ne permettait pas de tirer une conclusion quant à une possible hausse ou baisse du cours du titre X. S'agissant de l'influence sensible sur le cours du titre, les mis en cause estiment que le communiqué du 13 juin 2018 faisait état de résultats records et contestent donc qu'il ait été possible d'anticiper une baisse du cours au regard de la prévision de marge d'EBITDA litigieuse. Par ailleurs, M. Pierre affirme que la quasi-totalité des analystes ont apprécié positivement la publication et ont maintenu leur recommandation d'achat du titre et relevé leur estimation de celui-ci. M. Solère conteste, quant à lui, que le décalage d'une information avec le consensus des analystes puisse établir l'influence sensible de cette dernière et il conteste l'existence même de ce consensus. Il affirme, en outre, que le marché savait que l'EBITDA de l'Électronique pour l'exercice 2017-2018 était artificiellement élevé en raison de revenus non récurrents. Ainsi, selon lui, la prévision de marge d'EBITDA litigieuse ne doit pas s'interpréter comme une diminution mais comme un retour à la normale. Enfin, les mis en cause font valoir que le cours du 14 juin 2018 est identique au cours de clôture de la veille avant publication de l'information.
26. Dès lors qu'aucun chiffre n'est évoqué dans le corps du courriel adressé par M. Pierre à la société DDB Financial le 28 mai 2018 et que la pièce jointe de ce courriel ne figure pas au dossier, il ne peut être affirmé, comme le font les notifications de griefs, que le 28 mai 2018 la perspective d'une diminution de la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 était déjà connue de la direction financière de X au motif qu'à cette date M. Pierre aurait envoyé les

chiffres afférents à la société DDB Financial. En revanche, les pièces du dossier révèlent que le 31 mai 2018, M. Pierre a adressé un courriel à la société DDB Financial afin de lui transmettre « *la version quasi finale du chapitre du doc de réf sur les comptes* ». Aux termes de ce courriel, M. Pierre transmettait à la société DDB Financial des commentaires « *pour la compréhension des comptes de FY18* » et indiquait que « *pour la guidance, nous envisageons le message suivant : [...] Ebitda margin around 27 % [...]* ». En retour, la société DDB Financial a adressé à X un premier projet de communiqué de presse le 1^{er} juin 2018 faisant état d'une « *Hausse de la marge d'EBITDA de l'Electronique à 29,2 % du chiffre d'affaires [...]* » et, s'agissant des « *Perspectives 2018-2019 : [...]* », d'une « *marge d'EBITDA de l'Electronique attendue autour de 27 %* ». Cette prévision correspondait à un ordre de grandeur faisant clairement apparaître que X s'attendait à enregistrer au cours de l'exercice 2018-2019 une marge d'EBITDA inférieure à celle enregistrée au cours de l'exercice 2017-2018. Par conséquent, il importe peu, comme le soutient M. Solère, que cette prévision ait été libellée dans des termes approximatifs ou qu'il n'était pas possible d'anticiper le taux exact de marge d'EBITDA qui serait finalement enregistré à la fin de l'exercice car il n'est pas nécessaire, pour qu'une information soit considérée comme précise, que la réalisation de l'évènement auquel elle se rapporte soit certaine. Il suffit que cet évènement soit susceptible de se produire ou, selon les termes du règlement MAR, que l'on puisse « *raisonnablement penser qu'il se produira* ». Eu égard à son objet, portant sur la performance financière de X, il était possible de tirer de cette information une conclusion quant à son effet possible sur le cours du titre X, peu important qu'il n'ait pas été possible de déterminer avec certitude le sens de cet effet possible. Par conséquent, l'information relative à la prévision de diminution de la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 par rapport à celle réalisée au cours de l'exercice précédent était précise au plus tard le 31 mai 2018.

27. Par ailleurs, X n'a pas publié avant le communiqué de presse du 13 juin 2018 après bourse de prévisions relatives à l'exercice 2018-2019 ni, *a fortiori*, de prévisions relatives à la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019, ce qui n'est pas contesté par les mis en cause. Il en résulte que l'information est demeurée non publique jusqu'au 13 juin 2018.
28. S'agissant de l'influence sensible de l'information sur le cours du titre, il a été démontré ci-dessus que la marge d'EBITDA était un indicateur clé de la performance de X pour le marché. Par ailleurs, si le communiqué de presse du 13 juin 2018 faisait état de nombreuses informations positives en ce qui concerne l'exercice 2017-2018, la hausse plus forte que prévue du chiffre d'affaires annuel ainsi que l'ordre de grandeur de la marge d'EBITDA (« *bien supérieure à 25 %* ») avaient déjà été annoncés le 18 avril 2018. Ainsi, dès lors que le chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA sont les deux seuls indicateurs pour lesquels X fixe des objectifs, il doit être considéré qu'au moment de la publication du communiqué de presse du 13 juin 2018 les informations essentielles relatives à l'exercice 2017-2018 étaient déjà connues du marché. À l'inverse, avant le 13 juin 2018, X n'avait jamais communiqué de prévisions chiffrées en ce qui concerne l'exercice 2018-2019, de sorte que la prévision de marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 se démarquait des autres informations publiées le 13 juin 2018.
29. Toutefois, l'examen des analyses financières diffusées à la suite du communiqué de presse du 18 avril 2018 révèle que X a accompagné cette publication d'explications orales aux analystes selon lesquelles, d'une part, la révision à la hausse de la prévision de marge d'EBITDA pour l'exercice 2017-2018 était liée à certains revenus exceptionnels, d'autre part, au cours de l'exercice 2018-2019 la marge d'EBITDA serait négativement impactée par des coûts plus élevés et par les taux de change. Ces explications ont permis au marché d'anticiper le fait que la marge d'EBITDA qui serait enregistrée au titre de l'exercice 2017-2018 serait artificiellement élevée, qu'elle ne devait donc pas servir de fondement aux projections de marge d'EBITDA pour l'exercice suivant, et que cette dernière pouvait même être inférieure à celle enregistrée au titre de l'exercice 2017-2018.
30. En effet, à la suite du communiqué de presse du 18 avril 2018 et avant celui du 13 juin 2018, certaines analyses formulaient explicitement des commentaires en ce sens, telles que celles de Natixis le 19 avril 2018 ou de Bryan Garnier le 19 avril 2018. D'autres, telles que celles de Berenberg le 2 mai 2018, d'Exane BNP le 18 avril 2018 ou de Deutsche Bank le 23 avril 2018, suggéraient avoir implicitement intégré cette information en prévoyant une marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 inférieure à la marge prévue pour l'exercice 2017-2018. Si certaines des analyses précitées anticipaient pour l'exercice 2018-2019 une marge d'EBITDA supérieure à 27 %, elles sont néanmoins trop peu nombreuses et trop disparates pour affirmer que, dans son ensemble, le marché s'attendait à une prévision supérieure à 27 % (les prévisions allant de 26,4 % pour Exane à 29,8 % pour Oddo BHF).

31. Les notifications de griefs, de leur côté, se fondent sur des analyses financières postérieures au communiqué de presse du 13 juin 2018 et sur l'observation du cours du titre X le 14 juin 2018, ce qui n'est pas pertinent dès lors que, comme il a été dit ci-dessus, le critère de l'influence sensible doit s'apprécier *ex ante*. En tout état de cause, si certaines analyses financières postérieures au communiqué de presse du 13 juin semblent en effet manifester une certaine déception à la lecture de la prévision de marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019, d'autres, en revanche, adoptent une position plus positive. Ainsi en est-il, par exemple, de l'analyse de Jefferies du 12 octobre 2018, selon laquelle, la marge d'EBITDA de l'exercice 2017-2018, hors éléments exceptionnels, s'est élevée en réalité à 25,8 %, de telle façon que la prévision de 27 % pour l'exercice suivant représente une progression de l'EBITDA fondamental. Par ailleurs, les analyses, qui évoquent un décalage entre l'annonce de X et les attentes du consensus, divergent elles-mêmes dans la description du consensus et, par conséquent, de l'ampleur du décalage avec les annonces de X.
32. Enfin, le marché assimilait rapidement les informations publiées par X puisqu'à la suite d'annonces importantes sur la marge d'EBITDA, telles que celles du 8 décembre 2016 (avant bourse), 18 octobre 2017 (après bourse) et 18 avril 2018 (après bourse), le marché a immédiatement réagi, dès l'ouverture du 8 décembre 2016 ou dès l'ouverture de la séance du lendemain de la publication pour les deux autres.
33. Par conséquent, cette information n'était pas susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement et, par conséquent, n'aurait pas été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre X si elle avait été rendue publique.
34. Il résulte des éléments qui précèdent que l'information relative à la prévision de diminution de la marge d'EBITDA pour l'exercice 2018-2019 par rapport à celle réalisée au cours de l'exercice 2017-2018 ne présentait pas toutes les caractéristiques d'une information privilégiée au sens de l'article 7 du règlement MAR.

II. Sur la divulgation illicite, la détention et l'utilisation des informations privilégiées par les mis en cause

35. Les notifications de griefs reprochent à M. Pierre d'avoir transmis à M. Solère les informations susvisées publiées par X le 18 octobre 2017, 18 avril 2018 et 13 juin 2018, et à ce dernier de les avoir induit utilisées.
36. Toutefois, dès lors qu'il a été établi ci-dessus que l'information publiée par X le 13 juin 2018 ne revêtait pas toutes les caractéristiques d'une information privilégiée, il ne saurait être reproché à M. Pierre de l'avoir transmise à M. Solère et à ce dernier de l'avoir induit utilisée. Par conséquent, ce grief n'est pas caractérisé.
37. Il sera examiné ci-après le grief relatif à la transmission par M. Pierre à M. Solère, et à l'utilisation induite par ce dernier, des informations privilégiées publiées par X le 18 octobre 2017 et le 18 avril 2018.

1. Sur les textes applicables

38. Les faits reprochés, qui se sont déroulés du 4 octobre 2017 au 7 juin 2018, seront examinés à la lumière des textes alors applicables sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.
39. L'article 8 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Aux fins du présent règlement, une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte [...]. / 4. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne : / a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; / b) détient une participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; / c) a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ; ou / d) participe à des activités criminelles. / Le présent article s'applique également à toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée [...]. ».*

40. L'article 10 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 1. Aux fins du présent règlement, une divulgation illicite d'informations privilégiées se produit lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions. / Le présent paragraphe s'applique à toute personne physique ou morale dans les situations ou les circonstances visées à l'article 8, paragraphe 4. / 2. Aux fins du présent règlement, la divulgation ultérieure des recommandations ou incitations visées à l'article 8, paragraphe 2, constitue une divulgation illicite d'informations privilégiées au titre du présent article lorsque la personne qui divulgue la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, qu'elle était basée sur des informations privilégiées. »
41. L'article 14 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « Une personne ne doit pas : / a) effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés [...] / c) divulguer illicitement des informations privilégiées. ».

2. Sur la divulgation illicite par M. Pierre et la détention et l'utilisation par M. Solère des informations privilégiées publiées le 18 octobre 2017 et le 18 avril 2018

42. Pour établir la détention par M. Pierre des informations privilégiées, les notifications de griefs se fondent sur les mêmes éléments que ceux qui établissent le caractère précis de celles-ci, c'est-à-dire les échanges de courriels entre M. Pierre, le service de contrôle de gestion de X et la société DDB Financial les 4 octobre 2017 et les 11 et 12 avril 2018. Si M. Pierre conteste le caractère privilégié des informations, il ne conteste en revanche pas les avoir détenues. Il est par conséquent établi que M. Pierre détenait l'information privilégiée publiée le 18 octobre 2017 dès le 4 octobre 2017 et l'information privilégiée publiée le 18 avril 2018 au plus tard le 12 avril 2018.
43. S'agissant de la divulgation illicite par M. Pierre à M. Solère des informations privilégiées, la notification de griefs adressée à M. Pierre estime réunis plusieurs indices, à savoir l'existence d'un circuit plausible de transmission des informations privilégiées du fait des relations de M. Pierre avec M. Solère ainsi que des contacts entre eux peu avant la réalisation de transactions par ce dernier, le caractère atypique et le moment opportun des transactions réalisées par M. Solère, enfin l'absence de justifications plausibles apportées par M. Pierre.
44. Concernant la détention et l'utilisation par M. Solère des informations privilégiées, la notification de griefs qui lui a été adressée retient, outre les indices précités, l'origine unique des investissements familiaux, l'ouverture et l'alimentation d'un compte quelques jours avant les premières interventions suspectes et le défaut d'explications et de justifications plausibles apportées par M. Solère.
45. La preuve de la détention, de la transmission et de l'utilisation d'une information privilégiée peut être rapportée par tous moyens et notamment par un faisceau d'indices, graves, précis et concordants. Les différents indices mis en avant par les notifications de griefs seront donc successivement examinés ci-après.

2.1. Sur l'existence d'un circuit plausible de transmission des informations privilégiées

46. Les notifications de griefs relèvent que MM. Pierre et Solère entretenaient des relations amicales et que les premiers investissements de M. Solère sur le titre X ont débuté moins de quatre mois après l'arrivée de M. Pierre au sein de X en tant que directeur financier. Elles retiennent, par ailleurs, que MM. Pierre et Solère ont eu des contacts téléphoniques peu de temps avant chacune des interventions suspectes de M. Solère, et précisent qu'une partie de ces échanges a eu lieu en provenance ou à destination d'une ligne téléphonique de la direction générale de X.
47. Les mis en cause contestent cet indice.

48. À titre liminaire, ils relèvent que le Conseil constitutionnel a, par une décision du 21 juillet 2017, déclaré inconstitutionnelles, avec toutefois un effet différé au 31 décembre 2018, les dispositions de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier sur lesquelles les enquêteurs se sont fondés pour obtenir les données de connexion téléphonique des personnes mises en cause. Ils font valoir que la Cour de cassation a jugé ces mêmes dispositions contraires au droit européen et posé, à leur sujet, une question préjudicielle à la Cour de justice de l'Union européenne (ci-après, la « **CJUE** »). Ils en déduisent que les données de connexion téléphonique utilisées par les enquêteurs ont été obtenues de manière illicite. MM. Pierre et Solère estiment, en conséquence que l'ensemble des données de connexion téléphonique recueillies par les enquêteurs doivent être écartées du dossier et ne peuvent légalement servir à caractériser un grief.
- Par ailleurs, les mis en cause affirment que le plus grand nombre des échanges téléphoniques intervenus entre eux n'ont pas eu lieu au moment des opérations reprochées. Ainsi selon M. Solère, la plupart de ses investissements dans le titre X n'ont pas été précédés d'un tel échange. En outre, les intéressés font valoir que les messages vocaux et les échanges écrits dont les enquêteurs ont pu avoir connaissance attestent du caractère amical et anodin de ces conversations. Ils soulignent que l'existence entre eux d'une relation d'amitié est insuffisante pour établir, à travers ces contacts, la réalité d'un circuit plausible de transmission des informations privilégiées. Enfin, M. Pierre affirme qu'il utilisait occasionnellement la ligne téléphonique de la direction générale de X identifiée par les notifications de griefs, mais pas uniquement pour contacter M. Solère.
49. Il ressort du dossier que MM. Pierre et Solère se sont rencontrés dans un cadre professionnel au sein de la société Lafarge et n'ont cessé, par la suite, d'entretenir des liens d'amitié manifestés par des rencontres, y compris dans un cadre familial, de même que par de multiples contacts empruntant des canaux les plus divers. M. Pierre a confirmé à ce sujet au rapporteur avoir entretenu des communications « *très irrégulières mais fréquentes* » avec M. Solère en 2017 et 2018. Tous deux ont déclaré que lors des contacts ayant eu lieu entre eux, au moment des opérations litigieuses, il n'était jamais question de la société X et de ses performances. Pourtant, selon ces mêmes déclarations, M. Solère qui avait quitté la société Lafarge en mars 2016, a commencé à s'intéresser à la société X, sur laquelle il affirme avoir effectué beaucoup de recherches personnelles, quelques mois seulement après l'arrivée dans cette société de M. Pierre, le 29 mars de la même année, en qualité de directeur financier. Or au moment où il quittait la société Lafarge, entreprise du secteur des matériaux de construction, M. Solère, selon ses propres déclarations à l'audience, ne connaissait ni le secteur de la production de matériaux semi-conducteurs, dans lequel s'inscrit l'activité de X, ni le créneau spécifique des productions de cette dernière. M. Pierre, de son côté, eu égard à la nature de ses fonctions dans l'entreprise, ne pouvait ignorer ni le virage stratégique pris par cette dernière peu de temps auparavant, ni les résultats positifs qui commençaient d'en résulter.
- Il peut en outre être relevé qu'entre 2007 et 2016, M. Pierre a occupé les fonctions de directeur administratif et financier de la société Lagardère Active, l'une des quatre branches du groupe Lagardère, et qu'au cours de cette période, M. Solère s'est intéressé à la valeur Lagardère et y a personnellement investi à quatre reprises en CFD pour des montants compris entre 50 000 euros et 300 000 euros environ et il a également acquis des titres de cette société pour le compte de deux de ses enfants aux mois d'octobre et de novembre 2015 pour un montant global d'environ 130 000 euros. La quasi-intégralité de ces titres a été cédée au mois de janvier 2017 après le départ de M. Pierre de la société Lagardère.
50. Ces éléments suffisent à établir l'existence d'un circuit plausible de transmission à M. Solère des informations privilégiées que détenait M. Pierre.
51. À titre surabondant, les factures détaillées des mis en cause démontrent que MM. Pierre et Solère ont été en contact téléphonique peu de temps avant les interventions suspectes d'octobre 2017 et avril 2018 sur le titre X.
52. Ces données ont été obtenues par les enquêteurs, en application de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier, entre le 26 juillet 2018 et le 24 octobre 2018, soit avant le 31 décembre 2018, date d'effet de la décision du Conseil Constitutionnel mentionnée ci-dessus. En conséquence, aucune contestation de la validité de ces données ne peut être tirée de la décision en question.
53. Au regard de ce qui précède, l'existence d'un circuit plausible de transmission des informations privilégiées est établie, ce qui constitue un indice de divulgation illicite par M. Pierre et de détention et d'utilisation par M. Solère de celles-ci.

2.2. Sur l'origine unique des investissements familiaux ainsi que sur l'ouverture et l'alimentation d'un compte quelques jours avant les premières opérations suspectes

54. La notification de griefs adressée à M. Solère expose que ce dernier est à l'origine de l'ensemble des interventions familiales litigieuses sur le titre X effectuées entre le 10 et le 18 octobre 2017 et les 17 et 18 avril 2018. Par ailleurs, elle relève que les transactions sur CFD du 18 octobre 2017 ont été réalisées par ce dernier depuis un compte ouvert le 13 octobre 2017 et alimenté en espèces à compter du 17 octobre 2017, ce qui pourrait traduire une forte précipitation, alors que les investissements de M. Solère dans la valeur X dataient de plus d'un an.
55. M. Solère conteste que ces faits puissent servir d'indices. Il indique en effet avoir géré les comptes des membres de sa famille comme un portefeuille global, et ce, dès 2008. Il explique par ailleurs n'avoir ouvert un compte que le 13 octobre 2017, au moment d'investir, pour éviter des frais liés à l'inactivité des comptes qu'ils détenaient précédemment. Il relève également l'avoir alimenté les 9 et 10 janvier 2018 et les 6 et 8 juin 2018, ce qui traduit une intention de « *revenir sur le titre [...] sans aucun lien avec une quelconque information privilégiée* ».
56. Il ressort du dossier que M. Solère a investi pour lui-même et pour le compte de ses enfants à partir du mois d'août 2016, soit plus d'un an avant les premières opérations reprochées. Il a par ailleurs déclaré à plusieurs reprises qu'il gérait lui-même le patrimoine familial depuis de nombreuses années, ce qu'aucun élément du dossier ne permet de contredire. L'origine unique des investissements familiaux ne constitue donc pas elle-même un indice probant.
57. Le dossier révèle également que M. Solère était titulaire de plusieurs comptes ouverts en France ou à l'étranger. Sur la période 2012 à juin 2017, l'intégralité de ses interventions sur les marchés financiers, y compris des opérations en CFD et sur le titre X, a été effectuée depuis un compte-titres ouvert auprès de Saxo Bank le 2 juin 2006 à Copenhague et clôturé le 14 juillet 2017, sans que M. Solère n'en explique la raison dès lors que les considérations liées aux frais d'inactivité qu'il invoque concernent seulement un autre compte resté quasiment inutilisé. Les opérations en CFD du 18 octobre 2017 ont été, quant à elles, effectuées sur un compte ouvert le 13 octobre 2017, soit quelques jours avant, et alors que M. Pierre détenait la première information privilégiée. Ces circonstances constituent donc un indice de la transmission de l'information par M. Pierre et de sa détention et de son utilisation par M. Solère.

2.3. Sur le caractère atypique et le moment opportun des investissements

58. Les notifications de griefs exposent que les investissements reprochés ont été effectués à des périodes opportunes au regard de la date de publication des communiqués de presse des 18 octobre 2017 et 18 avril 2018. Elles font valoir que les investissements reprochés sont atypiques en raison de leur caractère non diversifié, massif et précipité. Elles soulignent que la volatilité du titre X est bien supérieure à celle des autres titres et des autres types d'actifs dans lesquels M. Solère avait investi auparavant.
59. Les mis en cause contestent également la valeur d'indice de ces éléments. M. Solère réfute ainsi le caractère massif des investissements en cause, faisant valoir le fait que les opérations reprochées sont comparables à des opérations réalisées précédemment et que le risque pris dans le cadre des opérations litigieuses doit être apprécié au regard du coût moyen d'acquisition des titres en cause et des plus-values latentes importantes dont il bénéficiait grâce à un investissement progressif depuis le mois de janvier 2017. À cet égard, il considère qu'en prenant en compte une volatilité de 10 % pour les devises, de 30 % pour les CFD et de 40 % pour le titre X, les montants investis entre 2007 à 2010 l'ont exposé à des risques équivalents, voire supérieurs à ceux résultant des opérations litigieuses. M. Solère conteste également le caractère précipité des opérations en cause, lesquelles s'inscrivaient, selon lui, de manière cohérente dans le cadre de sa stratégie de « *jouer la publication des résultats* », déjà mise en œuvre antérieurement. Il souligne également avoir conservé les titres après les opérations. Il soutient que l'absence de diversification, au cours de la période enquêtée, de ses investissements financiers, qu'il reconnaît, n'est autre qu'un choix stratégique assumé, déjà mis en œuvre au travers des investissements qu'il effectuait pour son compte et pour celui de sa famille avant les opérations reprochées. Enfin, les mis en cause considèrent, d'une part, que le moment opportun des investissements litigieux ne peut constituer un indice probant dès lors que M. Pierre avait connaissance des informations privilégiées bien en amont de leur publication et que le calendrier de cette publication était connu d'avance et, d'autre part, que le caractère massif ne peut être considéré comme un indice probant dès lors que les analystes financiers recommandaient l'achat du titre à l'époque des faits.

60. Compte tenu du caractère régulier des interventions de M. Solère sur les marchés financiers, les opérations effectuées plus de cinq ans avant les investissements reprochés sont trop anciennes pour établir les habitudes de l'intéressé au moment des faits.
61. L'examen des relevés des portefeuilles de M. Solère et de ceux de deux de ses enfants révèle que, contrairement à ce qu'indiquent les notifications de griefs, l'intéressé n'avait pas l'habitude de diversifier ses investissements. Par ailleurs, M. Solère n'a obtenu une procuration sur le compte de sa mère qu'à partir du mois de septembre 2017, et les premières acquisitions effectuées par lui sur ce compte correspondent aux acquisitions de titres X les 10 et 12 octobre 2017. À l'issue de ces opérations, le titre X représentait environ 60 % du portefeuille de l'intéressée, ce qui ne saurait être regardé comme atypique en l'absence d'historique antérieur. En ce qui concerne un autre des enfants du mis en cause, les deux comptes ouverts à son nom l'ont été aux mois de janvier et février 2017, et les investissements effectués depuis cette époque jusqu'au mois d'octobre 2017 concernent quasi-exclusivement des titres X, de sorte que l'absence de diversification du portefeuille ne peut être regardée comme atypique. Elle est au contraire cohérente avec celle mise en œuvre antérieurement pour les deux enfants mentionnés ci-dessus. De même, le titre X est demeuré largement prépondérant au sein des portefeuilles familiaux entre le mois d'octobre 2017 et le mois d'avril 2018. Il résulte de ce qui précède que les investissements litigieux ne peuvent être regardés comme atypiques au motif qu'ils n'étaient pas diversifiés.
62. En ce qui concerne le caractère massif des investissements litigieux, la comparaison effectuée par les notifications de griefs de la valeur des portefeuilles de deux des enfants Solère au 31 décembre 2015 et au 31 décembre 2016 et de leur valeur au 31 décembre 2017 n'est pas pertinente car cette valeur dépend en partie de la variation du cours des titres détenus, alors que le cours du titre X a augmenté de façon continue sur la période considérée. La méthode présentée par la notification de griefs consistant à comparer le montant des investissements litigieux au cumul du montant des investissements effectués par M. Solère en huit ans sur le marché des CFD n'apparaît pas plus pertinente dès lors que, pour déterminer si les investissements en cause sont massifs, il convient de les comparer aux investissements antérieurs réalisés par l'intéressé et d'apprécier l'exposition au titre en cause à un instant donné.
63. Sur la période 2012-2017, M. Solère a investi quatre fois en CFD sur la valeur Lafarge pour des montants compris entre 42 132 euros et 148 014 euros et avait donc recours de façon récurrente à ce type d'instrument. Il a également investi sur le marché des devises pour des montants compris entre 100 000 euros et 375 000 euros et a peu fréquemment investi en actions et pour des montants relativement limités. Ainsi, outre les actions X, M. Solère a investi 10 300 euros en actions Ymagis et 11 547 euros en actions Global Bioenergies. À partir du mois d'octobre 2015, M. Solère a également investi environ 130 000 euros sur le titre Lagardère pour deux de ses enfants, environ 12 000 euros sur le titre Global Bioenergies et moins de 2 000 euros sur le titre EDF pour l'un des deux et environ 23 000 euros sur le titre Unibail-Rodamco pour un autre enfant.
64. Les investissements effectués au nom des enfants de M. Solère et ceux effectués à son nom n'étaient quasiment jamais concomitants de sorte que les montants mentionnés ci-dessus reflètent approximativement la mesure dans laquelle les portefeuilles familiaux étaient globalement exposés sur la période 2012-2017.
65. En outre, avant les opérations litigieuses, M. Solère a investi environ 36 000 euros en titre X au mois d'août 2016 pour son compte ou pour celui de ses enfants puis, après avoir revendu ses titres au mois de décembre 2016, a de nouveau investi 16 350 euros entre le 3 et le 6 janvier 2017 pour son propre compte. À partir du 16 janvier 2017, M. Solère a progressivement investi pour son compte et celui de ses enfants jusqu'à la fin du mois de mai 2017, date à laquelle les comptes familiaux ont atteint pendant quelques jours une exposition d'environ 545 000 euros sur le titre X. Cette exposition a été réduite dès le 9 juin pour atteindre environ 435 000 euros.
66. Or les opérations litigieuses du mois d'octobre 2017, pour un montant d'environ 530 000 euros, ont plus que doublé l'exposition des portefeuilles familiaux à la valeur X, celle-ci ayant atteint un montant total d'environ 975 000 euros, ce qui présente un caractère massif au regard des habitudes d'investissement ci-dessus retracées. Et, à la suite des opérations du mois d'avril 2018, l'exposition familiale dépassait 1 500 000 euros, et peut de ce fait être qualifiée de massive au regard des précédents investissements. En outre, les investissements en CFD X effectués sur les comptes de M. Solère au mois d'octobre 2017 (environ 360 000 euros) et au mois d'avril 2018 (environ 620 000 euros) atteignent un montant, respectivement, de 2,5 et 4,2 fois plus élevé que l'investissement le plus important effectué en CFD antérieurement sur la période 2012-2017 (environ

150 000 euros). De plus, le niveau d'exposition du portefeuille de chacun de ses enfants, après les interventions du mois d'octobre 2017 (entre 100 000 et 200 000 euros), est très largement supérieur au niveau d'exposition qui résultait des investissements sur le titre Lagardère en 2015 (60 000 euros chacun), les plus importants avant ceux effectués sur le titre X. Ce constat vaut *a fortiori* pour les opérations du mois d'avril 2018 à la suite desquelles les portefeuilles des trois enfants de M. Solère étaient exposés à la valeur X à hauteur d'environ 750 000 euros.

67. Par ailleurs les investissements effectués pour la mère de M. Solère sur le titre X au mois d'octobre 2017 (environ 75 000 euros) et au mois d'avril 2018 (125 000 euros) apparaissent massifs en comparaison des sommes investies sur le titre Ubisoft le 20 décembre 2017 (environ 15 000 euros), sur le titre BNP Paribas le 20 janvier 2018 (environ 16 000 euros), sur le titre Arcelor Mittal le 12 février 2018 (un peu plus de 2 000 euros) et une nouvelle fois sur le titre Ubisoft le 15 février 2018 (environ 15 000 euros).
68. Les chiffres avancés par M. Solère relatifs à ses investissements antérieurs en CFD depuis 2006 ne sont pas pertinents car, outre leur ancienneté, ils correspondent au cumul des montants investis sur une année entière. De même, les investissements de l'intéressé sur le marché des devises avant 2012 ne peuvent être comparés aux investissements litigieux car, comme il l'indique lui-même, le titre X doit être considéré comme quatre fois plus volatil, et donc risqué, que les paires de devises qu'il traitait habituellement.
69. L'argument des mis en cause consistant à mettre en perspective le nombre de titres ou CFD X acquis par M. Solère lors de ses différentes phases d'investissement, indépendamment de l'exposition qui en résultait, n'est pas non plus pertinent dès lors qu'il ne tient pas compte du risque pris par ce dernier. M. Solère ne peut pas plus invoquer des investissements effectués dans un cadre professionnel qui ne sont pas comparables à des investissements effectués à titre personnel. Enfin, l'argument fondé sur le coût moyen d'acquisition et les plus-values latentes de M. Solère, qui n'est pas de nature à remettre en cause l'importance des montants investis mais qui tend à expliquer celle-ci, sera examiné au point 86 ci-après.
70. Contrairement à ce que suggère M. Pierre, si les recommandations d'achat émises par les analystes financiers peuvent en partie expliquer le choix de la valeur X par M. Solère, elles ne peuvent en revanche justifier le caractère inhabituellement massif de ses investissements.
71. Par conséquent, les investissements litigieux sont bien atypiques eu égard à leur caractère massif.
72. S'agissant du caractère précipité des mêmes investissements, les éléments du dossier font apparaître que M. Solère avait l'habitude de construire et de déboucler ses positions très rapidement, souvent sur une même journée ou du jour au lendemain. Les opérations qu'il a effectuées pour le compte de sa mère à compter du mois d'octobre 2017 l'ont également été sur un ou deux jours et ont mené à des périodes de détention hétérogènes, entre un jour et un an. En outre, si les acquisitions de titres X au mois de janvier 2017 ont eu lieu sur une période de douze jours de bourse, celles du mois d'octobre 2017 ont été réalisées sur une période de huit jours de bourse ce qui est comparable. Par conséquent, les acquisitions effectuées par M. Solère pour son compte et celui de sa mère aux mois d'octobre 2017 et avril 2018, et les reventes intervenues, respectivement, aux mois de janvier 2018 et avril 2018, ne peuvent être regardées comme précipitées.
73. Par ailleurs, les titres Lagardère acquis depuis les comptes de deux enfants Solère en octobre et novembre 2015 l'ont été dans un délai de vingt-six à cinquante et un jours et ont été revendus plus d'un an après, en janvier 2017. En comparaison les opérations suspectes du mois d'octobre 2017 effectuées pour leur compte, et la revente au mois de janvier 2018 des titres acquis, n'apparaissent pas particulièrement précipitées. Il y a lieu de tenir compte en effet, d'une part du fait que les investissements du mois d'octobre 2017 s'inscrivaient dans le prolongement d'une séquence débutée dès le mois de janvier 2017 et, d'autre part que les cessions du mois de janvier 2018 sont intervenues un an après les premières acquisitions du mois de janvier 2017. Il convient de relever, en outre, que les titres X acquis pour un autre enfant Solère en octobre 2017 depuis son compte-titres n'ont pas été revendus, les titres X revendus au mois de janvier 2018 étant ceux acquis depuis son PEA aux mois de janvier et février 2017, soit près d'un an avant.
74. En revanche, M. Solère a déclaré qu'il avait pour stratégie d'investir les « *enveloppes dédiées* » à ses enfants de façon progressive, ce qu'il a qualifié pendant son audition par le rapporteur de « *stratégie d'investissement* »

raisonnable ». Cette description est d'ailleurs corroborée par les éléments du dossier qui démontrent que, jusqu'au 17 avril 2018, M. Solère investissait de manière progressive pour le compte de ses enfants. Ainsi en est-il des acquisitions effectuées pour le compte de deux de ses enfants sur le titre Lagardère entre le 19 octobre et le 28 décembre 2015, soit sur une période de plus de trois mois. S'agissant du titre X, l'intéressé a investi pour le compte de ses trois enfants de façon également progressive entre le 16 janvier 2017 et le 18 octobre 2017, soit sur plus de neuf mois. Or c'est sur une seule journée, celle du 17 avril 2018, que M. Solère a investi l'intégralité de l'enveloppe destinée à leurs investissements ce qui peut être considéré comme précipité. Les cessions de titres X intervenues entre le 5 et le 7 juin 2018, soit vingt jours après les acquisitions du 17 avril 2018, peuvent être regardées, quant à elles, comme relativement rapides en comparaison des habitudes précédentes de durée de détention, mais ne peuvent pour autant être regardées comme précipitées.

75. Enfin, il ne peut qu'être constaté que l'ensemble des investissements familiaux du mois d'octobre 2017 et du mois d'avril 2018 ont eu lieu à un moment opportun, très peu de temps avant la publication des communiqués de presse du 18 octobre 2017 et du 18 avril 2018 comportant des résultats financiers positifs que le calendrier de la communication financière de X, fût-il connu à l'avance, ne permettait pas d'anticiper. L'argument de M. Solère relatif à la cohérence de ces investissements au regard de sa stratégie, qui ne tend pas à contester le fait que les opérations suspectes ont eu lieu à un moment opportun mais à l'expliquer, sera examiné ci-après.
76. Au regard de l'ensemble de ces éléments, les opérations reprochées apparaissent comme atypiques eu égard à leur caractère massif et au caractère précipité des investissements effectués par M. Solère pour le compte de ses trois enfants sur la seule journée du 17 avril 2018. Ces opérations ont également eu lieu à un moment opportun. Ces éléments constituent des indices de la divulgation illicite par M. Pierre, et de la détention et de l'utilisation par M. Solère, des informations privilégiées publiées le 18 octobre 2017 et le 18 avril 2018.

2.4. Sur le défaut d'explications et de justifications plausibles apportées par les mis en cause

77. Les notifications de griefs relèvent que les mis en cause n'ont pas pu fournir d'explication sur la concomitance entre leurs communications téléphoniques et la publication des résultats de X.
78. La notification de griefs adressée à M. Solère souligne, en outre, que celui-ci a justifié ses investissements en CFD par un manque de capacités financières, alors qu'il disposait d'importantes capacités depuis d'autres comptes ; qu'il a déclaré avoir la conviction que, s'agissant d'un titre volatil, le titre X devait être investi à moyen terme, alors que les transactions suspectes ont été réalisées à court terme ; qu'il a déclaré enfin que, pour ses enfants, il recherchait des positions « *longues, fondamentales [...] non spéculatif* », alors que le titre X ne répond pas à ces objectifs. La notification de griefs indique, en dernier lieu, que le travail d'analyse et de recherche sur la valeur X effectué par M. Solère n'exclut pas en lui-même l'utilisation des informations privilégiées.
79. Les mis en cause contestent la valeur de ces éléments de preuve.
80. M. Solère explique en réponse à la notification de griefs que les enveloppes et liquidités de chacun des membres de la famille sont autonomes et qu'il a poursuivi une stratégie à moyen terme en investissant dès le mois d'août 2016 et en conservant les titres et CFD plusieurs semaines. Il ajoute que sa stratégie d'investissement à moyen terme n'était pas exclusive d'interventions opportunistes plus ponctuelles à court terme pour « *jouer les résultats* ». Il explique par ailleurs le caractère plus significatif de ses investissements lors de la période sous enquête par une plus grande disponibilité en raison de la cessation de son activité professionnelle, ainsi que par la perception d'une indemnité de départ de la société Lafarge. Enfin, M. Solère souligne que le montant des investissements était cohérent au regard du patrimoine familial et que ses investissements du mois d'avril 2018 ont été effectués uniquement à l'aide du capital initialement investi et des plus-values enregistrées auparavant.
81. Quant à M. Pierre, il soutient qu'il n'a retiré aucun profit du manquement. Il estime qu'en tout état de cause cette absence de profit doit être prise en compte dans la détermination d'une sanction éventuelle.
82. S'agissant, en premier lieu, des investissements en CFD réalisés par M. Solère, contrairement à ce qu'indiquent les notifications de griefs, le recours à de tels instruments financiers en raison d'un manque de liquidités sur ses propres comptes et la présence de liquidités sur les autres comptes familiaux ne sont pas nécessairement contradictoires si les enveloppes familiales étaient autonomes, comme l'affirme l'intéressé.

83. S'agissant, en deuxième lieu, de la stratégie de « *moyen terme* » mise en œuvre par M. Solère, il convient de relever que celui-ci a débuté une séquence d'investissement au mois de janvier 2017 et a revendu les titres au mois de janvier 2018, soit plus d'un an après, ce qui n'est pas incohérent avec une stratégie d'investissement à moyen terme. De plus, M. Solère avait fait le choix de la valeur X pour ses enfants dès le mois d'août 2016, soit avant la date à laquelle M. Pierre pouvait détenir la première des informations privilégiées (quoiqu'après l'arrivée de ce dernier dans la société en tant que directeur financier). Il avait, par ailleurs, déclaré vouloir mettre en place une stratégie non spéculative dans le cadre de la gestion des portefeuilles de ses enfants. Il apparaît toutefois que si M. Solère avait déjà pu chercher à « *jouer* » la publication des résultats de la société Lafarge le 6 mai 2013 et le 5 mai 2014, il ne peut soutenir, d'une part, avoir poursuivi, pour le compte de ses enfants, une stratégie d'investissement progressive depuis le mois de janvier 2017 jusqu'au mois d'octobre 2017 et, d'autre part, avoir cherché ponctuellement à « *jouer* » les résultats publiés sur cette période. De même, il est incohérent de soutenir, d'une part, avoir été contraint de désinvestir au mois de janvier 2018 malgré son intention de se maintenir sur le titre et, d'autre part, avoir « *joué* » les résultats du 17 janvier 2018 en prenant la décision de ne déboucler sa position que le 18 janvier 2018. Ces déclarations contredisent celles selon lesquelles M. Solère mettait en œuvre pour ses enfants une stratégie de « *moyen terme* », non spéculative. Son explication selon laquelle il a investi sur une seule journée l'intégralité du budget d'investissement de ses enfants et des plus-values dégagées sur le titre pour « *jouer* » les résultats ne peut pas non plus être considéré comme compatible avec une stratégie présentée comme non spéculative.
84. S'agissant, en troisième lieu, des recherches réalisées sur le titre X, il ressort du dossier que M. Solère en a effectué de nombreuses sur internet entre fin 2016 et début 2019, ce qui démontre qu'il manifestait un intérêt pour cette valeur avant les opérations qui lui sont reprochées. Toutefois, il résulte des déclarations de l'intéressé que celui-ci étudie chaque valeur sur laquelle il décide d'investir, de sorte que ces recherches ne permettent pas d'expliquer le caractère atypique des opérations reprochées.
85. S'agissant, en quatrième lieu, de l'explication de M. Solère selon laquelle le caractère massif de ses investissements s'explique par le versement à son profit d'une indemnité de départ de 1,3 millions d'euros et du temps plus important dont il disposait, il apparaît que l'intéressé a cessé ses fonctions au sein de la société Lafarge dès le mois de mars 2016 et qu'une indemnité de départ d'1,3 millions d'euros lui était acquise dès cette date, bien qu'elle n'ait été effectivement versée, à sa demande, qu'en décembre 2017. Selon M. Solère, cette indemnité, bien que n'étant pas disponible sur son compte, expliquerait le caractère plus significatif de ses investissements du mois d'octobre 2017, de sorte que le simple fait qu'il pouvait en disposer a influencé son comportement. Toutefois, sur la période courant de mars 2016 à octobre 2017, seules les opérations litigieuses se distinguent par leur importance de sorte que l'indemnité de départ et le temps plus important dont il disposait ne suffisent pas à les expliquer. En tout état de cause, ces explications sont inopérantes s'agissant du caractère atypique des investissements effectués pour ses enfants, dès lors que les enveloppes dédiées aux investissements familiaux étaient autonomes selon ses déclarations.
86. S'agissant, en cinquième lieu, de l'explication apportée par M. Solère relative au coût moyen d'acquisition et aux plus-values latentes, elle apparaît également insuffisante pour expliquer les opérations réalisées sur les CFD au mois d'octobre 2017, à hauteur d'environ 360 000 euros, qui représentent près de 70 % du montant des investissements litigieux à cette époque (environ 530 000 euros), dès lors qu'elles ont été intégralement effectuées sur la seule journée du 18 octobre 2017. L'explication est également inopérante s'agissant des opérations litigieuses du mois d'avril 2018 qui ont été effectuées sur les deux seules journées des 17 et 18 avril 2018 après la cession de la quasi-intégralité des titres X détenus en portefeuille au mois de janvier 2018.
87. En outre, cette explication et celle relative à l'indemnité de départ, qui tendent à justifier l'importance inhabituelle des opérations reprochées, contredisent l'argument selon lequel elles n'étaient pas atypiques d'une manière générale.
88. Il est observé, en dernier lieu, que les investissements reprochés effectués par M. Solère au mois d'octobre 2017 (environ 370 000 euros) et au mois d'avril 2018 (environ 640 000 euros) représentaient, respectivement, environ 25 % et 45 % de son patrimoine personnel d'1,4 million d'euros. Si l'intéressé soutient que ses investissements entre 2010 et 2014 auraient représenté jusqu'à 94 % de son patrimoine de 400 000 euros, il ne justifie pas de l'état de son patrimoine à cette époque.

89. Enfin, dès lors que les textes applicables ne subordonnent pas la caractérisation du manquement de divulgation d'une information privilégiée à la preuve d'un bénéfice retiré par le mis en cause, il ne saurait être considéré, comme le soutient M. Pierre, que l'absence d'une telle preuve en l'espèce ferait obstacle à la caractérisation du grief qui lui a été notifié.
90. Par conséquent, les mis en cause n'apportent aucune explication de nature à justifier les opérations litigieuses.
91. Les indices précités, tenant au circuit plausible de transmission des informations privilégiées, à l'ouverture et à l'alimentation d'un compte quelques jours avant les opérations suspectes, au caractère atypique de celles-ci, au moment opportun auquel elles ont été réalisées et à l'absence de justifications convaincantes des mis en cause constituent un faisceau d'indices graves, précis et concordants duquel il résulte que seule la transmission par M. Pierre à M. Solère et la détention et l'utilisation par celui-ci des informations privilégiées permettent d'expliquer ses interventions sur le titre X entre le 10 et le 18 octobre 2017 et les 17 et 18 avril 2018.
92. M. Pierre occupait les fonctions de directeur financier de X. Quant à M. Solère, il intervenait très régulièrement sur les marchés financiers et était donc un investisseur avisé. En outre, il a occupé des fonctions au sein de la salle de marché d'une banque puis au sein de la direction financière de la société Lafarge, devenue LafargeHolcim. Par conséquent, M. Solère ne pouvait ignorer le caractère privilégié des informations litigieuses.
93. Les griefs notifiés à MM. Pierre et Solère sont par conséquent caractérisés, à l'exception du grief relatif à la divulgation illicite et à l'utilisation de l'information privilégiée publiée le 13 juin 2018.

SANCTIONS ET PUBLICATION

I. Sur les sanctions

94. Les manquements retenus à l'égard de MM. Pierre et Solère se sont déroulés du 4 octobre 2017 au 18 avril 2018.
95. Les II et III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans leur rédaction en vigueur du 11 décembre 2016 au 2 janvier 2018, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, disposent : « II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] / c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger : / 1° S'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié [...] au sens des articles 8 et 12 du règlement [MAR] ; [...] / 3° S'est livrée à une divulgation illicite d'informations privilégiées, au sens de l'article 10 dudit règlement ; [...] / 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. ».
96. Par conséquent, MM. Pierre et Solère encourent, chacun, une sanction pécuniaire d'un montant maximum égal à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré des manquements.
97. Le III ter de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur depuis le 11 décembre 2016, définit comme suit les critères à prendre en compte pour déterminer la sanction : « Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : / - de la gravité et de la durée du manquement ; / - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financière 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. ».

98. Il a été établi ci-dessus que M. Pierre a manqué à son obligation d'abstention de divulgation d'une information privilégiée. Si, comme il le relève, aucun avantage financier n'est identifié dans le dossier d'enquête, le manquement peut néanmoins être considéré comme d'une particulière gravité dès lors que M. Pierre occupait la fonction de directeur financier de X et, à ce titre, avait une responsabilité particulière dans le maintien du caractère confidentiel des informations privilégiées concernant cet émetteur. En outre, M. Pierre a indûment divulgué de telles informations à deux reprises.
99. Il peut également être tenu compte du fait que, selon les éléments communiqués par M. Pierre, ses revenus imposables en 2018 étaient de [...] euros et, en 2019, de [...] euros (dont [...] euros de salaires, [...] de « gains d'acquisition d'actions gratuites » et [...] euros de « plus-values et gains divers »). M. Pierre indique qu'une partie importante de ces revenus est exceptionnelle car elle provient de la cession de titres X obtenus dans le cadre d'un plan d'attribution ce qui a, en outre, mis à sa charge un montant d'impôts de [...] euros. M. Pierre affirme par ailleurs que son patrimoine net s'élève à [...] euros. Il déclare à cet égard détenir un appartement d'une valeur d'environ [...] euros financé par un emprunt dont le capital restant dû s'élève à environ [...] euros, des liquidités sur différents comptes bancaires à hauteur d'environ [...] euros (dont une partie provenant de la cession de titres Lagardère à la fin de l'année 2020), des contrats d'assurance-vie valorisés à environ [...] euros et des parts d'une société civile pouvant être valorisées à environ [...] euros. Il précise qu'il aura, au mois de septembre 2021, à supporter [...] euros d'impôts liés à la cession des titres Lagardère évoqués ci-dessus et qu'il a dû s'endetter à hauteur de [...] euros pour régler l'impôt de [...] euros susvisé. Enfin, M. Pierre détient l'usufruit de près de 90 % des parts sociales d'une société civile dont l'actif peut être évalué à [...] euros.
100. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de M. Pierre une sanction pécuniaire de 500 000 euros.
101. Il a été établi ci-dessus que M. Solère a indûment utilisé les informations privilégiées publiées le 18 octobre 2017 et le 18 avril 2018. Ces manquements revêtent une particulière gravité dès lors qu'ils ont été commis à deux reprises sur une période de plusieurs mois et que M. Solère a tiré profit de ses relations personnelles avec le directeur financier de X pour y parvenir. En outre, en raison de sa connaissance des marchés financiers et de ses anciennes fonctions professionnelles, M. Solère ne pouvait ignorer la réglementation relative aux abus de marché.
102. Si, comme il l'affirme, il a coopéré dans le cadre de l'enquête et de la procédure de sanction et qu'il n'a fait l'objet d'aucune condamnation antérieure pour des faits similaires, il ne peut en revanche soutenir que son comportement n'a causé aucun préjudice dès lors que l'asymétrie d'information entre ses contreparties et lui-même a nécessairement causé un préjudice à celles-ci.
103. Il pourra également être tenu compte de l'avantage économique retiré des opérations. À cet égard, les modalités de calcul de l'avantage économique doivent refléter de manière concrète les conséquences de l'asymétrie d'information existant entre l'utilisateur de l'information privilégiée et le reste du marché, ce qui implique de comparer les opérations effectuées par les mis en cause et celles qui auraient pu être réalisées si l'information avait été rendue publique. L'utilisation de l'information privilégiée publiée le 18 octobre 2017 a permis à M. Solère et aux membres de sa famille de réaliser une plus-value de 98 547 euros, et de celle publiée le 18 avril 2018 une plus-value de 448 755 euros, soit une plus-value totale de 547 302 euros. Ces chiffres ne sont pas contestés par M. Solère bien qu'il remette en cause leur pertinence pour apprécier l'avantage économique dont il a bénéficié au motif qu'il a conservé les titres longtemps après la publication des informations privilégiées. La part de cette plus-value qui peut être considérée comme la conséquence directe de l'asymétrie d'information entre M. Solère et le reste du marché – désignée par les notifications de griefs comme la « plus-value théorique » – est également pertinente pour apprécier l'avantage économique. Celle-ci peut être estimée entre 109 341 – si l'on prend en compte les cours d'ouverture des 19 octobre 2017 et 19 avril 2018 – et 295 456 euros – si l'on prend en compte les cours de clôture des 19 octobre 2017 et 19 avril 2018. En tout état de cause, l'avantage économique ne constitue que l'un des éléments pertinents pour déterminer le montant de la sanction.
104. M. Solère a par ailleurs déclaré avoir perçu un revenu imposable en 2018 de [...] euros et en 2019 de [...] euros, et détenir un patrimoine immobilier personnel d'environ [...] euros et des liquidités sur différents comptes bancaires à hauteur de [...] euros. En tenant compte de ses déclarations selon lesquelles il supporte des charges



d'emprunts immobiliers dont le capital restant dû s'élève à environ [...] euros, son patrimoine total net s'élève à environ [...] euros. Il peut également être tenu compte du fait que l'intéressé a déclaré ne plus percevoir de revenus depuis le mois de février 2021 en raison du terme de ses indemnités chômage et du fait que sa société, Solère Consulting, ne génère aucun revenu.

105. Au vu de ces éléments, il y a lieu de prononcer à l'encontre de M. Solère une sanction pécuniaire d'un million d'euros.

II. Sur la publication

106. Aux termes du V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable à compter du 11 décembre 2016, non modifiée depuis dans un sens moins sévère : « *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 personnelles ; / 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. [...].* ».
107. M. Solère sollicite que la décision à intervenir soit anonymisée avant sa publication afin de préserver sa réputation dans la perspective de ses dernières années d'exercice professionnel.
108. Toutefois, il ne démontre pas l'existence d'un risque de préjudice grave et disproportionné que serait susceptible de lui causer une publication non anonymisée, ou de grave perturbation de la stabilité du système financier ou d'une enquête ou d'un contrôle en cours.
109. La publication de la décision sera donc ordonnée sans anonymisation.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, président de la 2^{ème} section de la commission des sanctions, par M. Didier Guérin, M. Christophe Lepitre, Mme Sophie Schiller et M. Lucien Millou, membres de la 2^{ème} section de la commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance, la commission des sanctions :

- prononce à l'encontre de M. Remy Pierre une sanction pécuniaire de cinq cent mille euros (500 000 €) ;
- prononce à l'encontre de M. Stéphane Solère une sanction pécuniaire d'un million d'euros (1 000 000 €) ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et fixe à 5 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 9 juillet 2021,

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.