



**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 4 du 15 mai 2024

Procédure n° 23-01

Décision n° 4

Personnes mises en cause :

- M. A
Né le [...] à [...]
Domicilié [...]
Ayant élu domicile chez Maître Jean-Philippe Pons-Henry, cabinet Gide Loyrette Nouel, 15, rue de Laborde à Paris (75008)
- M. Clément Miserez
Né le [...] à [...]
Domicilié [...]
Ayant élu domicile chez Maître Sébastien Schapira, cabinet Schapira Associés, 10, rue Saint Marc à Paris (75002)
- M. B
Né le [...] à [...]
Domicilié [...]
Ayant élu domicile chez Maître Muriel Goldberg-Darmon, cabinet Cohen & Gresser, 30, rue de La Boétie à Paris (75008)

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

Vu le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, le « **Règlement MAR** ») et notamment ses articles 7, 8, 10 et 14 ;

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

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 5 avril 2024 :

- M. Alain David, en son rapport ;
- Mme Lauriane Bonnet, représentant le collège de l'AMF ;
- M. A, assisté par son conseil Me Jean-Philippe Pons-Henry, avocat du cabinet Gide Loyrette Nouel, accompagné de Mes Amaury Lavenant et Louis Martin ;
- M. Clément Miserez, assisté par son conseil Me Sébastien Schapira, avocat du cabinet Schapira Associés, accompagné de Me Dimitri Grémont ;
- M. B, assisté par son conseil Me Muriel Goldberg-Darmon, avocat du cabinet Cohen & Gresser, accompagnée de Me Guillaume Guérin ;

Les mis en cause, avertis de leur droit à garder le silence préalablement aux questions qui leur ont été posées et ayant été mis en mesure de prendre la parole en dernier.



FAITS

En décembre 2015, MM. A, C et D ont créé la société X sous la forme d'un véhicule d'acquisition dit « SPAC » (*Special Purpose Acquisition Company*) dans le but de lever des fonds en vue de procéder à l'acquisition d'une ou plusieurs sociétés dans le domaine des médias et du divertissement en Europe.

Lors de son introduction en bourse sur le compartiment professionnel du marché réglementé d'Euronext Paris en avril 2016, X a levé 250 millions d'euros auprès d'investisseurs qualifiés. En mars 2017, elle est devenue le premier SPAC ayant abouti en France en procédant à l'acquisition du groupe audiovisuel français Groupe AB. Elle a ensuite multiplié les prises de participation dans le même secteur jusqu'à la fin de l'année 2019.

En 2019, X a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 338 millions d'euros et un résultat net négatif d'un million d'euros.

Au 31 décembre 2019, M. A par l'intermédiaire de la société YA, M. C, par l'intermédiaire de la société YC et M. D par l'intermédiaire de la société YD détenaient chacun 6,56 % du capital social de X. Le capital restant était réparti entre divers investisseurs institutionnels, parmi lesquels [...] (16,52 %), [...] (9,71 %), E (7,83 %), et le flottant (46,11 %).

Le 22 juin 2020, avant l'ouverture du marché, les fondateurs de X associés à des partenaires financiers, dont le F (ci-après, « **F** »), ont publié un communiqué de presse annonçant leur intention de lancer, au travers de la société XX, une offre publique d'achat (ci-après, « **OPA** ») sur les titres X au prix de 12 euros par action et 0,65 euros par bon de souscription d'action rachetable (ci-après, « **BSAR** »). Ce communiqué de presse annonçait également que XX avait pris une participation minoritaire dans le capital de la société XY, *holding* d'un groupe audiovisuel allemand détenu par F, qu'elle était entrée en négociations exclusives avec le groupe W pour l'acquisition de la société WX et avec la société YA, fondée et présidée par M. A, pour l'acquisition de ses activités audiovisuelles.

Le même jour, le 22 juin 2020, le titre X a clôturé à 11,96 euros en hausse de + 41,87 % par rapport au dernier cours de clôture du 19 juin 2020.

Le 27 octobre 2020, à l'issue de l'OPA, XX a annoncé détenir de concert avec les sociétés YA, YC, YD, E et [...] contrôlée par F, 91,16 % du capital et des droits de vote de X et mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire au même prix que l'OPA, soit 12 euros par action et 0,65 euro par BSAR.

Le 3 décembre 2020, les actions et BSAR X ont été radiés de la cote.

M. A est président de la société X dont il est l'un des associés fondateurs. Il est également gérant de la société de production indépendante [...].

M. Miserez est associé et président fondateur de la société de production V dans laquelle la société XZ (devenue XZ'), filiale de la société X, a pris une participation majoritaire en 2019.

M. B était, à l'époque des faits, président-directeur général de la société de télécommunication U, qu'il a fondée. Depuis 2010, il exerce une activité dans le secteur immobilier.

PROCÉDURE

Le 6 novembre 2020, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête « *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 (...), à compter du 1^{er} janvier 2019* ».

Le 21 avril 2022, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à MM. A, Miserez et B une lettre les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs, ainsi que de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.



MM. B, A et Miserez ont présenté des observations en réponse respectivement les 19 mai 2022, 20 mai 2022 et 30 mai 2022. Le 12 juin 2022, M. A a déposé des observations complémentaires.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 16 septembre 2022.

La commission spécialisée n°1 du collège de l'AMF a décidé, le 26 septembre 2022, de notifier des griefs à l'ensemble des mis en cause précités ayant reçu une lettre circonstanciée.

Les notifications de griefs leur ont été adressées par lettres du 5 janvier 2023.

Les notifications de griefs retiennent l'existence, au plus tard le 8 juin 2020, d'une information privilégiée « *relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs* » au sens de l'article 7 du Règlement MAR.

Elles reprochent à :

- M. A d'avoir transmis cette information privilégiée qu'il détenait en tant qu'initié primaire à MM. B et Miserez en méconnaissance des dispositions des articles 10 et 14 du Règlement MAR ;
- M. B d'avoir, les 12 et 17 juin 2020, utilisé l'information privilégiée pour acquérir 5 500 titres X, en méconnaissance des dispositions des articles 8 et 14 du Règlement MAR ;
- M. Miserez d'avoir, le 11 juin 2020, utilisé l'information privilégiée pour acquérir 11 495 titres X, en méconnaissance des dispositions des articles 8 et 14 du Règlement MAR.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 5 janvier 2023 au président de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 10 février 2023, le président de la commission des sanctions a désigné M. Alain David en qualité de rapporteur.

Par lettres du 14 février 2023, les mis en cause 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.

Des observations en réponse aux notifications de griefs ont été déposées par M. B le 1^{er} mars 2023, M. Miserez le 3 mars 2023 et M. A le 7 avril 2023.

Le rapporteur a entendu MM. Miserez, B et A, respectivement, les 6, 7 et 8 novembre 2023.

Dans le prolongement de ces auditions, des pièces complémentaires ont été adressées au rapporteur par M. A le 28 novembre 2023, par M. Miserez le 5 décembre 2023 et par M. B le 6 décembre 2023.

Le rapporteur a déposé son rapport le 28 février 2024.

Par lettres du 28 février 2024, auxquelles était joint le rapport du rapporteur, les mis en cause ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions du 5 avril 2024 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 6 mars 2024, les mis en cause ont été informés de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 5 avril 2024 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.

Des observations en réponse au rapport du rapporteur ont été déposées par M. B le 14 mars 2024 et M. A ainsi que M. Miserez le 15 mars 2024.

Par lettre du 21 mars 2024, M. A a sollicité que la séance de la commission des sanctions se tienne hors la présence du public et ne fasse l'objet d'aucun avis ni affichage. Par lettres des 26 et 27 mars 2024, MM. B et Miserez ont fait part de leur accord à la demande formée par M. A.

Par lettre du 28 mars 2024, la présidente de la commission des sanctions a rejeté ces demandes.

Par courrier du 29 mars 2024, le conseil de M. A a sollicité un report de la séance. Ce report a été refusé par la présidente de la commission des sanctions le 3 avril 2024.

MOTIFS DE LA DÉCISION

I. Sur le caractère privilégié de l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs

1. Notifications de griefs

1. Selon les notifications de griefs adressées aux mis en cause, l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs paraît avoir présenté les caractéristiques d'une information privilégiée, au sens de l'article 7 du Règlement MAR, au plus tard le 8 juin 2020. Elles se fondent sur les éléments suivants.
2. L'information en cause était précise car à la date du 8 juin 2020, M. A, président du directoire de X, a été destinataire d'une offre non engageante de F concernant la création d'un partenariat financier pour l'acquisition du contrôle dans X au prix de 12 euros par action dont il a informé le conseil de surveillance de la société, lequel a autorisé, le lendemain, le directoire à poursuivre les discussions afin de finaliser l'opération et a désigné un comité *ad hoc*. Les notifications de griefs exposent que la mention dans cette offre – certes non engageante – d'une hypothèse unique de prix pour la première fois, faisant ressortir une prime instantanée de 36,8 % par rapport au dernier cours coté, se situant en haut de la fourchette initialement retenue lors des négociations, augmentait de manière significative les chances de finalisation de l'opération. Elles indiquent également que le conseil de surveillance avait acté le 3 juin 2020 la nécessité de prévoir une nouvelle réunion dès la réception de l'offre de F, le directoire étant alors dans l'attente imminente d'une offre. Ce qui fût le cas, puisque l'offre reçue le 8 juin 2020 à 21 heures, le point a immédiatement été ajouté à l'ordre du jour du conseil de surveillance prévu le lendemain le 9 juin 2020. Elles en déduisent la démonstration de la volonté de X d'accepter l'offre de F. Les notifications de griefs indiquent au surplus que M. A a confirmé, lors de son audition par les enquêteurs, que X avait considéré que l'information relative à l'OPA revêtait un caractère privilégié le 8 juin 2020 à la date de la réception de l'offre de F, bien que l'accord avec la société YA ait été formalisé ultérieurement. Elles ajoutent enfin que la *data room* n'a été ouverte que postérieurement au 8 juin 2020 à la suite de la présentation de l'offre au conseil de surveillance le 9 juin 2020, ce qui confirmait alors la volonté de X de finaliser l'OPA. Les notifications de griefs en déduisent que le lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était, au plus tard le 8 juin 2020, un événement dont on pouvait raisonnablement penser qu'il se produirait et l'on pouvait tirer de cette information une conclusion quant à son effet possible, en l'occurrence positif, sur le cours du titre X.
3. L'information en cause était non publique à cette date car elle a été communiquée au public par X le 22 juin 2020, avant l'ouverture du marché Euronext Paris.
4. L'information en cause était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre puisque la connaissance du lancement prochain d'une OPA sur les titres X à un prix substantiellement supérieur au cours de bourse avec une prime de 36,8 % sur la base du cours de clôture du 8 juin 2020 (8,77 euros) était susceptible de constituer l'un des fondements d'une décision d'investissement d'un investisseur raisonnable, désireux de bénéficier de l'ajustement à la hausse du cours de bourse de ce titre qui résulterait nécessairement de l'annonce d'une telle opération au marché.

2. Observations des mis en cause

5. Aucun des mis en cause ne conteste le caractère privilégié de l'information en cause.

3. Textes applicables

6. Selon les notifications de griefs, l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était privilégiée au plus tard le 8 juin 2020 jusqu'au 22 juin 2020. Le caractère privilégié de cette information doit être examiné au regard du texte alors applicable.
7. L'article 7 du Règlement MAR, entré en application 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. / 3. Une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux critères de l'information privilégiée visés au présent article. / 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 ».

4. Examen du caractère privilégié de l'information

4.1. Sur le caractère précis de l'information

8. Dans le cadre de discussions entamées entre les dirigeants de X et le fonds d'investissement international F concernant un rapprochement entre X, F et la société XY, l'un des plus importants groupes audiovisuels allemands, M. A a, le 13 janvier 2020, adressé un courriel à M. C dans lequel il indiquait qu'il allait rencontrer à Paris M. G, gérant de F, et que M. H, directeur financier de X, se déplacerait à Londres « pour échanger avec eux sur les chiffres des 2 côtés ».
9. Le 9 février 2020, M. H a adressé un courriel à M. A et Mme I, directrice générale en charge des opérations de X, ayant pour objet « OKLM », c'est-à-dire le nom de code de l'opération envisagée, contenant une présentation de deux scénarios alternatifs de rapprochement entre X, XY et F, à savoir le rachat de X par XY ou F impliquant une OPA avec 30 % de prime par rapport au cours de bourse et un potentiel retrait de la cote, ou un investissement de XY dans X par l'intermédiaire de F dans le but de former un groupe unique coté.
10. Le 18 février 2020, un accord de confidentialité a été signé entre X et F.
11. Le 21 février 2020, M. H a adressé un courriel à M. A par lequel il indiquait : « on vient d'avoir un call de « kick-off » avec Kyoto [nom de code donné au fonds F] », mentionnant également la tenue prochaine d'une réunion de travail « pour échanger sur les options possibles et les schémas à creuser ».
12. Le 19 mars 2020, le conseil de surveillance a été informé par le directoire des discussions initiées avec F.
13. Le 24 mars 2020, M. H a adressé à M. A un projet de courriel à l'attention de MM. C et D et de Mme J, membres du conseil de surveillance de X, ayant pour objet de les informer de l'évolution des discussions entre X et F, rédigé comme suit : « Nous avons échangé de nouveau avec F en délivrant le message dont nous avons discuté lors du dernier conseil, cad les invitant à nous donner une indication de valorisation pour X avant d'aller plus loin dans ce process. En substance ils sont OK pour avancer de cette manière, sous réserve d'avoir un call avec le management pour passer en revue les tendances du business et adresser certaines questions sur les comptes. Ils se chargent de proposer un agenda pour ce call qui pourrait se tenir rapidement ».

14. Le 17 avril 2020, le conseil financier de X, Centerview, a signé un accord de confidentialité concernant le projet OKLM.
15. Le 23 avril 2020, une présentation de Centerview adressée notamment à M. H par courriel portait sur un rapprochement entre X et XY sous la forme d'un groupe unique coté avec F comme actionnaire de référence.
16. La liste d'initiés établie par X, appelée « *Liste OKLM* », révèle que son équipe de conseils juridiques était constituée au 28 avril 2020 du cabinet Mayer Brown en complément du cabinet Racine, lui-même initié sur le projet depuis le 3 février 2020.
17. Le 15 mai 2020, M. A a informé par courriel MM. C et D ainsi que Mme J d'un échange téléphonique avec M. G ce même jour et leur a indiqué être convenu avec lui de présenter une proposition au conseil de surveillance de X le 3 juin 2020. La présentation jointe à ce courriel indiquait que plusieurs échanges avaient eu lieu avec F à compter du 6 mai 2020, concernant un partenariat financier en vue de la création d'une nouvelle entité par les fondateurs de X en association avec F et le lancement d'une OPA sur les titres X. Cette présentation mentionnait une fourchette de prix entre 10,50 et 12 euros par action, ainsi que la liste des *due diligence* à réaliser.
18. Le 20 mai 2020, F a adressé une lettre d'intention non engageante à M. A en sa qualité de président de X proposant la mise en place d'un partenariat financier qui « *pourrait prendre la forme, dans un premier temps, d'une acquisition d'actions dans X aux côtés des fondateurs de X à travers une structure que nous pourrions déterminer ensemble* ». Cette lettre d'intention ne comportait pas d'indication de la valorisation de X.
19. Le même jour, M. H a adressé un courriel à M. A comprenant une liste de personnes initiées sur le projet « *OKLM* » à cette date, courriel auquel M. A a répondu en ajoutant plusieurs noms à la liste.
20. Le 3 juin 2020, le conseil de surveillance a été informé par M. A de la réception imminente d'une offre de F dans le cadre du projet « *OKLM* », de la mise en œuvre d'un processus de *due diligence*, et a acté de la nécessité d'organiser une nouvelle réunion à réception de l'offre.
21. Il ressort en outre de la chronologie établie par F versée au dossier que plusieurs réunions ont eu lieu entre les différentes parties impliquées ainsi que leurs conseils financiers et juridiques sur l'opération envisagée entre le 18 mars 2020 et le 4 juin 2020.
22. Le 8 juin 2020 à 21h01, M. A a été destinataire par courriel, en sa qualité de président de X, d'une offre non engageante de F concernant la mise en place d'un partenariat financier en vue de la création d'une entité commune entre les fondateurs de X et F ayant vocation à prendre le contrôle de X par le lancement d'une OPA sur les titres X. Pour la première fois, une hypothèse unique de prix était formulée (12 euros par action et 0,45 euro par BSAR) qui se situait dans la fourchette haute du prix envisagé par X dans sa dernière présentation interne adressée aux fondateurs.
23. Il résulte de cet historique qu'au 8 juin 2020, le projet relatif au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir.
24. Dans la mesure où l'OPA envisagée faisait ressortir une prime eu égard au cours existant, il pouvait être tiré de cette information une conclusion quant à son effet possible sur le cours du titre X, en l'occurrence positif.
25. Par conséquent, l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs avait un caractère précis au plus tard le 8 juin 2020.

4.2. Sur le caractère non public de l'information

26. Les fondateurs de X ont publié un communiqué annonçant le lancement d'une OPA sur X le 22 juin 2020 avant ouverture du marché Euronext Paris. Avant cette date, aucune communication n'a été faite sur l'information en cause.

27. Il s'ensuit que l'information en cause était, le 8 juin 2020, non publique et l'est demeurée jusqu'au 22 juin 2020.

4.3. Sur l'influence sensible de l'information sur le cours du titre X

28. Un projet d'OPA est, par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre de la société cible. En effet, le succès d'une telle opération suppose que ses initiateurs offrent un prix par action reflétant une prime par rapport au cours existant susceptible d'encourager l'apport des titres à l'offre. En l'espèce, un prix de 12 euros par action était évoqué par F dans son offre non engageante transmise à X le 8 juin 2020, supérieur de près de 36,8 % par rapport au cours de clôture de la veille.
29. Ainsi, le 8 juin 2020, l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable pour fonder sa décision d'investir dans les titres X et, de ce fait, d'avoir une influence sensible sur le cours du titre X.
30. Au demeurant, le cours du titre X a ouvert en forte hausse de 47,87 % par rapport au cours de clôture de la veille et a progressé de 30,77 % après la publication du communiqué de presse du 22 juin 2020.
31. Il résulte des éléments qui précèdent que l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était privilégiée, au sens de l'article 7 du Règlement MAR, au plus tard le 8 juin 2020 et l'est demeurée jusqu'au 22 juin 2020.

II. Sur la détention, la transmission et l'utilisation de l'information privilégiée

32. À titre liminaire, il convient de rappeler que la transmission ou l'utilisation d'une information privilégiée sont des faits qui se prouvent par tous moyens, notamment par un faisceau d'indices graves, précis et concordants duquel il résulte que seule la détention de l'information privilégiée permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé.

1. Sur les textes applicables

33. Les investissements litigieux réalisés par M. Miserez et M. B ont eu lieu les 11, 12 et 17 juin 2020 et doivent donc être examinés à la lumière des textes alors applicables.
34. L'article 8 du Règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose que : « 1. Aux fins du présent règlement, une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte [...]. / 4. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne : / a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; / 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 [...] ».
35. L'article 10 du Règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose que : « 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. [...] ».
36. L'article 14 du Règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose que : « Une personne ne doit pas : / a) effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés [...] / c) divulguer illicitement des informations privilégiées ».

2. Sur les griefs notifiés

2.1. *Sur la transmission de l'information privilégiée par M. A et son utilisation par M. B*

2.1.1. **Notifications de griefs**

2.1.1.1. Notification de griefs adressée à M. B

37. Il est reproché à M. B d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs en achetant les 12 et 17 juin 2020, *via* le compte-titres de son épouse, 5 500 titres X, représentant un investissement de 47 841 euros, et en revendant ces titres le 24 juin 2020 à un cours moyen de 11,92 euros pour un montant de 65 442 euros, en ayant ainsi réalisé un gain de 17 601 euros, en méconnaissance de l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du Règlement MAR.
38. La notification de griefs relève l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants, permettant, selon elle, d'établir que seule la détention de l'information en cause par M. B peut expliquer son intervention sur le titre X :
- l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée : la notification de griefs indique que l'exploitation des messageries électroniques de M. B et de M. A révèle que ces derniers entretiennent des liens d'amitié étroits et qu'ils échangent régulièrement en utilisant le tutoiement. Elle relève qu'il ressort des éléments du dossier que M. A et M. B ont dîné avec leurs épouses respectives le 10 juin 2020 dans un restaurant parisien. Elle en déduit qu'à l'occasion de ses échanges avec M. A, et plus spécialement à l'occasion de ce dîner, qui s'est déroulé deux jours après la réception de l'offre de F par le directoire de X, M. B a pu se trouver détenteur de l'information privilégiée en cause, étant précisé qu'il est intervenu sur le titre dès le surlendemain, le 12 juin 2020. La notification de griefs relève que le caractère plausible de ce circuit est renforcé par le fait que dans des circonstances proches de temps et de lieu, M. A pourrait avoir transmis cette même information à M. Miserez ;
 - le caractère atypique des interventions de M. B sur le titre X les 12 et 17 juin 2020 et des modalités de passage des ordres litigieux : la notification de griefs expose que M. B a, pour acquérir les titres litigieux, utilisé le compte-titres de son épouse sur lequel il a indiqué détenir une procuration tout en précisant que son propre PEA était nanti. Elle expose également que les achats litigieux ont été quasi-intégralement financés par la vente de ses titres Danone le 12 juin 2020, avec une perte de 2,60 euros par titre par rapport au prix de revient fiscal, et par la vente, le 17 juin 2020, de ses titres Crédit Agricole. Elle relève également que les ordres ont été passés au marché. Selon elle, ces circonstances témoignent de la volonté du mis en cause de voir exécuter rapidement ses ordres et de sa confiance dans les perspectives haussières du titre X. Elle indique que M. B n'était jamais intervenu sur le titre X ou sur un titre du secteur audiovisuel depuis le 1^{er} janvier 2019. Elle ajoute que les achats de titres réalisés sur le compte-titres de son épouse entre le 1^{er} janvier 2019 et fin novembre 2020 ont porté sur des montants moins importants que les acquisitions litigieuses, l'investissement moyen sur cette période, hors acquisition des titres X, étant de 19 779 euros alors que M. B a investi environ 48 000 euros sur le titre X les 12 et 17 juin 2020 ;
 - le caractère opportun des interventions de M. B : la notification de griefs relève que les achats de titres X ont débuté le 12 juin 2020, soit quelques jours après la réception par M. A de l'offre de F indiquant un prix de 12 euros par action et quelques jours seulement avant l'annonce, le 22 juin 2020, du lancement de l'OPA sur X par ses fondateurs. Elle ajoute qu'en revendant l'intégralité de ses titres le 24 juin 2020, soit deux jours après l'annonce du lancement de l'OPA, M. B a réalisé une plus-value de 17 601 euros ;
 - l'absence d'explications suffisamment convaincantes de M. B sur ses interventions : la notification de griefs expose que M. B a justifié ses interventions par une recommandation formulée au cours d'une émission diffusée sur la chaîne BFM le 5 mai 2020 avec un objectif de cours à 11 euros. Elle rappelle que pour expliquer le délai qui sépare la diffusion de cette émission et la date de ses investissements litigieux, M. B a indiqué que la recommandation lui semblait toujours d'actualité le 12 juin 2020 dès lors que le cours du titre X était toujours proche de 8,50 euros, soit le cours de la recommandation du 5 mai 2020, et conservait donc son potentiel de hausse. Elle ajoute que M. B a aussi indiqué aux enquêteurs avoir constaté que le

coût des campagnes publicitaires avait été divisé par 10 et qu'il en a déduit qu'« *il allait y avoir quelque chose à faire sur les sociétés d'audiovisuels à la sortie du confinement* ». Elle retient que ces explications ne sont pas suffisamment convaincantes au regard, d'une part, du fait que plus d'un mois s'est écoulé entre l'émission du 5 mai 2020 et les acquisitions litigieuses, d'autre part, du constat que l'activité de X consiste essentiellement à produire des contenus audiovisuels et que l'analogie effectuée avec l'activité publicitaire des chaînes de télévision apparaît artificielle.

39. La notification de griefs retient enfin que compte tenu de ses fonctions de dirigeant de société et du fait qu'il est investisseur régulier sur les marchés financiers, M. B savait ou aurait dû savoir que l'information en cause était privilégiée.

2.1.1.2. Notification de griefs adressée à M. A

40. Il est reproché à M. A d'avoir transmis l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs à M. B, en méconnaissance de l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée prévue par les articles 10 et 14 du Règlement MAR.

41. La notification de griefs expose qu'étant fondateur et président du directoire de X à l'époque des faits, M. A était détenteur de l'information privilégiée en cause en qualité d'initié primaire. Elle indique que le 8 juin 2020, il a été destinataire d'une offre non engageante de F concernant la création d'un partenariat pour l'acquisition du contrôle de X au prix de 12 euros par action et qu'il en a informé le conseil de surveillance, lequel a autorisé le lendemain le directoire à poursuivre les discussions pour finaliser l'opération avec la désignation à cette date d'un comité *ad hoc*. Elle en déduit qu'il a été en possession de l'information privilégiée en cause au plus tard le 8 juin 2020.

42. Selon la notification de griefs, la preuve de la transmission de l'information privilégiée par M. A à M. B repose sur un faisceau d'indices graves, précis, et concordants, en substance identique à celui présenté au point 38 au titre de la preuve de la détention de l'information privilégiée par M. B.

2.1.2. **Observations des mis en cause**

2.1.2.1. Observations de M. B

43. M. B conteste la détention et l'utilisation de l'information privilégiée.
44. En premier lieu, s'agissant du circuit plausible de transmission, il affirme qu'il n'entretient aucune relation professionnelle avec M. A et qu'il n'évoque jamais de sujets professionnels ou boursiers avec lui, leurs discussions étant uniquement d'ordre personnel comme l'illustrent les courriels qu'il a envoyés à M. A pendant le dîner du 10 juin 2020 et qui sont cités par la poursuite. Il soutient qu'en tout état de cause, le fait qu'il entretienne des relations personnelles avec ce dernier et qu'ils aient dîné ensemble ne suffit pas à établir que l'acquisition litigieuse ne pourrait s'expliquer que par la détention d'une information privilégiée.
45. En deuxième lieu, s'agissant de la justification de ses interventions, M. B indique avoir investi sur le titre à la suite d'une recommandation à l'achat de cette valeur, avec un objectif de cours de 11 euros à horizon 12 mois, formulée lors d'une émission télévisée diffusée le 5 mai 2020. Il explique avoir préféré attendre la fin du confinement avant d'investir dans X pour voir comment évoluait le marché en général et si le cours se maintenait. Il soutient être intervenu en se fondant sur une analyse personnelle concernant l'activité publicitaire de X, après avoir constaté que le coût des campagnes publicitaires avait drastiquement chuté durant le confinement avant de remonter à leur niveau habituel fin mai-début juin 2020, et avoir estimé que cette hausse aurait nécessairement un effet positif sur la valeur X. Il indique que lorsqu'il a investi les 12 et 17 juin 2020, le cours du titre était au même niveau que lors de la recommandation à l'achat du 5 mai 2020. Il en a déduit que la valeur conservait le potentiel de hausse annoncé par ladite recommandation, outre le fait que la situation sanitaire s'était largement améliorée avec des perspectives rassurantes.
46. En troisième lieu, M. B conteste le caractère atypique de ses investissements. Il soutient que le montant investi n'est pas anormal au regard de ses habitudes d'investissement, de ses revenus annuels et de son patrimoine. Il affirme gérer le PEA de son épouse depuis dix ans, sans avoir jamais effectué aucun retrait de fonds. Il affirme

également que le fait d'avoir passé ses ordres au marché et d'avoir procédé à l'acquisition de titres à partir de fonds issus de la vente de titres réalisée le même jour est conforme à ses habitudes d'investissement. Il conteste avoir cédé ses titres Danone à perte dans la mesure où le prix de revient fiscal, sur lequel se fonde la notification de griefs, ne tient pas compte des dividendes perçus sur la période de détention. Au surplus, selon lui, le fait de ne jamais être intervenu sur le titre X ou sur un autre titre du secteur audiovisuel depuis le 1^{er} janvier 2019 n'est pas anormal au regard de la diversité des valeurs détenues dans le portefeuille-titres en cause.

2.1.2.2. Observations de M. A

47. M. A admet la détention de l'information privilégiée en cause le 8 juin 2020, mais conteste l'avoir transmise à M. B.
48. Il explique d'abord que la réussite de l'opération supposait le maintien strict de la confidentialité et qu'il avait un triple intérêt personnel au succès de cette opération en y étant impliqué à la fois comme actionnaire de X, comme dirigeant de cette dernière et comme actionnaire majoritaire de sa propre société de production, YA. Il indique qu'il était extrêmement attentif à la confidentialité de l'opération, sa vigilance constante ayant été renforcée entre le 9 et le 11 juin 2020, après la réception de l'offre de F le 8 juin 2020.
49. M. A confirme ensuite qu'il entretient une relation amicale avec M. B, qu'il rencontre à intervalles réguliers, le plus souvent au cours de dîners avec leurs épouses respectives. Il affirme que, de manière générale, lui et M. B ne discutent pas de l'activité de leurs sociétés respectives, raison pour laquelle, selon le mis en cause, l'enquête n'a pas fait apparaître d'échanges de cette nature dans leurs boîtes de messagerie. Il relève également que l'ensemble des messages de M. B à M. A évoqués dans le rapport d'enquête et la notification de griefs ont été échangés depuis l'adresse personnelle du premier sur la messagerie électronique « YA » du second et non sur sa messagerie électronique « X ».
50. Concernant le dîner du 10 juin 2020, M. A indique que compte tenu du contexte sanitaire particulier, leur principal sujet de conversation a nécessairement porté sur leur expérience personnelle des mois précédents. Il se réfère également à deux courriels que M. B lui a transférés pendant le dîner concernant pour l'un, la candidature du fils de M. B à l'École Alsacienne, et pour l'autre, un message de leur ami commun M. C.
51. Enfin, il conteste le caractère atypique des interventions de M. B qui sont selon lui cohérentes avec le profil d'investisseur et les habitudes d'investissement de ce dernier. Il soutient également que les justifications apportées par M. B sont cohérentes avec l'investissement réalisé.

2.1.3. **Examen du grief**

2.1.3.1. Sur la détention de l'information privilégiée par M. A

52. M. A était, à l'époque des faits, président du directoire de X. En cette qualité, il a été destinataire de l'offre non engageante de F le 8 juin 2020 portant sur un partenariat financier impliquant la création d'une structure commune entre les fondateurs de X, dont M. A, et F, ainsi que le lancement d'une OPA sur les titres X. Il convient de relever que M. A était initiateur de l'OPA avec les autres fondateurs de X et F, agissant de concert.
53. Il est donc établi que M. A détenait l'information privilégiée en cause dès le 8 juin 2020.

2.1.3.2. Sur l'examen des indices de transmission de l'information privilégiée par M. A et de sa détention par M. B

54. Les indices identifiés par les notifications de griefs pour démontrer la détention de l'information privilégiée par M. B et pour établir la transmission de cette information privilégiée par M. A à M. B, qui sont en substance les mêmes, seront successivement examinés ci-après.

✓ Sur l'existence d'un circuit plausible de transmission

55. Il ressort de l'exploitation des boîtes de messagerie électronique de M. A et de M. B et de leurs déclarations respectives aux enquêteurs qu'ils entretiennent une relation amicale et se fréquentent tous les deux ou trois mois

au cours de dîners avec leurs épouses respectives. M. A a déclaré au rapporteur avoir rencontré M. B pour la première fois en novembre 2019.

56. Il est aussi démontré par ces éléments, ainsi que par des messages WhatsApp adressés par M. B à son épouse le 10 juin 2020, que MM. A et B ont dîné ensemble, accompagnés de leurs épouses, dans un restaurant parisien, le 10 juin 2020, soit deux jours avant le premier investissement litigieux de M. B.
57. Il résulte de ce qui précède que les liens d'amitié existant entre M. A et M. B et le dîner susmentionné sont de nature à révéler un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée entre eux, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée. Il convient néanmoins de relever qu'à l'époque des faits, MM. A et B ne se connaissaient que depuis environ huit mois, ce qui est de nature à relativiser la portée de cet indice.
- ✓ Sur le caractère atypique des interventions litigieuses et des modalités de passage des ordres
58. Il convient d'analyser chacun des éléments constitutifs de cet indice relatifs à l'utilisation par M. B du compte-titres de son épouse, aux modalités de financement des acquisitions litigieuses, aux modalités de passage des ordres litigieux, au montant investi et au secteur d'activité du titre.
59. Les éléments versés au dossier relatifs aux comptes bancaires de Mme B' révèlent que son époux détenait depuis 1999 une procuration sur l'ensemble de ses comptes y compris le compte-titres utilisé en l'espèce. Au surplus, selon le dépouillement du compte-titres personnel de M. B, celui-ci n'avait effectué qu'une opération entre janvier 2019 et novembre 2020, postérieure aux faits reprochés. Par suite, l'utilisation du compte-titres de son épouse n'était pas atypique par rapport à ses habitudes d'investissement.
60. S'agissant des modalités de financement des acquisitions litigieuses, il résulte des relevés du compte-titres de Mme B' et du dépouillement de ce compte-titres que le 12 juin 2020, avant le début des interventions de M. B sur le titre X, les liquidités disponibles sur ce compte-titres s'élevaient à environ 3 850 euros. Ce dernier a passé un premier ordre d'achat de 200 titres X à 9h06 pour un montant de 1 738 euros, avant de céder la totalité de ses titres Danone à 9h07 pour un montant de 21 956 euros, puis de passer un nouvel ordre d'achat de 2 500 titres X à 9h09 pour un montant de 21 954 euros. Le 17 juin 2020, les liquidités disponibles sur le compte-titres en cause s'élevaient à environ 2 100 euros et ce même jour, M. B a cédé la totalité de ses titres Crédit Agricole à 9h10 pour un montant de 23 680 euros, puis à 9h15 a passé un nouvel ordre d'achat de 2 800 titres X pour un montant de 24 057 euros. Ainsi, les deux acquisitions de titres X les plus importantes réalisées par M. B sont intervenues après la cession préalable d'autres valeurs détenues en portefeuille en l'absence de liquidités suffisantes. Or, il s'infère du dépouillement précité du compte-titres de Mme B' que M. B avait déjà procédé de cette manière à deux reprises au cours de la période précitée. D'une part, le 13 novembre 2019, M. B a acquis des titres DBV Technologies pour un montant de 13 005 euros et a cédé de manière concomitante ses titres Ingenico Group pour un montant de 13 485 euros. Le même jour, il a cédé ses titres Lisi pour un montant de 7 687 euros et a acquis des titres Total pour un montant de 6 840 euros. D'autre part, le 12 février 2020, il a acquis des titres Altice Europe pour un montant de 30 150 euros et a cédé concomitamment ses titres Ingenico Group pour un montant de 18 492 euros.
61. En outre, le rapport d'enquête, repris par les notifications de griefs, relève que la cession par M. B de ses titres Danone a donné lieu au constat d'une perte de 2,60 euros par titre par rapport au prix de revient fiscal, c'est-à-dire au prix d'acquisition majoré des frais d'acquisition. Cependant, cette analyse peut être relativisée car elle ne prend pas en compte les dividendes perçus au cours de la période de détention du titre, telle qu'elle ressort des documents produits par le mis en cause, et qui aboutit à une rentabilité globale de l'opération sur les titres Danone. En tout état de cause, il ressort du relevé et du dépouillement du compte-titres en cause que le 13 novembre 2019, M. B a cédé à perte 250 titres Lisi au prix de 30,75 euros alors qu'ils avaient été acquis à un prix de revient fiscal de 34,98 euros en 2018. Il s'ensuit que le fait de céder une participation, éventuellement à perte, avant d'en acquérir une autre n'est pas atypique par rapport aux habitudes d'investissement de M. B.
62. S'agissant des modalités de passage des ordres litigieux, sans limite de cours, elles sont conformes à la pratique régulière de M. B telle qu'elle ressort des avis d'opérations de bourse effectuées sur le compte-titres de son épouse entre le 4 février 2020 et la date des investissements litigieux, produits par le mis en cause en réponse au rapport du rapporteur. Le recours à des ordres au marché, sans limite de cours, n'était donc pas atypique par rapport aux

habitudes d'investissement de M. B. En conséquence, il n'y a pas lieu de déduire des modalités de financement et de passage des ordres litigieux une volonté du mis en cause de voir exécuter ses ordres rapidement ni une confiance particulière de sa part dans les perspectives haussières du titre.

63. Pour ce qui concerne le montant investi par M. B sur les titres X, pour un total de 47 749 euros, qui, selon le rapport d'enquête, représente 2,4 fois le montant moyen des acquisitions réalisées avec le compte-titres de Mme B' entre le 1^{er} janvier 2019 et fin novembre 2020, cet indice doit être relativisé en ce qu'il retient pour apprécier les habitudes d'investissement du mis en cause une période postérieure aux investissements litigieux.
64. Par ailleurs, selon les éléments versés au dossier, le montant moyen des opérations réalisées par M. B sur le compte-titres en cause entre le 1^{er} janvier 2019 et la date des investissements litigieux s'élève à 19 689 euros. En comparaison, les acquisitions litigieuses d'un montant respectif de 1 738 euros, 21 954 euros puis 24 057 euros n'apparaissent pas anormalement élevées, étant observé au surplus que la période analysée est particulièrement courte pour apprécier le comportement d'un investisseur régulier. En tout état, de cause, le montant total investi dans X n'apparaît pas anormalement élevé au regard des modalités de passage et de financement des ordres litigieux qui sont conformes à ses habitudes d'investissement. Les acquisitions litigieuses ne sont donc pas atypiques par rapport aux habitudes d'investissement de M. B au regard du montant investi.
65. S'agissant, enfin, du secteur d'activité du titre en cause, si M. B n'avait jamais réalisé d'opération sur le titre X ou toute autre valeur du secteur audiovisuel depuis le 1^{er} janvier 2019, il y a néanmoins lieu de souligner qu'il est un investisseur régulier dont le portefeuille est composé de valeurs diverses appartenant à des secteurs variés et que cet indice est de faible portée.
66. Il résulte de ce qui précède qu'il n'est pas établi par les éléments du dossier que les acquisitions litigieuses étaient atypiques par rapport aux habitudes d'investissement de M. B.
- ✓ Sur le caractère opportun des opérations
67. M. B a acquis 5 500 titres X les 12 et 17 juin 2020.
68. Ainsi, les acquisitions litigieuses ont débuté quelques jours seulement après la réception par M. A d'une offre non engageante de F en vue d'un partenariat financier devant aboutir au lancement d'une OPA sur X au prix de 12 euros par action, et entre dix et cinq jours avant l'annonce, le 22 juin 2020, du lancement de cette OPA.
69. Les investissements litigieux ont donc été réalisés à un moment opportun, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée. Mais la portée de cet indice doit être relativisée dès lors qu'il est, par hypothèse, toujours vérifié.
- ✓ Sur les explications apportées par MM. B et A
 - *Sur les explications fournies par M. B pour justifier les investissements litigieux*
70. M. B affirme avoir investi dans le titre X sur la base d'une recommandation à l'achat formulée lors d'une émission télévisée le 5 mai 2020 et d'une analyse personnelle concernant l'activité publicitaire de X.
71. Il a déclaré aux enquêteurs, d'une part, avoir suivi la valeur X pendant le confinement et, d'autre part, avoir constaté que le coût des campagnes publicitaires avait fortement baissé à cette période, de sorte que, selon lui, « *il allait y avoir quelque chose à faire sur les sociétés d'audiovisuel à la sortie du confinement* » en raison de la reprise des tournages et partant, du rachat de programmes par les chaînes de télévision. M. B a réitéré ses explications devant les enquêteurs, puis dans ses observations en réponse à la notification de griefs, et enfin lors de son audition par le rapporteur.
72. La recommandation à l'achat sur le titre X invoquée par M. B a effectivement été émise lors de l'émission « *Intégrale Placement* » diffusée le 5 mai 2020 sur BFM TV par le directeur général délégué d'une société de gestion, avec un objectif de cours de 11 euros à horizon 12 mois tenant compte de la situation sanitaire. Cette personne a ainsi

déclaré : « on estime qu'on peut dans un premier temps viser les 10 euros et puis à horizon 12 mois, pourquoi pas 11 euros [...] ». M. B n'a cependant effectué ses premières acquisitions de titres X que plus d'un mois plus tard, le 12 juin 2020. Pour expliquer ce délai, il a invoqué, lors de son audition par le rapporteur, l'incertitude de la situation économique à cette période qui justifiait selon lui de différer ses investissements afin d'observer l'évolution du cours du titre X à l'issue du déconfinement.

73. Il résulte du dépouillement du compte-titres utilisé en l'espèce qu'à l'exception d'un achat de titres Stars Group réalisé, selon ses déclarations, sur la base du constat d'une fréquentation accrue du site PokerStars (appartenant à Stars Group) pendant le confinement, M. B n'a effectué aucune opération entre le 18 mars 2020 et les investissements litigieux. Cette circonstance tend à corroborer ses explications concernant le délai écoulé entre la recommandation précitée et les acquisitions litigieuses quant à une certaine prudence lors de la période du confinement et pendant la première phase du déconfinement.
74. M. B soutient encore que le titre X conservait son potentiel de hausse au moment de ses investissements, puisque le cours de ce titre s'était maintenu depuis la date de la recommandation précitée et était proche de 8,50 euros, soit le cours au moment de cette recommandation, de sorte qu'elle restait, selon lui, pertinente.
75. Selon les données Euronext, le cours du titre est resté stable entre le 8 mai et le 11 juin 2020 malgré l'amélioration de la situation sanitaire avec le début du déconfinement le 11 mai 2020. Si cette circonstance aurait pu conduire M. B à remettre en cause la pertinence de la recommandation précitée dès lors que son auteur envisageait une évolution positive à court terme, il reste, que compte tenu de l'objectif de cours fixé à horizon 12 mois, la recommandation en cause pouvait encore être considérée comme pertinente à la date des opérations litigieuses.
76. En outre, il y a lieu de relever que X a diffusé un communiqué de presse le 14 mai 2020 à l'occasion de la publication de ses résultats du 1^{er} trimestre 2020 dans lequel elle indique que l'impact du Covid-19 se traduit essentiellement par une baisse des revenus publicitaires des chaînes de télévision et anticipe un impact important pour le reste de l'année 2020, ainsi que des décalages significatifs de livraisons de 2020 à 2021 bien que le groupe mette tout en œuvre pour reprendre les tournages au plus vite. Dans les jours qui ont suivi la publication de ces résultats, plusieurs notes d'analystes financiers ont recommandé le titre X à l'achat avec des objectifs de cours situés entre 10 et 13 euros alors que le cours était à 7,75 euros le 15 mai 2020. Le 1^{er} juin 2020, la Société Générale a publié une recommandation à l'achat avec un objectif de cours à 11,50 euros. Compte tenu de ces éléments, dont il résulte que, selon les analystes, X conservait un potentiel de hausse de son cours malgré l'impact négatif de la crise sanitaire sur les tournages et les recettes publicitaires, les explications de M. B sur ce point sont plausibles.
77. Pour justifier ses investissements, M. B invoque également une analyse personnelle tirée du lien entre l'évolution du prix des campagnes publicitaires et l'activité publicitaire de X. Il ressort des notes d'analystes financiers précitées que la part des revenus publicitaires dans le chiffre d'affaires du groupe X peut être évaluée entre 7 et 8 %. En outre, le communiqué de presse de X du 14 mai 2020 précité mentionne, pour présenter les résultats du 1^{er} trimestre 2020, la baisse des revenus publicitaires des chaînes et anticipe un impact important pour le reste de l'année 2020. Il y a lieu de relever également que le rapport annuel 2019 de la société évoque, parmi les facteurs de risque liés à son activité, le risque de « *dépendance vis-à-vis du marché publicitaire* » au regard de la part importante du chiffre d'affaires de X résultant de la commercialisation d'espaces publicitaires auprès d'annonceurs. Au regard de ces éléments, le lien effectué par M. B entre les revenus publicitaires, notamment des chaînes de télévision, et l'activité de X peut être regardé, dans une certaine mesure, comme pertinent.
78. M. B explique encore avoir fait le constat d'une forte baisse du coût des campagnes publicitaires durant le confinement à l'occasion du lancement d'une campagne publicitaire pour sa société U en avril 2020, puis d'une remontée de ce coût à son niveau habituel fin mai-début juin 2020, lorsqu'il a été sollicité par son prestataire pour une nouvelle campagne publicitaire. Il indique en avoir déduit que cette hausse profiterait à X. Si le devis et la facture produits par le mis en cause au soutien de cette explication mentionnent une remise de 78 % sur le montant total de la commande, rien ne permet cependant d'affirmer que cette remise a un lien avec la situation sanitaire. Au surplus, le mis en cause ne produit aucun élément permettant d'attester de la remontée des prix fin mai-début juin 2020. Sa justification sur ce point n'est donc pas suffisamment étayée.
79. Pour autant, il apparaît que M. B est un investisseur régulier sur les marchés financiers qui semble se déterminer sur la base d'intuitions plus ou moins fondées sur des éléments objectifs, comme en témoigne son intervention sur



le titre Stars Group pendant le confinement. Ainsi, si le lien qu'il établit de manière directe entre X et le coût des campagnes publicitaires n'apparaît pas, en tant que tel, convaincant, il ne peut être exclu que sa décision d'investir dans X ait reposé en partie sur cette intuition conjuguée à la recommandation formulée pendant l'émission télévisée du 5 mai 2020 et à une amélioration de la situation sanitaire qui impliquait notamment la reprise des tournages.

80. Il ne peut donc être retenu que les explications données par M. B dans leur ensemble ne sont pas convaincantes.

➤ *Sur les explications de M. A quant à la non transmission de l'information privilégiée*

81. Il ressort des éléments du dossier que X a élaboré une liste d'initiés le 20 mai 2020, à réception de la lettre d'intention non engageante de F, et que M. A a contribué à alimenter cette liste en proposant l'ajout de personnes initiées dans sa propre société, YA. Le 21 mai 2020, M. A a informé par courriel son conseil financier pour le volet impliquant sa société YA de son inscription sur la liste d'initiés.

82. Le 9 juin 2020, soit le lendemain de la réception par X de l'offre non engageante de F, les personnes initiées ont été informées de leur statut d'initié et des obligations en découlant.

83. Le 11 juin 2020, soit le lendemain de la date à laquelle M. A a dîné avec M. B, le conseil financier de X pour le projet avec F a adressé par courriel, notamment à MM. A et H, un projet de *leak strategy* élaboré par l'un des cabinets d'avocats intervenant sur l'opération afin de fournir des éléments de langage en cas de fuite d'information. Le même jour, M. A a décidé de différer l'information de plusieurs salariés du groupe occupant des postes à responsabilité importants « *pour garder de la confidentialité* » sur cette opération, ainsi que cela ressort de courriels échangés, notamment, entre M. A, M. H et Mme I du 11 au 13 juin 2020.

84. Ces éléments attestent de la forte attention portée par M. A au maintien de la confidentialité du projet en cause. Il résulte en outre de ses déclarations, lors de son audition par le rapporteur, que ce projet, en ce qu'il portait sur la montée au capital de X d'un fonds d'investissement américain, était susceptible de susciter des inquiétudes voire des attaques liées aux conditions de financement de ses productions par le Centre national du cinéma et de l'image (CNC). Il avait donc intérêt à garder le projet confidentiel afin d'éviter toute polémique avant sa réalisation.

85. Il convient au surplus de relever que M. A était personnellement impliqué dans l'opération et intéressé par son accomplissement puisqu'elle devait inclure le rachat de sa propre société de production YA. Il avait donc, à ce titre encore, un intérêt particulier à ce que l'opération demeure confidentielle jusqu'à ce qu'elle soit publiquement annoncée.

86. Enfin, outre les dénégations de MM. A et B sur le fait qu'ils auraient échangé sur leurs activités professionnelles durant le dîner du 10 juin 2020, mais qui s'agissant de faits négatifs ne peuvent être étayées par des éléments matériels, il convient de relever que le dossier ne comporte aucun élément qui pourrait démontrer qu'ils auraient, avant ou même après les faits litigieux, échangé sur X ou sur la situation de cette société, ni sur aucun investissement financier que l'un ou l'autre aurait réalisé ou aurait eu en projet.

87. Par suite, les explications de M. A relatives au maintien de la confidentialité de l'opération en cause et à son intérêt personnel au succès de cette opération sont cohérentes et peuvent être considérées comme convaincantes.

2.1.3.3. Sur la transmission de l'information par M. A à M. B

88. Ainsi qu'il a été précédemment retenu, les explications apportées par M. A sont cohérentes et convaincantes. Il apparaît au surplus peu probable au regard de ces éléments, et en particulier de la décision de M. A, le 11 juin 2020, de différer l'initiation de collaborateurs occupant des fonctions importantes au sein du groupe X pour préserver la confidentialité de l'opération, qu'il ait communiqué l'information privilégiée en cause à M. B en présence de leurs épouses respectives et dans un lieu public.

89. À cet égard, il convient de relever que MM. A et B n'étaient amis que depuis huit mois et qu'aucun élément du dossier ne démontre qu'ils aient eu des conversations ou des échanges sur leurs investissements respectifs ou sur la société X.

90. Ainsi, dans le contexte de l'espèce où il est démontré que le détenteur de l'information avait un intérêt personnel à ce que l'information ne soit pas divulguée et qu'il a fait preuve d'une vigilance particulière pour qu'elle ne le soit pas, la seule circonstance du dîner du 10 juin 2020, même si elle est troublante, ne peut à elle seule démontrer que M. A a transmis l'information privilégiée en cause à M. B.
91. Enfin, s'il a été retenu précédemment que les acquisitions par M. B ont été réalisées à un moment opportun, celles-ci ne présentent pas de caractère atypique et il a donné des explications qui peuvent être considérées comme plausibles à ces investissements. Ces acquisitions et leurs circonstances ne peuvent donc pas, compte tenu de ce qui précède, établir la transmission de l'information privilégiée par M. A à ce dernier.
92. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, au sens des articles 10 et 14 du Règlement MAR, qui lui est reproché, n'est donc pas caractérisé.

2.1.3.4. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée par M. B

93. Il résulte de ce qui précède que les indices retenus, d'une portée limitée, tirés du circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, et du caractère opportun des acquisitions litigieuses ne sont pas suffisants pour démontrer que seule la détention de l'information privilégiée en cause par M. B permet d'expliquer ses opérations sur le titre X.
94. Dans la mesure où il n'est pas démontré que M. B détenait l'information privilégiée, il n'y a pas lieu d'examiner une éventuelle utilisation de cette information. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du Règlement MAR, qui lui est reproché, n'est donc pas caractérisé.

2.2. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. A et son utilisation par M. Miserez

2.2.1. **Notifications de griefs**

2.2.1.1. Notification de griefs adressée à M. Miserez

95. Il est reproché à M. Miserez d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs en achetant le 11 juin 2020, 11 495 titres X à un cours moyen de 8,67 euros, représentant un investissement de 99 661 euros, et en revendant ces titres le 22 juin 2020 à un cours moyen de 11,90 euros pour un montant de 136 790 euros, en ayant ainsi réalisé un gain de 37 128 euros, en méconnaissance de l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du Règlement MAR.
96. La notification de griefs relève l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants permettant, selon elle, d'établir que seule la détention de l'information en cause par M. Miserez peut expliquer son intervention sur le titre X :
- l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée : la notification de griefs expose qu'à l'époque des faits, M. A était en contact régulier avec M. Miserez avec lequel il entretenait des relations personnelles et professionnelles. Elle relève qu'à cette époque, M. Miserez rendait compte à M. A, ainsi qu'à M. H et Mme I et que M. A était donc son supérieur hiérarchique direct. Elle relève également l'existence d'un groupe WhatsApp intitulé « [...]V » sur lequel M. Miserez échange régulièrement avec M. A en utilisant le tutoiement, que M. A est considéré comme le mentor de son ex-épouse, et que M. Miserez l'appelle lui-même son « *mentor* ». La notification de griefs relève encore que le 11 juin 2020, M. Miserez et M. A ont déjeuné ensemble dans un restaurant proche des bureaux de X. Selon la notification de griefs, à l'occasion de ses échanges avec M. A, et plus spécialement de ce déjeuner, M. Miserez a pu détenir l'information privilégiée, précisant que ce dernier a passé ses ordres d'achat de titres X par téléphone dans la foulée de ce déjeuner le 11 juin 2020 à 14h51. Elle retient que le caractère plausible de ce circuit est renforcé par le fait que dans des circonstances proches de temps et de lieu, M. A pourrait avoir transmis cette même information à M. B ;

- le caractère atypique de l'intervention de M. Miserez sur le titre X le 11 juin 2020 et des modalités de passage des ordres litigieux : la notification de griefs rappelle que M. Miserez a ouvert, auprès de sa banque, un compte-titres le 20 avril 2020 mais n'a réalisé aucun investissement avant le 11 juin 2020, date à laquelle il a procédé à l'acquisition litigieuse. Elle en déduit que l'investissement litigieux est atypique compte tenu de l'absence de connaissances de M. Miserez en matière boursière et du fait qu'il s'agissait de son premier investissement en bourse, pour un montant particulièrement significatif pour une personne qui se définit comme un « *néophyte* ». Elle relève également que la conversation de M. Miserez avec sa conseillère bancaire révèle un certain empressement, M. Miserez ayant indiqué vouloir que tous ses ordres soient exécutés avant le 19 juin 2020, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'OPA ;
- le caractère opportun de l'intervention de M. Miserez : la notification de griefs expose que les achats de titres X par M. Miserez ont été effectués deux jours après la réception de l'offre de F prévoyant un prix de 12 euros par action et quelques jours seulement avant l'annonce le 22 juin 2020 de l'OPA sur X par ses fondateurs ;
- l'absence d'explications suffisamment convaincantes de M. Miserez sur son intervention : la notification de griefs expose que la motivation invoquée par M. Miserez pour expliquer son investissement, tirée du souhait d'être « *corporate* » à l'égard de X, n'est corroborée par aucun élément objectif. Elle relève que les explications de M. Miserez ont évolué dans sa réponse à la lettre circonstanciée du 21 avril 2022, sans être plus convaincantes que les précédentes, qu'elles contredisent. Elle rappelle que M. Miserez a mentionné une effervescence inhabituelle dans les locaux de X et que cette information, combinée à celle de l'annonce par M. A lors de leur déjeuner du 11 juin 2020 de l'arrivée d'une nouvelle supérieure hiérarchique directe venant d'une société tierce, lui aurait permis de penser qu'une opération était en préparation et ainsi que ses opérations s'expliquent par des déductions personnelles. La poursuite ajoute que si M. A a affirmé ne jamais avoir évoqué l'information, ce qui serait corroboré par l'établissement d'une liste des personnes à prévenir par courtoisie la veille de l'opération dans laquelle figure le nom de M. Miserez, cette liste n'exclut toutefois pas que M. Miserez ait pu être prévenu en amont de son établissement. Elle relève encore que M. A a indiqué ne pas se souvenir, sans nier cette possible discussion, avoir évoqué avec M. Miserez l'arrivée prochaine de la nouvelle directrice générale de XZ, mais qu'il a également précisé que cette arrivée n'avait pas de lien avec les opérations annoncées en juin 2020, ce recrutement ayant été décidé et signé à la fin de l'année 2019.

97. Enfin, la notification de griefs relève que, si M. Miserez n'avait pas l'habitude d'investir sur les marchés financiers avant son intervention sur le titre X, il a néanmoins déclaré aux enquêteurs « *Je suis un néophyte bercé au film Wall Street* », faisant ainsi référence à un film dont le scénario est fondé sur un délit d'initié et la détention d'une information privilégiée par ses personnages. Elle retient que compte tenu de son expérience professionnelle, des liens personnels et professionnels qu'il entretenait avec M. A, président du directoire de X, et son supérieur hiérarchique, ainsi que de la proposition qui lui avait été faite d'un paiement en actions X lors de la cession à celle-ci d'une partie de sa société V, il savait ou aurait dû savoir que l'information en cause était privilégiée.

2.2.1.2. Notification de griefs adressée à M. A

98. Il est reproché à M. A d'avoir transmis à M. Miserez l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs, en méconnaissance de l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, en violation des dispositions des articles 10 et 14 du Règlement MAR.
99. Comme indiqué au point 41, la notification de griefs expose d'abord que M. A détenait l'information privilégiée en cause au plus tard le 8 juin 2020 en qualité d'initié primaire.
100. Elle ajoute que la preuve de la transmission de l'information privilégiée par M. A à M. Miserez repose sur un faisceau d'indices graves, précis, et concordants, en substance identique à celui présenté au point 96 au titre de la preuve de la détention de l'information privilégiée par M. Miserez.



2.2.2. Observations des mis en cause

2.2.2.1. Observations de M. Miserez

101. M. Miserez indique qu'il a reconnu un manquement mais qu'il conteste être intervenu dans les conditions évoquées par la notification de griefs.
102. Il soutient que les démarches en vue de l'acquisition de titres X et les modalités de financement de cette acquisition sont incompatibles avec l'obtention de l'information en cause le 11 juin 2020 dès lors que le 21 mars 2020, date à laquelle il a demandé l'ouverture de son compte-titres pour prendre une participation dans X, l'opération projetée par F était balbutiante et très incertaine. Il indique que le montant de l'investissement litigieux n'est pas significatif compte tenu des ressources dont il disposait et qui lui permettaient d'investir davantage. M. Miserez affirme encore que le séquençage de son ordre est en contradiction avec l'hypothèse d'une détention d'information privilégiée sur une OPA imminente et qu'un ordre simple, sans considération pour l'effet sur le cours du titre, aurait été plus approprié en cas de plus-value certaine liée à une prime sur le marché, outre le fait qu'il n'a pas fait de l'acquisition des titres X avant le 19 juin 2020 un impératif.
103. Il expose que ses explications sont cohérentes avec celles de M. A lequel n'est pas son supérieur hiérarchique, sa qualité d'actionnaire de V à travers X ne créant aucun lien de subordination, bien qu'elle implique un suivi des activités de V qui, en l'espèce, était effectué avant tout par le directeur financier et la directrice générale en charge des opérations puis par la directrice générale de XZ. Il indique que sa relation avec M. A est purement professionnelle depuis qu'il est séparé de son épouse qui était une amie de M. A.
104. M. Miserez affirme qu'il a été informé de l'OPA la veille de l'annonce publique comme l'établit la liste communiquée par M. A le 20 juin 2020 des personnes à prévenir par courtoisie, sur laquelle il figure.
105. En outre, il explique s'être fondé sur des déductions personnelles liées à l'effervescence constatée à l'étage de la direction du groupe et à l'arrivée de sa supérieure hiérarchique, la directrice générale de XZ, Mme K, qui lui a été annoncée par M. A au cours du déjeuner du 11 juin 2020, de sorte qu'il est intervenu sur le titre X en anticipant une opération sans lien avec F mais qui a effectivement eu lieu.

2.2.2.2. Observations de M. A

106. Ainsi qu'il a été exposé au point 47 ci-dessus, M. A ne conteste pas la détention de l'information privilégiée en cause le 8 juin 2020. Il conteste en revanche l'avoir transmise à M. Miserez.
107. Il reprend ses explications, déjà exposées au point 48, tirées de ce qu'il était à titre personnel extrêmement impliqué et attaché au maintien de la confidentialité de l'opération, spécifiquement les 10 et 11 juin 2020, après la réception de l'offre de F le 8 juin 2020.
108. M. A indique ensuite que la constitution d'une liste de personnes travaillant au sein du groupe X à prévenir par courtoisie la veille de l'annonce de l'opération, le dimanche 21 juin, sur laquelle figurait M. Miserez démontre qu'il était convaincu à cette date que M. Miserez n'avait pas connaissance de l'opération en cause et donc qu'il ne la lui a pas transmise.
109. Il dément, en outre, la proximité alléguée, tant sur le plan personnel que professionnel, entre lui et M. Miserez. Il conteste également être son supérieur hiérarchique direct dans la mesure où, en tant que producteur salarié, M. Miserez avait pour premiers interlocuteurs M. H et Mme I, respectivement directeur financier et directrice générale en charge des opérations de X. Il précise qu'il avait des contacts réguliers avec M. Miserez comme avec les autres producteurs affiliés, le groupe en comportant une cinquantaine. Il relève que la conversation WhatsApp invoquée par la poursuite sur laquelle lui et M. Miserez échangeaient régulièrement en utilisant le tutoiement n'est pas versée au dossier, ce qui souligne, selon lui, l'absence de communication plus personnelle entre lui et M. Miserez. Il indique également qu'aucune portée particulière ne doit être donnée au terme « *mentor* » utilisé par M. Miserez dans un message, qu'il qualifie de « *flatterie évidente* ». S'agissant du lien établi avec l'ex-épouse de M. Miserez, M. A précise qu'il la connaissait bien pour avoir travaillé avec elle avant qu'elle ne rencontre M. Miserez en 2011 et que sa relation avec ce dernier est exclusivement professionnelle depuis la séparation du couple.

110. Il émet enfin l'hypothèse d'un circuit de transmission alternatif résultant de la proximité entre le restaurant où ils ont déjeuné le 11 juin 2020 et les bureaux de X où M. Miserez a pu, selon le mis en cause, se rendre juste avant ou après leur déjeuner, et être ainsi en contact avec des informations relatives à l'opération en cours au sein des locaux de X. Il explique que l'arrivée de Mme K, qu'il a pu annoncer à M. Miserez lors du déjeuner du 11 juin 2020, a pu constituer pour ce dernier un indice de l'imminence de l'opération qui devait être annoncée quelques jours plus tard.

2.2.3. Examen du grief

2.2.3.1. Sur la détention de l'information privilégiée par M. A

111. Il a déjà été établi au point 53 que M. A détenait l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs dès le 8 juin 2020.

2.2.3.2. Sur l'examen des indices de transmission de l'information privilégiée par M. A et de sa détention par M. Miserez

112. Les indices identifiés par les notifications de griefs pour démontrer la détention de l'information privilégiée par M. Miserez et établir la transmission de cette information privilégiée par M. A à M. Miserez, qui sont en substance les mêmes, seront successivement examinés ci-après.

✓ Sur l'existence d'un circuit plausible de transmission

113. Il est rappelé que M. Miserez est président fondateur de la société V, dans laquelle la société XZ, filiale de X, a acquis une part majoritaire du capital en octobre 2019.

114. Il a déclaré aux enquêteurs être en contact environ une fois par mois avec M. A tandis que ce dernier a indiqué que leurs rencontres avaient plutôt lieu tous les deux mois environ, au cours de réunions ou de déjeuners, comme avec tous les producteurs du groupe qui en compte une cinquantaine. M. Miserez a aussi précisé qu'il disposait d'un bureau en dessous de celui de M. A avant l'emménagement de V dans les locaux de X en juillet 2020. Enfin, il ressort de leurs déclarations à tous deux qu'à l'époque des faits, M. Miserez rendait compte, ou « reportait » selon leurs termes, à M. A lui-même ainsi qu'à M. H et Mme I.

115. La relation des deux hommes était donc professionnelle, M. Miserez a désigné M. A à plusieurs reprises, tant devant les enquêteurs que devant le rapporteur, comme son « patron » et les contacts qui ont résulté de cette relation semblent avoir été limités à des points d'étapes sur les projets en cours à intervalles réguliers, étant observé que M. Miserez avait pour premiers interlocuteurs le directeur financier et la directrice générale des opérations, M. H et Mme I.

116. S'il ressort également des déclarations de M. Miserez et de M. A devant les enquêteurs qu'une relation personnelle a précédé leur relation professionnelle, M. Miserez ayant notamment précisé que M. A « *est quelqu'un qui a été important car proche du cercle familial via [son] ex-femme* », cette relation s'est, selon leurs dires, distendue à la suite de la séparation du couple et aucun élément du dossier ne permet de considérer qu'ils entretenaient une relation personnelle ou d'amitié au moment de l'investissement litigieux. À cet égard, l'usage du terme « *mentor* » dans un message adressé par M. Miserez à M. A incluant un émoticône de clin d'œil n'est pas suffisamment probant et la conversation WhatsApp mentionnée dans les notifications de griefs pour démontrer cette relation personnelle ainsi que l'usage entre eux du tutoiement n'est pas versée au dossier. En tout état de cause, ce tutoiement, que les deux mis en cause ont admis utiliser entre eux, n'est pas un élément suffisamment probant compte tenu de l'environnement professionnel dans lequel ils évoluent, propice à un tel usage.

117. Par ailleurs, il ressort de courriels datés des 9 et 10 juin 2020, de l'agenda de M. A, d'un relevé bancaire de M. Miserez et du rapport d'enquête que M. A et M. Miserez ont déjeuné ensemble le 11 juin 2020 dans un restaurant situé à proximité des locaux de X aux alentours de 13 heures. M. A a déclaré au rapporteur que ce déjeuner avait duré moins d'une heure. Il ressort encore du dossier que peu après ce déjeuner, à 14h51, M. Miserez a contacté sa conseillère bancaire pour acquérir 11 495 titres X.

118. Ces liens professionnels réguliers et le déjeuner du 11 juin 2020 sont de nature à révéler un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée entre M. A et M. Miserez, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée.

119. Il convient toutefois de relever que la portée de cet indice est atténuée par le constat qu'il existe un autre circuit plausible de transmission dans la mesure où M. Miserez a indiqué, tant dans sa réponse à la lettre circonstanciée que devant les enquêteurs et le rapporteur, qu'à la suite du déconfinement, soit à la période considérée, il se rendait le plus souvent possible dans les locaux de X, où il avait constaté une effervescence inhabituelle. Or M. A n'était pas la seule personne à détenir l'information au sein de cette société.

✓ Sur le caractère atypique de l'intervention litigieuse et des modalités de passage de l'ordre

120. L'enregistrement de la conversation téléphonique du 11 juin 2020 entre M. Miserez et sa conseillère bancaire révèle que, lorsqu'il a procédé à l'ordre litigieux, M. Miserez a précisé à son interlocutrice qu'il effectuait alors sa première transaction sur les marchés financiers, se qualifiant lui-même de « *néophyte* » et demandant que lui soit expliqué le sens de l'expression « *ordre au marché* ».

121. L'examen de ses relevés de compte permet au surplus de constater qu'hormis cette intervention sur le titre X en juin 2020, il n'avait réalisé aucune transaction à partir de son compte-titres depuis son ouverture le 21 avril 2020, et aucune autre transaction n'a été enregistrée à son nom depuis 2018.

122. Il résulte encore de l'enregistrement téléphonique précité que M. Miserez ne disposant pas des fonds suffisants sur son compte-titres pour investir le montant de 100 000 euros souhaité, il a dû demander un virement de compte à compte auprès de sa gestionnaire. La circonstance, invoquée par lui, tirée de ce qu'il aurait pu investir davantage de liquidités est indifférente à l'appréciation du caractère atypique de l'intervention reprochée.

123. De l'ensemble de ce qui précède, il résulte que l'investissement litigieux était atypique, d'une part, par rapport aux habitudes d'investissement de M. Miserez, qui n'avait jamais investi en bourse auparavant et disposait de peu de connaissances en matière financière, d'autre part, au regard du montant significatif investi, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée.

124. Il ressort enfin de l'enregistrement téléphonique précité que M. Miserez a exprimé le souhait auprès de sa conseillère bancaire de voir son ordre intégralement exécuté avant le 19 juin 2020, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'OPA le 22 juin 2020. Au surplus, l'ordre de M. Miserez sur le titre X a été passé au marché, sans limite de cours, ainsi que permet de le constater l'avis de l'opération en cause. Ces éléments attestent d'un certain empressement de M. Miserez à investir dans le titre X suggérant qu'il avait une connaissance précise de la date de l'annonce de l'OPA, ou, à tout le moins, de son caractère imminent. Ils témoignent également du fait que M. Miserez anticipait une hausse du cours du titre.

125. Il s'ensuit que les modalités de passage de l'ordre litigieux étaient atypiques, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée.

✓ Sur le caractère opportun de l'opération

126. M. Miserez a acquis 11 495 titres X le 11 juin 2020. L'acquisition litigieuse a ainsi eu lieu seulement trois jours après la réception par M. A d'une offre non engageante de la part de F en vue d'un partenariat financier devant aboutir au lancement d'une OPA sur X au prix de 12 euros par action, et onze jours avant l'annonce du lancement de cette OPA le 22 juin 2020.

127. L'investissement litigieux a donc été réalisé à un moment opportun, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée. La portée de cet indice doit cependant être relativisée puisqu'ainsi qu'il a déjà été relevé, il est par hypothèse toujours vérifié.

✓ Sur les explications apportées par MM. Miserez et A

➤ *Sur les explications fournies par M. Miserez pour justifier l'investissement litigieux*

128. M. Miserez a déclaré aux enquêteurs que son investissement répondait à une volonté d'apparaître « *corporate* » à l'égard de la société X, ce qu'il n'avait pas été en octobre 2019, lorsqu'il avait refusé un paiement partiel en actions lors de la cession de sa participation dans la société V. Pour expliquer le caractère particulièrement opportun de son investissement et sa demande expresse à sa conseillère bancaire d'achat des titres avant le 19 juin 2020, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce de l'OPA, il a invoqué une « *coïncidence* ».
129. En réponse à la lettre circonstanciée, tout en maintenant sa motivation initiale liée à un investissement « *corporate* », M. Miserez a apporté de nouvelles explications à son investissement tenant, d'une part, au constat d'une certaine « *effervescence* » au sein des locaux de X l'incitant à penser qu'une opération significative était envisagée ou en cours de préparation et, d'autre part, au renforcement de la direction du groupe avec l'arrivée de sa nouvelle supérieure hiérarchique, Mme K, en provenance du groupe W dans laquelle elle exerçait des responsabilités importantes. Il a ainsi indiqué avoir agi à partir de déductions personnelles et a contesté avoir reçu de M. A la moindre information relative à une opération financière de X. Il a néanmoins reconnu, dans ce même document, avoir utilisé, par ignorance de la réglementation, une information privilégiée concernant des projets en préparation et avoir commis un manquement.
130. Il y a d'abord lieu de relever que les explications apportées par M. Miserez ont évolué au fil de la procédure. Cette absence de constance de sa part pour justifier son intervention litigieuse sur le titre X est de nature à remettre en cause la crédibilité de ses explications.
131. Ensuite, il convient de rappeler que M. Miserez a contacté sa conseillère bancaire pour procéder à l'investissement reproché en lui précisant qu'il souhaitait voir son ordre exécuté intégralement avant le 19 juin 2020, soit le dernier jour de bourse avant l'annonce du lancement de l'OPA sur X. Il a revendu ses titres X le jour de cette annonce, soit le 22 juin 2020, sans avoir réinvesti depuis dans cette société. Au vu de ses modalités d'intervention sur le titre X, qui témoignent d'un empressement à investir et sont contradictoires avec l'objectif de détention des titres à long terme supposé sous-tendre un investissement « *corporate* », l'explication de M. Miserez sur ce point n'est pas convaincante. Ses explications relatives au constat d'une « *effervescence* » au sein des locaux de X sont, en outre, contradictoires avec ses premières déclarations par lesquelles, pour écarter la possibilité évoquée par les enquêteurs qu'il ait pu obtenir des informations sur l'OPA dans les locaux de X, il a invoqué une étanchéité « *limite dérangeante quand on fait partie du groupe* ».
132. Par ailleurs, si M. A a reconnu qu'il était possible qu'il ait informé M. Miserez de l'arrivée de sa nouvelle supérieure hiérarchique Mme K, en tant que dirigeante de XZ, lors du déjeuner du 11 juin 2020, il est toutefois établi par un échange de courriels produit par M. A que cette arrivée avait été décidée entre la fin de l'année 2019 et le début de l'année 2020. Ce dernier a en outre déclaré que cette arrivée n'avait pas de lien avec les opérations annoncées le 22 juin 2020.
133. Si les circonstances décrites précédemment n'excluent pas que M. Miserez ait pu en déduire l'existence d'une opération imminente telle qu'un potentiel rachat par X de WX, cet élément apparaît néanmoins insuffisant pour justifier l'investissement litigieux au regard des modalités d'intervention de M. Miserez sur le titre X, notamment, la date butoir du 19 juin 2020 fixée par lui auprès de sa conseillère bancaire, pour laquelle il ne fournit aucune explication.
134. Ainsi, aucune des explications apportées par M. Miserez pour justifier son investissement en titres X n'est convaincante, ce qui constitue un indice de détention et de transmission de l'information privilégiée.
- *Sur les explications de M. A quant à la non transmission de l'information privilégiée*
135. Comme indiqué aux points 83 à 85, les explications de M. A relatives à ses efforts pour maintenir la confidentialité de l'opération en cause et à son intérêt personnel au succès de cette opération sont cohérentes et peuvent donc être considérées comme convaincantes.

2.2.3.3. Sur la transmission de l'information par M. A à M. Miserez

136. Ainsi qu'il a été précédemment retenu, les explications apportées par M. A sont cohérentes et convaincantes. Il apparaît, au surplus, peu probable au regard de ces éléments, et en particulier, d'une part, de la décision de M. A, le 11 juin 2020, de différer l'initiation de collaborateurs occupant des fonctions importantes au sein du groupe X pour préserver la confidentialité de l'opération, d'autre part, de l'inscription, le 21 juin 2020 à la veille de l'opération, de M. Miserez sur la liste des personnes à prévenir de l'opération par courtoisie, qu'il ait communiqué l'information privilégiée en cause à M. Miserez, avec lequel il n'entretenait qu'une relation professionnelle, à la terrasse d'un restaurant, soit dans un lieu public très fréquenté.
137. À cet égard, il convient de rappeler que M. A n'entretenait pas de relation d'amitié avec M. Miserez et que ce dernier ne s'était pas jusqu'alors montré impliqué dans la société, puisque, selon ses propres déclarations, son investissement dans X avait initialement pour objectif de remédier à cela. Il n'y a pas non plus lieu de déduire de la nature des échanges professionnels entre M. A et M. Miserez, telle qu'elle ressort des points 113 à 116, un lien de confiance particulier entre eux sur ce plan.
138. Par ailleurs, s'il a été retenu que l'acquisition de M. Miserez présentait un caractère atypique eu égard au choix de la valeur X et au montant investi, ainsi qu'aux modalités de passation de son ordre, et qu'elle a été réalisée de façon précipitée à un moment opportun sans qu'aucune explication convaincante n'ait été apportée concernant la sélection du titre X et le moment de son investissement, ces circonstances sont propres à M. Miserez.
139. Ainsi, dans le contexte de l'espèce, où il est démontré, d'une part, que le détenteur de l'information poursuivi avait un intérêt personnel à ce que l'information ne soit pas divulguée et qu'il a fait preuve d'une vigilance particulière pour qu'elle ne le soit pas, d'autre part, qu'il existe un autre circuit plausible de transmission de l'information, la circonstance du déjeuner du 11 juin 2020, même si elle est troublante, et les autres indices décrits précédemment, propres à M. Miserez, sont insuffisants à démontrer que M. A a transmis l'information privilégiée en cause à M. Miserez.
140. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, au sens des articles 10 et 14 du Règlement MAR, qui lui est reproché, n'est donc pas caractérisé.

2.2.3.4. Sur la détention et l'utilisation de l'information privilégiée par M. Miserez

➤ *Sur la détention de l'information privilégiée*

141. Il résulte de ce qui précède que l'acquisition litigieuse de M. Miserez présentait un caractère atypique eu égard au choix de la valeur X et au montant investi, ainsi qu'aux modalités de passation de son ordre, et qu'elle a été réalisée de façon précipitée à un moment opportun sans qu'aucune explication convaincante n'ait été fournie par lui.
142. Il convient également de rappeler que M. Miserez a déclaré lors de son audition par le rapporteur et a confirmé en séance qu'il venait régulièrement dans les locaux de X depuis la levée du confinement, de sorte qu'il ne peut être exclu qu'il ait pu obtenir l'information privilégiée en cause par une autre voie que par M. A, étant à cet égard précisé qu'un manquement d'initié peut être sanctionné sans qu'il soit besoin d'établir la source qui se trouve être à l'origine de la détention de l'information privilégiée.
143. Le rapprochement de l'ensemble de ces indices démontre que seule la détention de l'information privilégiée en cause par M. Miserez permet d'expliquer ses acquisitions de titres X.

➤ *Sur l'utilisation de l'information privilégiée*

144. M. Miserez a acquis, le 11 juin 2020, 11 495 titres X alors qu'il détenait l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs.
145. M. Miserez a déclaré avoir effectué un cursus d'études en école de commerce. Il exerce des fonctions de dirigeant de société depuis 2009. Il convient également de rappeler qu'en 2019, X, alors société cotée, a acquis une part majoritaire de sa société, V. Il s'ensuit qu'au regard de sa formation, de ses qualifications et de son expérience,



M. Miserez savait ou aurait dû savoir que l'information en cause était privilégiée lorsqu'il a acquis 11 495 titres X le 11 juin 2020.

146. Par conséquent, le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du Règlement MAR est caractérisé.

SANCTION ET PUBLICATION

I- Sur la sanction

147. Le manquement retenu à l'encontre de M. Miserez a été commis le 11 juin 2020.
148. Le II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur du 23 octobre 2019 au 24 décembre 2021, non modifiée depuis sur ce point, dispose : « *II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] / c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger : / 1° S'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié [...] au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission ; [...] / dès lors que ces actes concernent : / - un instrument financier [...] négociés sur une plate-forme de négociation située sur le territoire français [...]* ».
149. Le III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur du 23 octobre 2019 au 24 décembre 2021, non modifiée depuis sur ce point, dispose : « *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* ».
150. En l'espèce, le titre X était coté à l'époque des faits sur Euronext Paris. Il en résulte que M. Miserez encourt une sanction au plus égale à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré du manquement.
151. 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 : « *III ter. - Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : - de la gravité et de la durée du manquement ; / - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ; / - de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; / - des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ; / - du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ; / - des manquements commis précédemment par la personne en cause ; / - de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement* ».
152. Le montant des sanctions prononcées par la commission des sanctions est fixé dans le respect du dispositif précité des III et III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui tend à garantir que les sanctions sont effectives, proportionnées et dissuasives.
153. En l'espèce, le manquement d'initié retenu à l'encontre de M. Miserez est d'une gravité certaine dans la mesure où il a causé un préjudice aux contreparties des ordres litigieux, placées dans une situation d'inégalité par rapport à la sienne.



154. Le manquement de M. Miserez à son obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée a porté sur un ordre d'achat du 11 juin 2020 qui lui a permis d'acquérir 11 495 titres X pour un montant total de près de 100 000 euros.
155. La revente des titres en cause par M. Miserez le jour de l'annonce de l'OPA sur les titres X, le 22 juin 2020, lui a permis de réaliser une plus-value de 37 128 euros.
156. M. Miserez est, depuis 2009, président de la société V. Il a déclaré au titre des années 2021 et 2022, respectivement [...] euros et [...] euros de revenus imposables. Sans produire de pièce justificative concernant la valeur de ses biens immobiliers, il a déclaré être propriétaire d'une maison dans le département des Yvelines *via* une SCI, et d'un appartement à Paris *via* une société par laquelle il exerce par ailleurs une activité de marchand de biens. Lors de son audition par le rapporteur, il a indiqué détenir « *un patrimoine global autour de [...] d'euros* ». Il a également produit un extrait de relevé bancaire du mois de septembre 2023 mentionnant des prélèvements relatifs à deux échéances de prêts immobiliers de respectivement [...] euros et [...] euros. S'agissant de ses charges, il a déclaré verser une pension à son ex-épouse et avoir deux enfants à charge.
157. Au vu de l'ensemble de ces éléments, il sera infligé à M. Miserez une sanction pécuniaire d'un montant de 120 000 euros.

II- Sur la publication

158. MM. A, Miserez et B sollicitent l'anonymisation de la décision. M. A sollicite en outre que la décision préserve l'anonymat de la société X. Il invoque un grave préjudice réputationnel le concernant. Il ajoute que dans la perspective des opérations de croissance à venir, à l'étranger notamment, X sera contrainte de se justifier sur cette procédure dans le cadre de processus lourds compte tenu des différences culturelles avec certains pays. M. Miserez fait valoir que l'anonymisation de la décision apparaît comme le seul moyen de limiter les conséquences de la procédure eu égard à la notoriété des mis en cause et des émetteurs concernés.
159. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable depuis le 11 décembre 2016, dispose que : « *La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. / La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes : / a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données 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. [...]* ».
160. La demande de M. Miserez n'est pas étayée. En tout état de cause, la publication de la présente décision n'est ni susceptible de lui causer un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. Elle sera donc ordonnée sans anonymisation à son égard.
161. En revanche, aucun manquement n'ayant été caractérisé à l'encontre de M. B et de M. A, la décision sera publiée sous une forme préservant leur anonymat. Elle sera également publiée sous une forme anonyme en ce qui concerne X.



PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par Mme Valérie Michel-Amsellem, présidente de la 1^{ère} section de la commission des sanctions, par Mme Edwige Belliard, Mme Sophie Schiller, membres de la 1^{ère} section de la commission des sanctions, et Mme Sophie Langlois, membre de la 2^{ème} section de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions retient que :

- ✓ l'information relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs était privilégiée, au sens de l'article 7 du Règlement MAR, au plus tard le 8 juin 2020 et l'est demeurée jusqu'au 22 juin 2020 ;
- ✓ M. A détenait l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs mais il n'est pas établi qu'il l'ait transmise à M. Clément Miserez, ni à M. B. Les manquements à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée prévue par les articles 10 et 14 du Règlement MAR ne sont pas caractérisés ;
- ✓ il n'est pas établi que M. B détenait l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs et qu'il l'ait utilisée. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du Règlement MAR n'est pas caractérisé ;
- ✓ il est établi que M. Clément Miserez détenait l'information privilégiée relative au lancement d'une OPA sur X par ses fondateurs et l'a utilisée pour acquérir 11 495 titres X le 11 juin 2020, en méconnaissance des dispositions des articles 8 et 14 du Règlement MAR.

En conséquence, la commission des sanctions :

- met hors de cause M. A et M. B ;
- prononce à l'encontre de M. Clément Miserez une sanction pécuniaire de 120 000 euros (cent vingt mille euros) ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers de manière anonyme en ce qui concerne M. A et M. B, et fixe à cinq ans à compter de la date de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme en ce qui concerne M. Clément Miserez.

Fait à Paris, le 15 mai 2024,

La Secrétaire de séance,

La Présidente,

Martine Gresser

Valérie Michel-Amsellem

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