



**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 3 du 12 mars 2025

Procédure n° 2023-16

Décision n° 3

Personnes mises en cause :

- M. Denys Sournac
Né le [...] à [...]
Domicilié [...]

- M. Stéphane Reynouard
Né le [...] à [...]
Domicilé [...]
Ayant élu domicile chez Maître Christian Borel, cabinet Jakubowicz & associés, 18-20 rue Tronchet à Lyon (69006)

- SR Capital, société par actions simplifiée
Dont le siège social est : 124 chemin de Montray à Saint Foy Les Lyon (69110)
Immatriculée au RCS de Lyon sous le numéro 845 315 670
Prise en la personne de son représentant légal
Ayant élu domicile chez Maître Christian Borel, cabinet Jakubowicz & associés, 18-20 rue Tronchet à Lyon (69006)

- M. Patrick Orliange
Né le [...] à [...]
Domicilé [...]

La 2^{ème} 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, 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 décembre 2024 :

- M. Xavier Samuel, en son rapport ;
- Mme Jenyfer Bianchi, représentant le collège de l'AMF ;
- M. Denys Sournac, absent, représenté par ses conseils Mes Arthur Dethomas et Sixtine Morin, avocats du cabinet Hogan Lovells ;

- M. Stéphane Reynouard, assisté par son conseil Me Christian Borel, avocat du cabinet Jakubowicz & associés ;
- SR Capital, représentée par M. Stéphane Reynouard, son représentant légal, et assistée par son conseil Me Christian Borel, avocat du cabinet Jakubowicz & associés ;
- M. Patrick Orliange.

Les personnes mises en cause, averties de leur droit à garder le silence préalablement aux questions qui leur ont été posées, ayant eu la parole en dernier.

SOMMAIRE

FAITS	4
PROCÉDURE	4
MOTIFS DE LA DÉCISION	6
I. SUR LE MOYEN DE PROCEDURE TIRE DE L'ATTEINTE AUX DROITS DE LA DEFENSE	6
1. PRESENTATION DU MOYEN	6
2. EXAMEN DU MOYEN	6
II. SUR LES GRIEFS NOTIFIES	6
1. SUR LE CARACTERE PRIVILEGIE DE L'INFORMATION RELATIVE AU PROJET D'ACQUISITION DE MEDICREA PAR MEDTRONIC	6
1.1. Notifications de griefs	6
1.2. Observations des personnes mises en cause	7
1.3. Textes applicables	7
1.4. Examen du caractère privilégié de l'information	8
1.4.1. Sur le caractère précis de l'information	8
1.4.2. Sur le caractère non public de l'information.....	9
1.4.3. Sur l'influence sensible de l'information sur le cours du titre Medicea	10
2. SUR LA DETENTION, LA TRANSMISSION, LA RECOMMANDATION ET L'UTILISATION DE L'INFORMATION PRIVILEGIEE ...	11
2.1. Textes applicables	11
2.2. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Sournac à M. Reynouard et l'utilisation de cette information par M. Reynouard et SR Capital	12
2.2.1. Notifications de griefs	12
2.2.2. Observations des personnes mises en cause	13
2.2.3. Examen des griefs.....	14
2.3. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Reynouard à M. B.	18
2.3.1. Notification de griefs	18
2.3.2. Observations de la personne mise en cause.....	19
2.3.3. Examen du grief	19
2.4. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Sournac à M. Orliange et l'utilisation de cette information par M. Orliange	19
2.4.1. Notifications de griefs	19
2.4.2. Observations des personnes mises en cause	20
2.4.3. Examen des griefs.....	21
2.5. Sur la recommandation par M. Orliange à Mme G d'acquérir des titres sur la base de l'information privilégiée	25
2.5.1. Notification de griefs	25
2.5.2. Observations de la personne mise en cause.....	25
2.5.3. Examen du grief	25
PUBLICATION	25

FAITS

La société Medicea International (ci-après, « **Medicea** ») est une société française, spécialisée dans la fabrication de dispositifs médicaux pour la chirurgie de la colonne vertébrale, créée en 2002 par M. Sournac et M. A, et introduite en bourse sur Euronext Growth le 26 juin 2006 (FR0004178572) et sur le marché américain OTCQX Best Market le 28 août 2018 (sous les symboles MRNTF et MRNTY).

En 2019, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 32,7 millions d'euros, dont 55% aux Etats-Unis, notamment via sa filiale installée à New-York (Medicea USA Corp.), et 20% en France.

Au 30 juin 2020, MM. Sournac et A, directement et indirectement, détenaient 14% du capital social de Medicea. Le capital restant était réparti entre des fonds d'investissement (60%), des *business angels* (11%), le public (10%) et les salariés (4%).

À compter de septembre 2019, des discussions se sont déroulées entre les dirigeants de Medicea et ceux de la société Medtronic plc (ci-après, « **Medtronic** »), en vue d'un rachat des titres Medicea par Medtronic.

Entre le 13 janvier 2020 et le 8 juillet 2020, Medicea a publié cinq communiqués relatifs à des opérations de financement, à la pandémie de Covid-19 et à ses résultats financiers, dans lesquels elle mentionnait notamment l'existence de discussions actives avec des acteurs industriels américains « *du secteur de la colonne vertébrale* » et des technologies médicales en vue de conclure un ou des accords stratégiques pouvant aboutir à un rachat de la société. Ces discussions ont été ralenties par la pandémie de Covid-19, avant de reprendre de façon plus active courant mai 2020.

Le 15 juillet 2020, avant bourse, Medicea a annoncé la signature d'un accord en vue de l'acquisition par Medtronic de toutes les actions Medicea en circulation au prix de 7 euros, soit une prime de 22% par rapport au cours de clôture de la veille. Le même jour, le cours de l'action Medicea a progressé de 20,48% pour atteindre 6,94 euros à la clôture de la séance.

Le 18 novembre 2020, Medicea a annoncé qu'à l'issue de l'offre publique d'acquisition (ci-après, « **OPA** »), Covidien Group (détenu à 100% par Medtronic) détenait désormais plus de 90% du capital social et des droits de vote de Medicea et qu'une demande de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire avait été formulée auprès de l'AMF.

Le 19 novembre 2020, Medicea a été retirée de la cote.

M. Sournac est le fondateur de Medicea dont il a été le président-directeur général de 2006 à 2020. Il a désormais une activité d'investissement immobilier.

La société SR Capital est une société de conseil en investissement en tout genre et immobilier créée en 2019 par M. Reynouard, qui en est le président et l'actionnaire majoritaire.

M. Orliange est retraité et exerce une activité de location de logements meublés.

PROCÉDURE

Le 6 novembre 2020, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête portant sur « *le marché du titre MEDICREA INTERNATIONAL (FR0004178572), et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur du titre MEDICREA INTERNATIONAL (FR0004178572) ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre MEDICREA INTERNATIONAL (FR0004178572), à compter du 1er janvier 2019* ». Le 3 décembre 2021, cette enquête a été étendue à l'information financière et au marché du titre Medicea, et tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur du titre Medicea, ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre Medicea, à compter du 1^{er} janvier 2018.

Le 24 mars 2023, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à MM. Sournac, Orliange et Reynouard ainsi qu'à SR Capital des lettres les informant de manière circonstanciée des faits susceptibles de leur être éventuellement reprochés au regard des constats des enquêteurs, et de leur faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

Des observations ont été produites le 31 mars 2023 par M. Orliange, le 19 avril 2023 par M. Reynouard et la société SR Capital et le 21 avril 2023 par M. Sournac.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 8 septembre 2023.

La commission spécialisée n°3 du collège de l'AMF a décidé, le 20 septembre 2023, de notifier des griefs à l'ensemble des personnes mentionnées plus haut ayant reçu une lettre circonstanciée.

Les notifications de griefs leur ont été adressées par lettres du 19 décembre 2023.

Les notifications de griefs relèvent d'abord l'existence, à compter du 29 mai 2020 à 00h34, d'une information privilégiée « *relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic* » au sens de l'article 7 du règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, « **règlement MAR** »).

Elles reprochent ensuite :

- à M. Sournac d'avoir transmis l'information privilégiée, qu'il détenait en tant qu'initié primaire, à MM. Orliange et Reynouard, en méconnaissance des articles 10 et 14 du règlement MAR ;
- à M. Reynouard d'avoir utilisé l'information privilégiée pour acquérir des titres Medicea, pour son compte et pour le compte de sa société SR Capital, et d'avoir transmis l'information privilégiée à M. B, en méconnaissance des articles 8, 10 et 14 du règlement MAR ;
- à la société SR Capital d'avoir utilisé l'information privilégiée pour acquérir des titres Medicea, en méconnaissance des articles 8 et 14 du règlement MAR ; et
- à M. Orliange d'avoir utilisé l'information privilégiée pour acquérir des titres Medicea et d'avoir recommandé à son ex-épouse, Mme G, d'investir sur le titre Medicea sur la base de l'information privilégiée, en méconnaissance des articles 8 et 14 du règlement MAR.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 19 décembre 2023 au président de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Des observations en réponse aux notifications de griefs ont été déposées par M. Reynouard et la société SR Capital le 1^{er} février 2024, par M. Sournac le 15 février 2024, et par M. Orliange le 13 mars 2024.

Par décision du 6 février 2024, le président de la commission des sanctions a désigné Mme Sophie Schiller en qualité de rapporteure.

Par lettres du 9 février 2024, M. Reynouard, la société SR Capital, et MM. Orliange et Sournac 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 de la rapporteure dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 de ce code.

Par décision du 12 mars 2024, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Xavier Samuel en qualité de rapporteur, en remplacement de Mme Schiller.

Par lettres du 13 mars 2024, les personnes mises en cause ont été informées qu'elles 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 de ce code.

M. Reynouard, la société SR Capital, et MM. Orliange et Sournac ont été entendus par le rapporteur les 18 et 19 septembre 2024. Dans le prolongement de ces auditions, des documents complémentaires ont été adressés au rapporteur par M. Orliange le 18 septembre 2024, par M. Reynouard le 1^{er} octobre 2024 et par M. Sournac le 3 octobre 2024.

Le rapporteur a déposé son rapport le 22 octobre 2024.

Par lettres du 23 octobre 2024 auxquelles était joint le rapport du rapporteur, M. Reynouard, la société SR Capital, M. Orliange et M. Sournac ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions du 5 décembre 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 23 octobre 2024, M. Reynouard, la société SR Capital, et MM. Orliange et Sournac ont été informés de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 5 décembre 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.

Le 6 novembre 2024, M. Sournac a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

MOTIFS DE LA DÉCISION

I. Sur le moyen de procédure tiré de l'atteinte aux droits de la défense

1. Présentation du moyen

1. M. Sournac a soutenu que la direction des enquêtes et des contrôles avait manqué au principe de loyauté dans l'administration de la preuve qui gouverne l'enquête et avait irrémédiablement porté atteinte à ses droits de la défense.

2. Examen du moyen

2. Il n'y a pas lieu d'examiner ce moyen, qui a été abandonné en séance.

II. Sur les griefs notifiés

1. Sur le caractère privilégié de l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic

1.1. Notifications de griefs

3. Selon les notifications de griefs adressées aux personnes mises en cause, l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic présentait les caractéristiques d'une information privilégiée, au sens de l'article 7 du règlement MAR, à compter du 29 mai 2020 à 00h34 et jusqu'au 15 juillet 2020 à 8h30. Elles se fondent sur les éléments suivants.
4. L'information en cause était précise, dès lors que le 29 mai 2020, Medicea et Medtronic étaient prêtes à finaliser leurs négociations, M. Sournac ayant à 00h34, en sa qualité de représentant légal de Medicea, accepté l'offre d'acquisition de Medtronic portant sur 100% des titres Medicea et mentionnant un prix de 7 euros par action, sans condition suspensive de financement. Les notifications de griefs exposent en outre qu'un accord de confidentialité avait été signé entre Medicea et Medtronic, que des banques d'affaires avaient été mandatées par chacune d'elles et que la société Medtronic avait déjà formulé deux offres d'acquisition de 100% des titres Medicea à un prix supérieur au cours de bourse, en janvier et mai 2020, toutes deux rejetées car jugées trop faibles par Medicea. Les notifications de griefs en déduisent que le projet d'acquisition était suffisamment défini entre les parties pour

avoir des chances raisonnables d'aboutir dès le 29 mai 2020, à 00h34, et qu'il était possible de tirer de cette information une conclusion quant à son effet sur le cours de bourse du titre Medicea.

5. L'information en cause était non connue du public dès lors qu'elle n'a fait l'objet d'un communiqué de presse que le 15 juillet 2020, à 8h30.
6. L'information en cause était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre Medicea dans la mesure où la connaissance du projet d'acquisition au prix de 7 euros par action, qui correspondait à une prime de 47,37% par rapport au cours de clôture du 28 mai 2020, était de nature à être utilisée par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de sa décision d'investissement.

1.2. Observations des personnes mises en cause

7. MM. Sournac et Orliange ne contestent pas le caractère privilégié de l'information en cause.
8. En revanche, M. Reynouard et SR Capital le contestent et soutiennent qu'il ne s'agissait pas d'une information non publique. Selon eux, la société Medicea avait communiqué à plusieurs reprises dans les six mois précédant le communiqué de presse du 15 juillet 2020 pour annoncer, notamment, l'obtention de brevets américains le 6 janvier 2020, des discussions actives visant le rachat de la société par des partenaires stratégiques américains le 13 janvier 2020, une levée de fonds de 8 millions d'euros auprès d'institutionnels américains le 23 janvier 2020 et, le 8 juillet 2020, la poursuite très active des discussions stratégiques qui avaient repris au cours du mois de mai. Ils font également valoir que ces communiqués avaient fait l'objet de commentaires et d'échanges sur le site internet grand public Boursorama, en particulier entre le 20 mai et le 9 juillet 2020, et de commentaires d'analystes financiers, le 14 avril et le 9 juillet 2020. Enfin, ils mentionnent la publication sur les sites d'annonces légales d'une information concernant la tenue d'une assemblée générale de la société Medicea le 25 juin 2020, hors la présence physique des actionnaires.

1.3. Textes applicables

9. Selon les notifications de griefs, l'information était privilégiée au plus tard le 29 mai 2020, à 00h34, et jusqu'au 15 juillet 2020, à 8h30. Le caractère privilégié de cette information doit être examiné au regard du texte alors applicable.
10. 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. [...] ».

1.4. Examen du caractère privilégié de l'information

1.4.1. Sur le caractère précis de l'information

11. Il ressort du calendrier des discussions avec les différents partenaires stratégiques établi par Medicea et d'un courriel adressé le 6 février 2019 par M. C, de la banque d'affaires Cowen and Company, LLC (ci-après, « **Cowen** ») à M. Sournac, M. E, directeur de la Stratégie et du Business Développement de Medicea, M. D, directeur administratif et financier de Medicea, et Mme F, directrice RH et juridique de Medicea, versés au dossier, que Medicea est entrée en relation avec Medtronic le 22 février 2019 après avoir donné mandat à la banque Cowen pour l'accompagner dans le cadre d'une possible cession de la société ou d'une autre forme de rapprochement. À la suite de deux réunions physiques entre Medicea et Medtronic organisées les 26 septembre et 10 octobre 2019 respectivement à Chicago et New York, un accord de confidentialité a été signé le 10 octobre 2019.
12. Le 30 octobre 2019, M. Sournac a adressé aux administrateurs de Medicea un courriel résumant les avancées des différentes discussions stratégiques en cours avec plusieurs acteurs de l'industrie, dont Medtronic, duquel il ressort que Medtronic avait adressé à Medicea, à la suite des réunions et conférences téléphoniques tenues dans les semaines précédentes, une série de questions supplémentaires portant notamment sur le niveau d'intégration de ses logiciels dans les systèmes des hôpitaux, sur le mode de facturation des implants, sur les marges et le profil financier.
13. Le 18 novembre 2019, une autre réunion physique a eu lieu au siège du groupe Medtronic à Memphis pour une nouvelle présentation très complète de Medicea.
14. Le 29 novembre 2019, M. Sournac a adressé aux administrateurs de Medicea un courriel les informant de l'évolution des discussions stratégiques en cours et des diligences réalisées par Medtronic portant sur le *business model* de Medicea, les employés, les contrats avec les chirurgiens, la technologie de la plateforme informatique, son intégration dans les systèmes des hôpitaux américains et les développements de Medicea dans l'intelligence artificielle.
15. Le 6 décembre 2019, M. C de la banque Cowen a adressé un courriel à M. Sournac, M. E, M. D et Mme F, les informant de l'état des discussions relatives à la valorisation de l'action Medicea avec Bank of America, mandatée par Medtronic pour gérer la transaction. À la suite de ce courriel, M. E a adressé un courriel à M. Sournac ainsi qu'à M. D et M. [...], CEO de Medicea USA, dans lequel il rappelait les arguments à mettre en avant dans le cadre de leurs discussions à venir avec Bank of America concernant la valorisation de l'action Medicea.
16. Le 13 janvier 2020, Medicea a publié, après bourse, un communiqué dans lequel elle indiquait « *être en discussions actives avec des acteurs américains leaders mondiaux du secteur de la colonne vertébrale en vue de conclure un ou des accords stratégiques pouvant se concrétiser par un rachat de la Société ou par la mise en place de partenariats ou d'accords de distribution* » tout en précisant que « *ces discussions sont, à ce stade, préliminaires, et qu'elle n'a pas reçu de proposition ferme et engageante. Par conséquent, il n'y a aucune certitude que les discussions en cours aboutissent à une transaction* ».
17. Le 21 janvier 2020, Medtronic a adressé à M. Sournac un document intitulé « *Tesla LOI* » (Tesla étant le nom de code de l'opération envisagée) et comprenant une lettre d'intention non-engageante portant sur l'acquisition par Medtronic, directement ou indirectement, de 100% des actions Medicea à un prix indicatif de 6 euros par action, sous réserve de *due diligence*, de la négociation d'accords définitifs et de l'obtention de toutes les autorisations requises. Cette offre a été refusée par Medicea.
18. Le 26 mai 2020, Medtronic a adressé à M. Sournac une lettre d'intention non-engageante révisée à un prix par action porté à 6,75 euros. Cette offre a été refusée par Medicea.
19. Le 28 mai 2020, Medtronic a adressé à M. Sournac une nouvelle lettre d'intention non-engageante révisée, portant sur 100% des actions Medicea en circulation à un prix de 7 euros par action, sans condition suspensive de financement mais sous réserve de la réalisation des *due diligence* et de l'approbation du conseil d'administration de Medtronic. Cette offre au prix de 7 euros intégrait une prime de 47,37% par rapport au cours de clôture de la

veille et, dès lors qu'elle portait sur l'acquisition de 100% du capital de Medicea dont les titres étaient cotés à l'époque des faits sur Euronext Growth, impliquait nécessairement le dépôt d'une OPA.

20. Ce même jour, Medicea a établi une liste d'initiés occasionnels relative au projet dit « *TESLA* ».
21. Le 29 mai 2020 à 00h34, M. Sournac a accepté l'offre de Medtronic et, à 00h45, a transféré aux administrateurs de Medicea la lettre d'intention contresignée en indiquant : « *En pièce jointe la Lettre Intention (LOI) de Medtronic pour l'acquisition de Médicréa acceptée et signée par mes soins, sur base d'une valeur de l'action Médicréa à 7,00 €, conformément à nos discussions d'hier et à l'accord unanime des Administrateurs* », et en leur rappelant que « *cette LOI constitue une information privilégiée au sens de l'article 7 du règlement européen n°596/2014 relatif aux abus de marché* ».
22. Il résulte de cet historique qu'au plus tard le 29 mai 2020, à 00h34, le projet d'acquisition de Medicea par Medtronic était suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir.
23. L'acquisition de Medicea par Medtronic, qui s'entendait de l'acquisition de 100% de son capital, était une information importante pour l'émetteur, dont il pouvait être tiré une conclusion quant à son effet possible, en l'occurrence positif, sur le cours de l'action. En outre, cette acquisition supposait le dépôt d'une OPA et impliquait que son prix intègre une prime eu égard au cours existant, renforçant encore l'effet possible de cette information sur le cours.
24. Il s'ensuit que l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic a acquis un caractère précis au plus tard le 29 mai 2020 à 00h34.

1.4.2. Sur le caractère non public de l'information

25. La signature d'un accord en vue de l'acquisition par Medtronic de toutes les actions Medicea en circulation a été annoncée par communiqué de presse le 15 juillet 2020, avant bourse. Avant cette date, aucune communication n'a été faite sur l'information en cause.
26. M. Reynouard et SR Capital font valoir l'existence d'informations publiques résultant des communiqués de presse suivants publiés par Medicea : le communiqué du 6 janvier 2020 annonçant l'obtention de sept nouveaux brevets américains ; le communiqué du 13 janvier 2020 annonçant l'existence de « *discussions actives avec des acteurs américains leaders mondiaux du secteur de la colonne vertébrale en vue de conclure un ou des accords stratégiques pouvant se concrétiser par un rachat de la Société ou par la mise en place de partenariats ou d'accords de distribution* », qui précisait néanmoins que ces discussions étaient à ce stade préliminaires et qu'« *il n'y a[va]it aucune certitude que les discussions en cours aboutissent à une transaction* » ; le communiqué du 23 janvier 2020 annonçant une levée de fonds auprès d'institutionnels américains ; le communiqué du 8 juillet 2020, publié après bourse, annonçant les résultats du 1^{er} semestre 2020 impacté par la pandémie Covid-19, et indiquant que « *[l]es discussions stratégiques qui avaient redémarré courant mai après une période d'interruption liée à la propagation de l'épidémie COVID-19 se poursuivent de façon très active* ».
27. Le caractère non public de l'information en cause s'apprécie à la date à laquelle l'information a présenté un caractère précis, soit le 29 mai 2020, de sorte que les éléments antérieurs ne sauraient être pris en compte.
28. Les communiqués sur lesquels M. Reynouard et SR Capital se fondent, à l'exclusion du communiqué du 8 juillet 2020, sont antérieurs de plusieurs mois au 29 mai 2020, de sorte qu'ils ne peuvent permettre d'apprécier le caractère public de cette information. En outre, le communiqué du 8 juillet 2020 ne mentionnait aucune information autre que celle de l'existence de discussions stratégiques déjà évoquées dans les communiqués précédents, et notamment aucun élément de calendrier ni concernant l'identité de l'acquéreur. Il n'a donc pas pu conférer un caractère public à l'information privilégiée.
29. M. Reynouard et SR Capital font également valoir que ces communiqués ont alimenté des rumeurs circulant sur les forums boursiers et font notamment référence aux messages suivants : le 20 mai 2020, à 17h45, par « *longere3* » : « *faux p.1,2,3,4 "les négociations ont repris ACTIVEMENT depuis une dizaine de jours".* » ; le 21 mai 2020, à 9h58, par « *letmedo* » : « *Les mesures prioritaires désormais mises en place, ces discussions ont*

repris activement depuis une dizaine de jours avec plusieurs acteurs industriels américains, et la Société et son Conseil d'Administration porteront une attention particulière à toutes propositions de rapprochement ou de coopération [...]. Cette phrase n'est-elle pas assez claire ? Attention particulière à toutes propositions de rapprochement. » ; le 28 mai 2020, à 9h45, par « M8857980 » : « le boss ne se cache pas de vouloir s'adosser ou autre issue...discussions en cours ! » ; le 1^{er} juin 2020, à 12h16, par « letmedo » : « personnellement, je mise sur ce qui est attendu depuis 2 ans. Un rapprochement ou une vente. Le patron n'a pas caché son souhait de passer à autre chose..et si ça monte..et bien comme d'habitude, il y en a qui doivent savoir plus que d'autres..mais il n'est pas interdit d'en acheter ! » ; le 15 juin 2020, à 17h11, par « letmedo », à propos du sujet « MEDICREA INTERN. : POURQUOI MEDICREA » : « pour les nouveaux : la direction a récemment informé de son souhait d'effectuer un ou des rapprochements avec une ou des entreprises US...sachant que le patron a déjà fait part de son désir de "partenariat"..le marché attend une bonne nouvelle. » ; le 9 juillet 2020, à 21h05, par « khouse1 », à propos du sujet « MEDICREA INTERN. : ÇA SENT L'OPA A PLEIN NEZ » : « 10€, c'est une valo autour de 200M€...ce qui ne représente "que" 6 ou 7 fois le CA attendu 2020 (ou 5x le CA attendu en 2022). vraisemblable à mon avis...surtout si un/des partenaires stratégiques rentrent dans la boucle. En cas d'OPA, je m'attendais à un montant plus important. [...] ».

30. Toutefois, ces messages, dont certains sont antérieurs à la date à laquelle l'information en cause est devenue précise, proviennent de personnes non identifiées et reflètent les opinions de leurs auteurs, exprimées en des termes très vagues et sans qu'aucune source ne soit mentionnée à l'exception du communiqué de presse du 19 mai 2020 annonçant la reprise des discussions après la crise du Covid-19. Ils sont dépourvus de toute indication utile permettant de prendre la mesure du projet de rachat ou d'OPA auquel ils font référence et aucun d'entre eux ne présente l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic. En conséquence, ces messages ne constituent que des rumeurs qui ne sont pas de nature à ôter à l'information en cause son caractère non public.
31. Par ailleurs, M. Reynouard et SR Capital se réfèrent aux communiqués de l'analyste financier « EuroLand Corporate » des 14 avril et 9 juillet 2020. Cependant, le communiqué du 14 avril 2020 étant antérieur à la date à laquelle l'information en cause est devenue précise et, ne faisant aucune référence à celle-ci, il n'est pas de nature à lui ôter son caractère non public. De plus, le communiqué du 9 juillet 2020 ne faisait que relater ce qui avait été annoncé par Medicea dans son communiqué du 8 juillet 2020, sans estimations particulières, lesquelles ne sont, en tout état de cause, que des appréciations subjectives et ne suffisent pas à conférer un caractère public à l'information en cause.
32. Enfin, M. Reynouard et SR Capital font valoir que les sites d'annonces légales informaient de la tenue d'une assemblée générale de la société Medicea le 25 juin 2020, hors la présence physique des actionnaires. Toutefois, cette annonce, publiée au bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) des 8 mai et 8 juin 2020, dont l'objet était de convoquer les actionnaires en présentant l'ordre du jour de l'assemblée et qui ne donnait aucune indication relative à l'information en cause, n'était pas de nature à porter celle-ci à la connaissance du public.
33. Il s'ensuit que l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic était non publique au 29 mai 2020 et l'est demeurée jusqu'au 15 juillet 2020.

1.4.3. Sur l'influence sensible de l'information sur le cours du titre Medicea

34. Un projet d'OPA est par nature susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des titres de la société cible dès lors que 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.
35. En l'espèce, l'offre non-engageante de Medtronic du 29 mai 2020 prévoyait l'acquisition de toutes les actions Medicea en circulation, ce qui impliquait nécessairement le dépôt d'une OPA, s'agissant de titres cotés, au prix de 7 euros, lequel faisait ressortir une prime instantanée de 47,37% par rapport au cours de clôture de la veille.
36. Dès lors, le 29 mai 2020, l'information relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic pouvait être utilisée par un investisseur raisonnable pour fonder sa décision d'investir dans les titres Medicea et partant, était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours de ces titres.

37. Au demeurant, le cours du titre Medicrea a clôturé en hausse de 20,48% après la publication du communiqué de presse du 15 juillet 2020, à 6,94 euros.
38. Il résulte des éléments qui précèdent que l'information relative au projet d'acquisition de Medicrea par Medtronic était privilégiée, au sens de l'article 7 du règlement MAR, au plus tard le 29 mai 2020.

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

39. À titre liminaire, il convient de rappeler que la transmission, la recommandation 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.

2.1. Textes applicables

40. Les investissements litigieux réalisés par SR Capital, MM. Reynouard et B ainsi que M. Orliange et Mme G, ont eu lieu entre le 1^{er} et le 10 juillet 2020. Ils doivent par conséquent être examinés au regard des textes alors applicables.
41. L'article 8 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 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 [...]. / 2. Aux fins du présent règlement, le fait de recommander à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, ou le fait d'inciter une autre personne à effectuer une opération d'initié, survient lorsque la personne qui dispose d'une information privilégiée : / a) recommande, sur la base de cette information, qu'une autre personne acquière ou cède des instruments financiers auxquels cette information se rapporte, ou incite cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession ; [...] / 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 ; [...] / c) a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ; [...] / 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. [...]».
42. L'article 10 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « 1. Aux fins du présent règlement, une divulgation illicite d'informations privilégiées se produit lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions. / Le présent paragraphe s'applique à toute personne physique ou morale dans les situations ou les circonstances visées à l'article 8, paragraphe 4. [...] ».
43. L'article 14 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « Une personne ne doit pas : / a) effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés ; / b) recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés ; ou / c) divulguer illicitement des informations privilégiées. ».

2.2. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Sournac à M. Reynouard et l'utilisation de cette information par M. Reynouard et SR Capital

2.2.1. Notifications de griefs

2.2.1.1. Notifications de griefs adressées à M. Reynouard et SR Capital

44. Il est fait grief à M. Reynouard d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic en achetant, entre le 3 et le 10 juillet 2020, 4 000 titres Medicea pour son propre compte, pour un montant de 21 200 euros, et 9 000 titres Medicea pour le compte de SR Capital, pour un montant de 51 390 euros, qu'il a revendus le 15 juillet 2020, générant une plus-value de 6 560 euros pour lui-même et de 11 070 euros pour SR Capital, en méconnaissance de l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par l'article 8 et le point a) de l'article 14 du règlement MAR.
45. Il est également fait grief à SR Capital d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic en achetant entre le 3 et le 10 juillet 2020, 9 000 titres Medicea pour un montant de 51 390 euros, dont la revente le 15 juillet 2020 a généré une plus-value de 11 070 euros, en méconnaissance de l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par l'article 8 et le point a) de l'article 14 du règlement MAR.
46. Les notifications de griefs relèvent l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants permettant, selon elles, d'établir que seule la détention de l'information en cause par M. Reynouard et SR Capital peut expliquer leurs interventions sur le titre Medicea.
47. Selon les notifications de griefs, il existait un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée. Les notifications de griefs indiquent que M. Reynouard a été en contact avec M. Sournac avec lequel il entretient une relation d'amitié de longue date selon ses déclarations, et qui était détenteur de l'information privilégiée dès le 29 mai 2020. Elles relèvent qu'il ressort des éléments du dossier que M. Reynouard et M. Sournac ont échangé par SMS le 1^{er} juillet 2020 pour reporter un déjeuner, et le 2 juillet 2020 par téléphone. Elles en déduisent que M. Sournac a pu transmettre à M. Reynouard l'information privilégiée lors de cette conversation téléphonique du 2 juillet 2020 dans la mesure où les premiers ordres d'achat passés par M. Reynouard, tant pour son propre compte que pour le compte de SR Capital, l'ont été le 3 juillet 2020 au matin, soit le lendemain. La notification de griefs adressée à SR Capital précise que cette dernière était détentrice de l'information privilégiée en cause par l'intermédiaire de M. Reynouard dès lors que les personnes morales sont réputées détenir les informations privilégiées dont sont en possession leurs représentants légaux.
48. Les notifications de griefs relèvent ensuite que les transactions de M. Reynouard et SR Capital sur le titre Medicea entre le 3 et le 10 juillet 2020 présentaient un caractère atypique. Elles exposent que, d'une part, les transactions de M. Reynouard, pour son compte et celui de SR Capital, ont représenté un montant total de 72 590 euros entre le 3 et le 10 juillet 2020, soit davantage qu'en six semaines en janvier et février 2020 (66 576 euros) ; et d'autre part, que SR Capital n'avait jamais fait l'acquisition de titres Medicea avant d'investir la somme de 51 390 euros en juillet 2020. Cela porte le montant total investi par M. Reynouard en juillet 2020 à 124 000 euros, soit près du double du montant investi précédemment à l'hiver 2020. Selon les notifications de griefs, cet investissement traduit une forte conviction quant à une évolution prochaine et positive de la valeur du titre, qui ne s'explique par aucune annonce publiée par Medicea.
49. Selon les notifications de griefs, les transactions de M. Reynouard et SR Capital présentaient un caractère opportun. Elles relèvent que les transactions en cause, réalisées entre le 3 et le 10 juillet 2020, apparaissent opportunes au regard de leur proximité avec l'annonce au public de l'information privilégiée, le 15 juillet suivant.
50. Enfin, les notifications de griefs relèvent l'absence d'explications suffisamment convaincantes de M. Reynouard sur ses interventions. Elles exposent que M. Reynouard a justifié les transactions réalisées entre le 3 et le 10 juillet 2020 par le communiqué du 13 janvier 2020 annonçant des discussions actives avec des acteurs américains pouvant se concrétiser par un rachat ou un partenariat et la désignation d'une banque d'affaires par Medicea, la montée du cours en juillet 2020 alimentant la suspicion d'OPA, les discussions sur les forums boursiers, ses échanges avec son ami M. B lui ayant fait part de ses intentions d'achat de titres Medicea, ainsi que

par une trésorerie disponible justifiant l'investissement par SR Capital. Elles exposent que ces explications ne sont pas convaincantes dans la mesure où, d'une part, le cours du titre Medicea avait déjà atteint des niveaux similaires auparavant sans que M. Reynouard n'ait acquis de titres, d'autre part, la société Medicea n'avait plus communiqué depuis le 19 mai 2020 sur les discussions en cours et, enfin, la trésorerie disponible de SR Capital était plus importante un mois auparavant sans que M. Reynouard n'ait acquis de titres. Elles relèvent également que ces explications sont contradictoires dans la mesure où l'intéressé justifie sa décision d'investir au regard des intentions d'achat de M. B alors que ce dernier n'a commencé à investir que le 6 juillet 2020, soit postérieurement aux premiers ordres de M. Reynouard, et au regard des discussions sur les forums boursiers alors qu'il est un professionnel des marchés financiers.

51. Les notifications de griefs exposent enfin que M. Reynouard savait ou aurait dû savoir que l'information précitée présentait un caractère privilégié.

2.2.1.2. Notification de griefs adressée à M. Sournac

52. Il est fait grief à M. Sournac d'avoir transmis l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic à M. Reynouard, en méconnaissance de l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée prévue par l'article 10 et le point c) de l'article 14 du règlement MAR.
53. La notification de griefs expose que, par ses fonctions au sein de Medicea, il était détenteur de l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic depuis le 29 mai 2020 à 00h34 et tenu aux obligations d'abstention imposées par l'article 14 du règlement MAR jusqu'à la publication de l'information, le 15 juillet 2020 à 8h30, en qualité d'initié primaire.
54. Selon la notification de griefs, la preuve de la transmission de l'information privilégiée par M. Sournac à M. Reynouard repose sur un faisceau d'indices graves, précis et concordants, en substance identique à celui exposé aux points 47 à 51 au titre de la détention de l'information privilégiée par M. Reynouard.
55. La notification de griefs expose également que M. Sournac, en réponse à la lettre circonstanciée qui lui a été adressée, a réfuté avoir transmis une quelconque information privilégiée à M. Reynouard et a relevé que celui-ci n'a fait preuve d'aucun empressement pour réaliser ses acquisitions, étalées sur six jours de bourse. Pour autant, la notification de griefs indique que cette stratégie d'acquisition pouvait s'expliquer si M. Reynouard avait été informé par M. Sournac de la date envisagée d'annonce de l'OPA, le 15 juillet 2020.

2.2.2. Observations des personnes mises en cause

2.2.2.1. Observations de M. Reynouard et SR Capital

56. M. Reynouard et SR Capital contestent la détention et l'utilisation de l'information privilégiée.
57. D'une part, s'agissant du circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, ils font valoir que M. Reynouard et M. Sournac entretenaient une relation professionnelle et qu'aucun échange entre eux n'a été relevé sur toute la période concernée, à l'exclusion d'un échange de SMS qui ne contenait pas d'information privilégiée et une seule et unique conversation téléphonique de cinq minutes qui ne peut constituer un circuit, ni la démonstration de la transmission d'une information privilégiée.
58. D'autre part, M. Reynouard et SR Capital contestent le caractère atypique des investissements litigieux et soutiennent à cet égard que M. Reynouard avait déjà investi sur le titre Medicea avant même l'annonce des discussions en vue d'un rapprochement de Medicea.

2.2.2.2. Observations de M. Sournac

59. M. Sournac ne conteste pas avoir détenu l'information privilégiée en cause mais conteste en revanche l'avoir transmise à M. Reynouard.

60. Il explique tout d'abord qu'il avait connaissance de la réglementation boursière et des obligations absolues d'abstention qu'elle impose et qu'en outre la réalisation de l'opération était subordonnée à l'absence de fuites.
61. Il soutient ensuite que les indices exposés par la notification de griefs doivent être écartés ou, *a minima*, jugés équivoques.
62. S'agissant, en premier lieu, du caractère opportun des transactions, il fait valoir que la proximité chronologique entre les ordres d'achat de M. Reynouard, investisseur régulier sur le titre Medicea, et l'annonce de l'OPA, ne constitue pas un indice grave et précis et que la revente des actions après l'annonce de l'OPA résulte de « *la plus simple logique de marché* ».
63. S'agissant, en deuxième lieu, des explications de M. Reynouard susceptibles de justifier ses transactions, il soutient que la notification de griefs, d'une part, écarte les explications liées à la montée du cours en juillet 2020, M. Reynouard n'ayant pas acquis de titres lorsque le cours du titre avait déjà atteint des niveaux similaires, alors que celui-ci avait acquis des actions Medicea en février 2020, et d'autre part, ignore les articles et discussions concernant le titre Medicea sur les différents forums boursiers ainsi que la hausse continue du cours de l'action Medicea entre mars et juillet 2020, et notamment entre le 1^{er} juillet et le 9 juillet 2020, alors qu'ils témoignent d'un certain consensus sur une tendance haussière du titre Medicea résultant des anticipations du marché quant à une possible OPA. Il fait également valoir que le fait que M. Reynouard a échangé avec M. B sur le titre Medicea ne rend pas inopérants les autres arguments relatifs à sa connaissance du marché et, qu'en toutes hypothèses, il ne s'agit pas d'un indice grave et précis.
64. S'agissant, en troisième lieu, du caractère atypique des transactions, il fait valoir que le montant de 124 000 euros mentionné par la notification de griefs, traduisant une forte conviction quant à une évolution prochaine et positive de la valeur du titre, résulte d'une erreur de calcul et que l'écart entre les sommes totales investies par M. Reynouard en une semaine en juillet 2020 et en six semaines à l'hiver 2020 représente en réalité 8% du total des transactions de juillet 2020. Il soutient également que les montants investis par M. Reynouard, tous comptes bancaires confondus, entre janvier et mai 2020 sont supérieurs à ceux investis en juillet 2020.
65. S'agissant, en dernier lieu, du circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, il soutient que l'échange de trois SMS du 1^{er} juillet 2020 ainsi que la conversation téléphonique de cinq minutes du 2 juillet 2020 avec M. Reynouard ne permettent pas de laisser supposer que cette conversation aurait porté sur le projet d'acquisition de Medicea. Il fait en outre valoir que M. Reynouard n'a fait preuve d'aucun empressement. Il soutient également que les relations entre M. Reynouard et d'autres personnes ayant fait l'objet de l'enquête, dont M. B, ne renforcent pas la présomption de transmission par M. Sournac d'une information privilégiée, mais démontrent au contraire que plusieurs autres sources d'information existaient. À ce titre, il relève une conversation téléphonique du 3 juillet 2020 entre M. B et son conseiller bancaire, au cours de laquelle celui-ci indiquait vouloir investir en titres Medicea en évoquant une potentielle opération dont ni le calendrier ni le prix ne correspondaient au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic, ce qui permet, selon M. Sournac, de démontrer que M. B ne détenait pas l'information privilégiée, que M. Reynouard n'a donc pas pu lui transmettre et, à supposer qu'ils aient échangé, que M. Reynouard ne détenait pas l'information privilégiée, ce qui démontre que M. Sournac ne l'a pas transmise à M. Reynouard.

2.2.3. Examen des griefs

2.2.3.1. Sur la détention de l'information par M. Sournac

66. M. Sournac, en sa qualité de fondateur de Medicea dont il était, à l'époque des faits, le président-directeur général, a été destinataire de la lettre d'intention de Medtronic le 28 mai 2020 et a accepté cette offre le 29 mai 2020 à 00h34. Ainsi, M. Sournac détenait l'information privilégiée en cause au plus tard le 29 mai 2020 à 00h34, ce qu'il ne conteste pas.

2.2.3.2. Sur la détention de l'information par M. Reynouard et SR Capital

✓ *Sur le caractère atypique des transactions litigieuses*

67. Il ressort des éléments du dossier relatifs aux transactions réalisées par M. Reynouard, pour son propre compte et pour le compte de sa fille mineure, que celui-ci avait commencé à investir en titres Medicea dès le 26 septembre 2019 et qu'il avait par ailleurs acquis des titres IDS en mars 2019 pour des montants compris entre 1 900 euros et 9 100 euros ainsi que d'autres titres avant le 1^{er} janvier 2019, pour des montants compris entre 2 663,51 euros et 10 992 euros. Les investissements réalisés par M. Reynouard en juillet 2020 n'étaient donc pas atypiques à cet égard au regard de ses habitudes d'investissement.
68. Par ailleurs, les acquisitions de titres Medicea réalisées par M. Reynouard, tant pour son compte propre que pour le compte de SR Capital, ont porté sur un montant total de 72 652 euros entre le 3 et le 10 juillet 2020, dont 21 200 euros pour son compte propre et 21 420 euros pour le compte de SR Capital sur la seule journée du 3 juillet. En comparaison, M. Reynouard avait déjà investi au total, tant pour son compte propre que pour celui de sa fille mineure, plus de 125 000 euros en titres Medicea entre le 26 septembre 2019 et le 28 mai 2020, dont 55 186 euros en cinq jours, entre le 17 et le 21 février 2020, et 29 203 euros en une journée, le 20 mai 2020. Les investissements réalisés par M. Reynouard entre le 3 et le 10 juillet 2020 n'étaient donc pas atypiques par rapport à ses habitudes d'investissement au regard de ces montants, qu'ils soient cumulés ou analysés de façon isolée par jour et par personne.
69. En revanche, il ressort des extractions du compte-titres de SR Capital que les transactions réalisées par M. Reynouard pour le compte de cette société en juillet 2020 ont été ses premières interventions, tous titres confondus, depuis sa création le 9 janvier 2019. La circonstance, invoquée par M. Reynouard et SR Capital, tirée de ce que davantage de liquidités auraient pu être investies, est indifférente à l'appréciation du caractère atypique de l'opération. S'agissant d'un premier investissement en titres cotés, ces acquisitions constituaient par nature un comportement atypique au regard des habitudes de SR Capital, quel que soit le montant investi.
70. Il s'ensuit que les investissements de SR Capital étaient atypiques par rapport à ses habitudes, ce qui constitue un indice de détention de l'information privilégiée. Il convient toutefois de relever que la portée de cet indice est atténuée par le fait que tant la décision d'investir que les ordres passés sont le fait d'une seule et même personne, M. Reynouard, pour lequel il a été établi ci-dessus que les investissements en titres Medicea ne présentaient aucune atypie au regard de ses habitudes d'investissement.

✓ *Sur le caractère opportun des transactions litigieuses*

71. Les acquisitions litigieuses de titres Medicea par M. Reynouard, pour son compte propre et pour le compte de SR Capital, sont intervenues entre le 3 et le 10 juillet 2020, soit quelques jours avant le communiqué de presse de Medicea du 15 juillet 2020 annonçant l'acquisition de Medicea par Medtronic.
72. Les investissements litigieux ont donc été réalisés à un moment opportun, ce qui constitue un indice de détention de l'information privilégiée. Toutefois la portée de cet indice doit être relativisée dès lors qu'il est, par hypothèse, toujours vérifié.

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

73. Il ressort des déclarations respectives de MM. Sournac et Reynouard devant les enquêteurs et devant le rapporteur que tous deux se connaissent de longue date et que, de ce fait, ils se tutoient et emploient des mots familiers entre eux, bien qu'ils ne soient pas des amis proches. Ils ont également tous deux déclaré s'être perdus de vue pendant plusieurs années et avoir repris contact dans le cadre du forum d'investissement annuel organisé à Lyon par M. Reynouard, dans un cadre professionnel. Il ressort également de leurs déclarations, ainsi que de l'exploitation du téléphone de M. Reynouard, que leurs contacts étaient très irréguliers au moment des faits et de nature professionnelle. Il ressort encore de leurs déclarations et d'éléments fournis par MM. Sournac et Reynouard postérieurement à leur audition par le rapporteur, qu'au moment des faits, il leur arrivait notamment d'échanger à propos d'investissements immobiliers ou dans des start-ups, particulièrement de medtech proches de l'expertise de M. Sournac, dans le cadre de l'activité de SR Capital.

74. MM. Sournac et Reynouard entretenaient ainsi des liens professionnels et amicaux de longue date, mais trop irréguliers pour qu'ils puissent être qualifiés d'amis proches.
75. Par ailleurs, il ressort de l'exploitation du téléphone de M. Reynouard et de leurs déclarations respectives que MM. Sournac et Reynouard ont échangé des SMS le 1^{er} juillet 2020. M. Reynouard a déclaré devant les enquêteurs que cet échange de SMS avait pour objet de confirmer un déjeuner qu'il pensait par erreur programmé le 1^{er} juillet 2020, mais qui était en réalité enregistré à la date du 2 juillet 2020 dans son agenda. MM. Sournac et Reynouard ont déclaré que ce déjeuner n'avait jamais eu lieu et aucun élément du dossier ne permet de mettre en doute ces déclarations.
76. Il ressort également de l'exploitation du téléphone de M. Reynouard qu'il a eu une conversation téléphonique de cinq minutes avec M. Sournac le 2 juillet 2020, soit le lendemain de cet échange de SMS. Le 3 juillet 2020, le lendemain de cette conversation, M. Reynouard a procédé à l'acquisition de 4 000 titres Medicrea via son compte personnel, et 4 000 titres Medicrea via le compte de sa société SR Capital.
77. Aucun autre contact par SMS ou par téléphone entre MM. Sournac et Reynouard n'est relevé, en dehors de ces deux échanges, entre le 1^{er} juin et le 15 juillet 2020.
78. Il résulte de ce qui précède que les liens professionnels et amicaux de longue date entre MM. Reynouard et Sournac, bien qu'irréguliers, ainsi que l'existence de contacts entre eux à l'époque des faits et la concomitance entre leur conversation téléphonique du 2 juillet 2020 et les interventions de M. Reynouard sur le titre Medicrea à partir du 3 juillet 2020 pour son compte propre et pour le compte de SR Capital, sont de nature à révéler un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, ce qui constitue un indice de détention de l'information privilégiée. À cet égard, la circonstance, invoquée par M. Sournac, tirée de ce que M. Reynouard entretenait des liens amicaux avec d'autres personnes ayant fait l'objet de l'enquête et non mises en cause, n'est pas à elle seule de nature à constituer un autre circuit plausible de transmission de l'information à M. Reynouard dans la mesure où ces personnes n'avaient jamais acquis d'actions Medicrea auparavant et ont passé leurs premiers ordres d'acquisition postérieurement aux ordres passés par M. Reynouard. Elle est donc indifférente à l'appréciation de l'existence d'un circuit plausible de transmission entre MM. Sournac et Reynouard.
79. Toutefois, cet indice doit être relativisé en considération du fait que la conversation téléphonique du 2 juillet 2020, concomitante aux interventions de M. Reynouard, apparaît isolée, en cohérence avec l'irrégularité de ses relations avec M. Sournac, et qu'aucun autre élément du dossier ne permet d'établir que MM. Reynouard et Sournac auraient eu l'occasion d'échanger lorsque M. Sournac détenait l'information privilégiée.

✓ *Sur les explications apportées par M. Reynouard et SR Capital*

80. Il résulte des déclarations de M. Reynouard devant les enquêteurs et le rapporteur ainsi que de ses observations en réponse aux lettres circonstanciées et aux notifications de griefs adressées à M. Reynouard et SR Capital que les investissements en titres Medicrea réalisés entre le 3 et le 10 juillet 2020 résultaient d'une conjonction de plusieurs éléments dont il a pu tirer des conclusions compte tenu de son expérience des marchés financiers.
81. Il a ainsi déclaré devant les enquêteurs et le rapporteur qu'il avait investi au regard de la montée du cours de l'action qui dénotait un « *engouement autour de la valeur* » et « *alimentait la suspicion d'une OPA* ». Il a fait valoir, tant dans ses observations en réponse à la lettre circonstanciée que devant le rapporteur, que ses investissements avaient également été motivés par les différents communiqués de presse de Medicrea publiés depuis le 13 janvier 2020, qui ont donné lieu à de nombreux échanges sur le forum boursier Boursorama qui commentaient l'évolution du titre Medicrea. M. Reynouard a ensuite invoqué en réponse à la lettre circonstanciée et devant le rapporteur, la publication sur les sites d'annonces légales de la tenue d'une assemblée générale « *hors la présence des actionnaires* » en raison de l'épidémie de Covid-19, le 25 juin 2020, et les publications d'analystes financiers. Il a, alors, indiqué en réponse à la lettre circonstanciée que « *Ces informations et l'accélération de messages sur les blogs laissaient penser à un rachat imminent, qui s'est effectivement réalisé mi-juillet 2020* ».
82. Tout d'abord, s'agissant des avis de convocation d'une assemblée générale publiés sur les sites d'annonces légales, M. Reynouard n'explique pas le délai écoulé entre la parution de ces avis, nécessairement antérieure au

25 juin 2020, et ses investissements du 3 juillet 2020. En tout état de cause, l'ordre du jour de ces avis de convocation publiés au BALO ne donnant aucune indication, ceux-ci n'étaient pas de nature à justifier de nouveaux investissements. De la même façon, il apparaît que les publications d'analystes financiers versées au dossier par M. Reynouard ne faisaient que relater ce qui avait été annoncé par Medicea dans ses communiqués, sans commentaire particulier qui aurait pu motiver un investissement.

83. Par ailleurs, s'il est avéré que des rumeurs d'OPA sur Medicea circulaient sur les forums de discussion comme indiqué au point 29, le dernier extrait des échanges invoqués par M. Reynouard versé au dossier par ce dernier date du 15 juin 2020, soit plus de 15 jours avant le début de ses interventions. Il est donc peu probable que ces échanges aient pu motiver les achats du 3 juillet 2020.
84. En revanche, il ressort des éléments du dossier que des communiqués de presse de Medicea mentionnant l'évolution des discussions actives avec des partenaires stratégiques américains ont été publiés les 13 janvier, 9 avril, 19 mai et 8 juillet 2020 et que l'action Medicea a connu plusieurs mouvements haussiers au cours du premier semestre 2020, particulièrement à partir du 14 janvier, du 20 mai et du 2 juillet 2020.
85. Or, il ressort des éléments du dossier relatifs aux transactions réalisées par M. Reynouard sur le titre Medicea, pour son propre compte, pour le compte de sa fille mineure et pour le compte de SR Capital, qu'il a acquis 3 000 actions Medicea le 14 janvier 2020, soit le lendemain du communiqué du 13 janvier 2020, 10 800 actions Medicea entre le 17 et le 21 février 2020, soit après la forte hausse du cours démarrée le 14 janvier 2020, 3 800 actions Medicea les 14 avril et 14 mai 2020, après la publication du communiqué du 9 avril 2020, 8 200 actions Medicea entre les 20 et 28 mai 2020, soit après la publication du communiqué du 19 mai 2020 et à un cours montant, 8 000 actions Medicea le 3 juillet 2020 alors qu'une nouvelle hausse de cours avait débuté le 2 juillet 2020 et enfin 5 000 actions Medicea les 9 et 10 juillet 2020, dès le lendemain du communiqué du 8 juillet 2020 et alors que le cours connaissait une nouvelle hausse.
86. Il en résulte que les nombreux investissements de M. Reynouard au cours du premier semestre 2020 ont pu être motivés par les communications de Medicea et/ou par une hausse du cours de l'action dans les jours ou semaines suivant ces communiqués. Il est alors plausible que les investissements du 3 juillet 2020 aient pu être motivés par une nouvelle hausse du cours à compter du 2 juillet 2020 et que les investissements réalisés les 9 et 10 juillet 2020 l'aient eux-mêmes été par le communiqué de presse de Medicea du 8 juillet 2020 et une nouvelle hausse du cours.
87. Pour justifier les investissements réalisés pour le compte de SR Capital, qui constituaient les premiers investissements de la société en titres cotés, M. Reynouard a déclaré devant les enquêteurs qu'il avait investi au regard de la trésorerie disponible, et a précisé devant le rapporteur que SR Capital, créée en janvier 2019, n'avait pas de trésorerie disponible jusqu'au premier trimestre 2020. Il a précisé qu'il n'avait pas eu immédiatement conscience de la possibilité d'investir la trésorerie de SR Capital dans des actions. Toutefois, ces éléments ne sont pas étayés et les extraits de comptes de SR Capital versés au dossier révèlent que le solde du compte de la société au 29 mai 2020, de 192 000 euros, était supérieur à son solde au 30 juin 2020, de 121 000 euros.
88. Il résulte, par ailleurs, des éléments fournis par M. Reynouard à l'issue de l'audition, qu'il a de nouveau investi, pour le compte de SR Capital, de façon simultanée avec ses investissements à titre personnel, en mars 2021. Si ces éléments postérieurs aux acquisitions litigieuses ne peuvent être pris en compte pour apprécier les justifications apportées par M. Reynouard pour le compte de SR Capital au soutien de ses interventions sur le titre Medicea, il y a néanmoins lieu d'observer que M. Reynouard avait l'habitude d'investir simultanément pour son compte et pour le compte de sa fille. Ainsi, le seul fait que M. Reynouard ait de la même façon simultanément investi pour son compte et pour le compte de SR Capital, qui disposait alors de trésorerie disponible, n'est pas de nature à dénoter une rupture de comportement de sa part.
89. Les justifications apportées par M. Reynouard peuvent en conséquence être regardées comme suffisamment convaincantes pour expliquer de façon rationnelle les investissements réalisés entre le 3 et le 10 juillet 2020, pour son compte et pour le compte de SR Capital, qui s'inscrivaient dans la continuité de ses investissements antérieurs, pour son compte et pour le compte de sa fille mineure.
90. Il y a lieu, par suite, d'écarter l'indice de détention de l'information privilégiée tiré de l'insuffisance de ces explications.

91. Il résulte de tout ce qui précède que le caractère atypique des acquisitions de titres Medicea au regard des habitudes de SR Capital, le caractère opportun des investissements en cause et l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, dont la portée doit être relativisée, ne sont pas suffisants pour établir que seule la détention de l'information privilégiée par M. Reynouard et SR Capital pourrait expliquer les opérations litigieuses. Dans les circonstances très particulières de l'espèce et au regard de l'antériorité des investissements de M. Reynouard sur le titre Medicea, l'explication la plus crédible de ces opérations est que sa propre analyse des communications de Medicea et de la hausse du cours, compte tenu de son expérience des marchés, était suffisante pour le conduire à passer ses ordres sans détenir l'information privilégiée en cause. Il convient donc, au bénéfice du doute, de considérer que M. Reynouard et SR Capital ne détenaient pas cette information privilégiée.

2.2.3.3. Sur l'utilisation de l'information par M. Reynouard et SR Capital

92. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Reynouard et SR Capital détenaient l'information privilégiée, il n'y a pas lieu d'examiner une éventuelle utilisation de cette information.
93. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du règlement MAR reproché à M. Reynouard et SR Capital n'est donc pas caractérisé.

2.2.3.4. Sur la transmission de l'information par M. Sournac à M. Reynouard

94. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Reynouard détenait l'information privilégiée, il ne saurait être reproché à M. Sournac de la lui avoir transmise.
95. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, au sens des articles 10 et 14 du règlement MAR, reproché à M. Sournac n'est donc pas caractérisé.

2.3. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Reynouard à M. B

2.3.1. Notification de griefs

96. Il est fait grief à M. Reynouard d'avoir transmis l'information privilégiée relative à l'acquisition de Medicea par Medtronic à M. B qui l'aurait utilisée pour acquérir 12 497 titres Medicea les 6, 7 et 8 juillet 2020, en méconnaissance des articles 10 et 14 du règlement MAR.
97. La notification des griefs relève l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants, permettant d'établir que seule la détention par M. B de l'information en cause transmise par M. Reynouard pourrait expliquer ses interventions sur le titre Medicea.
98. La notification de griefs relève l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée. Elle expose que M. Reynouard a eu plusieurs contacts avec M. Sournac, initié primaire, les 1^{er} et 2 juillet 2020, et qu'il a eu une conversation téléphonique de huit minutes le 3 juillet 2020, puis une autre de quinze minutes le 6 juillet 2020 avec M. B. Selon la notification de griefs, M. B a passé ses premiers ordres sur les titres Medicea au cours de cette dernière conversation et a cédé ses titres le 15 juillet 2020, réalisant un gain de 17 780 euros.
99. Selon la notification de griefs, les transactions de M. B présentent un caractère atypique. Elle relève que M. B n'avait réalisé aucune opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2019 *a minima* jusqu'aux acquisitions de titres Medicea et qu'il a investi 67 792 euros entre le 6 et le 8 juillet 2020, fonds résultant de trois virements et d'une demande de rachat de parts sociales de sa banque, concomitants aux transactions en cause sur les titres Medicea. Selon la notification de griefs, cela traduit des investissements inhabituels et une forte confiance dans les perspectives haussières du titre Medicea.
100. La notification de griefs relève enfin le caractère opportun des transactions de M. B. Elle expose que les acquisitions réalisées entre le 6 et le 8 juillet 2020 apparaissent opportunes au regard de leur proximité avec l'annonce au public de l'information privilégiée, le 15 juillet 2020, et précise que l'intégralité des titres acquis ont été cédés le 17 juillet 2020, soit deux jours après l'annonce au public de l'information privilégiée.

101. La notification de griefs indique également que M. B est décédé peu avant son audition par les enquêteurs, qui n'ont pas pu recueillir ses explications.

2.3.2. Observations de la personne mise en cause

102. M. Reynouard conteste avoir transmis une quelconque information privilégiée à M. B. Il conteste également le bien-fondé du circuit plausible de transmission de l'information privilégiée.
103. Il fait valoir à ce titre que ce circuit se fonde sur deux échanges téléphoniques des 3 et 6 juillet 2020, qui sont les deux seuls échanges entre lui-même et M. B, de sorte qu'ils ne sauraient constituer un circuit plausible de transmission de l'information en cause, en l'absence de tout autre élément matériel s'y rapportant.

2.3.3. Examen du grief

104. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Reynouard détenait l'information privilégiée, il ne saurait lui être reproché de l'avoir transmise M. B.
105. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, au sens des articles 10 et 14 du règlement MAR, reproché à M. Reynouard, n'est donc pas caractérisé.

2.4. Sur la transmission de l'information privilégiée par M. Sournac à M. Orliange et l'utilisation de cette information par M. Orliange

2.4.1. Notifications de griefs

2.4.1.1. Notification de griefs adressée à M. Orliange

106. Il est fait grief à M. Orliange d'avoir utilisé l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic en achetant, le 1^{er} juillet 2020, 2 665 titres Medicea pour un montant de 13 567 euros, qu'il a revendus le 17 juillet 2020, générant une plus-value de 5 034 euros, en méconnaissance de l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par l'article 8 et le point a) de l'article 14 du règlement MAR.
107. La notification de griefs relève l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants permettant d'établir que seule la détention de l'information en cause par M. Orliange pourrait expliquer ses interventions sur le titre Medicea.
108. La notification de griefs relève tout d'abord l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée. Elle indique que M. Orliange a été en contact avec M. Sournac, détenteur de l'information privilégiée depuis le 29 mai 2020, ce même jour, au cours d'un échange de SMS ayant pour objet de reporter un apéritif en raison d'une conférence téléphonique prévue le soir-même dont la mention laisse à penser qu'ils se seraient entretenus auparavant à ce sujet, et faisant état d'une forte pression professionnelle, et le 1^{er} juin 2020, lors d'un dîner. La notification de griefs en déduit que l'information privilégiée en cause aurait pu être transmise à M. Orliange par M. Sournac le 29 mai, le 1^{er} juin ou ultérieurement.
109. Selon la notification de griefs, les transactions de M. Orliange présentaient un caractère atypique au regard des modalités de passage des ordres. Elle relève, en premier lieu, que l'opération d'acquisition réalisée le 1^{er} juillet 2020 a mobilisé l'intégralité des liquidités disponibles sur le compte PEA de M. Orliange, qui a insisté pour acheter rapidement et même à un prix supérieur au cours de bourse, ce qui démontre un empressement certain. En second lieu, elle expose que M. Orliange a le jour-même placé un ordre de vente avec une date de validité au 16 juillet 2020 et une limite de cours de 7 euros minimum, ce qui correspondait au prix de l'offre de rachat acceptée par Medicea le 29 mai 2020 et annoncée par communiqué de presse le 15 juillet 2020. Selon la notification de griefs, ces éléments laissent penser que M. Orliange avait connaissance de la date à laquelle l'information privilégiée en cause serait rendue publique et du prix de l'offre d'achat.

110. Enfin, la notification de griefs relève l'absence d'explications suffisamment convaincantes de M. Orliange sur ses interventions. Elle expose que M. Orliange n'a pas été en mesure de justifier ses investissements en titres Medicea le 1^{er} juillet 2020, ni l'ordre de vente passé concomitamment à son ordre d'achat.
111. La notification de griefs expose enfin que M. Orliange savait ou aurait dû savoir que l'information en cause présentait un caractère privilégié dans la mesure où il résulte de l'enregistrement de sa conversation avec un conseiller bancaire qu'il est familier du fonctionnement des marchés financiers.

2.4.1.2. Notification de griefs adressée à M. Sournac

112. Il est fait grief à M. Sournac d'avoir transmis l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic à M. Orliange, en méconnaissance de l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée prévue par l'article 10 et le point c) de l'article 14 du règlement MAR.
113. La notification de griefs expose qu'au regard de ses fonctions au sein de Medicea, il était détenteur de l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic depuis le 29 mai 2020 à 00h34 et tenu aux obligations d'abstention imposées par l'article 14 du règlement MAR jusqu'à la publication de l'information, le 15 juillet 2020 à 8h30, en qualité d'initié primaire.
114. La notification de griefs relève l'existence d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants, permettant d'établir que seule la transmission de l'information en cause par M. Sournac à M. Orliange pourrait expliquer les interventions de ce dernier sur le titre Medicea.
115. En premier lieu, elle relève l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information, tel que présenté *supra* au point 108.
116. En second lieu, elle expose que les modalités de passage des ordres de M. Orliange sur le titre Medicea présentaient un caractère atypique, tel que présenté *supra* au point 109.

2.4.2. **Observations des personnes mises en cause**

2.4.2.1. Observations de M. Orliange

117. M. Orliange conteste avoir détenu une quelconque information privilégiée.
118. Il explique avoir d'abord acquis des titres Medicea en janvier 2020 lorsqu'il a appris par les médias que la société pourrait être rachetée par un concurrent, puis en avoir cédé une partie en juin 2020 alors que le cours de l'action avait augmenté, avant d'acquérir de nouveaux titres en juillet 2020 au regard du cours de l'action qui continuait d'augmenter. Il soutient avoir alors demandé la cession de tous ses titres à son conseiller bancaire, la veille de son départ en Grèce.
119. Par ailleurs, il fait valoir que s'il avait disposé d'une information lui permettant de penser que l'action de Medicea allait fortement augmenter, il aurait probablement mobilisé davantage de liquidités afin de générer une plus-value supérieure à 5 034 euros, précisant qu'il avait alors environ 300 000 euros disponibles.

2.4.2.2. Observations de M. Sournac

120. M. Sournac ne conteste pas avoir détenu l'information privilégiée en cause mais conteste en revanche l'avoir transmise à M. Orliange.
121. Il explique tout d'abord qu'il avait connaissance de la réglementation boursière et des obligations absolues d'abstention qu'elle impose et qu'il avait en outre accepté de conditionner la réalisation de l'opération à l'absence de fuites lors de l'acceptation de l'offre de Medtronic.
122. Il fait ensuite valoir que les indices exposés par la notification de griefs ne sont pas susceptibles de le mettre en cause pour divulgation d'une quelconque information privilégiée à M. Orliange.

123. S'agissant, en premier lieu, du caractère opportun des transactions de M. Orliange, M. Sournac soutient que les ordres d'achat ont été passés le 1^{er} juillet 2020, soit un mois après la date de transmission de l'information privilégiée retenue par la notification de griefs, ce qui démontre l'absence de précipitation de M. Orliange et indique que la cession des titres deux jours après l'annonce d'une OPA, annonçant un probable retrait de la cote, à un prix par action proche du prix par action de l'OPA, n'apparaît pas anormale.
124. S'agissant, en deuxième lieu, des explications de M. Orliange, M. Sournac fait valoir qu'il ressort de la retranscription de la conversation téléphonique de M. Orliange avec son conseiller bancaire lors de laquelle il a passé son ordre d'achat en date du 1^{er} juillet 2020, que celui-ci justifiait cet ordre au regard de la hausse du cours de l'action Medicea qu'il suivait depuis plusieurs mois et dont il était alors de notoriété publique qu'elle était en discussion très active pour conclure un partenariat avec une société américaine. Par ailleurs, il soutient que le fait que M. Orliange ne se soit pas souvenu, lors de son audition deux ans après les faits et alors qu'il passe de nombreux ordres sur les marchés, de la raison pour laquelle il a passé un ordre de vente en fixant une date de validité et un cours limite ne peut à lui seul constituer un indice précis et grave et est, tout au plus, équivoque.
125. S'agissant, en troisième lieu, du caractère atypique des transactions de M. Orliange, M. Sournac fait valoir que celui-ci n'a pas investi la totalité de ses liquidités disponibles ni fait preuve d'un quelconque empressement dès lors que l'ordre d'achat a été passé un mois après la date de transmission de l'information privilégiée retenue par la notification de griefs. Il soutient par ailleurs que l'insistance de M. Orliange pour acheter des titres Medicea rapidement résultait du constat de l'augmentation constante du cours de l'action Medicea qu'il suivait, et de son départ le jour-même en Grèce. Enfin, il relève que M. Orliange avait déjà acquis des actions Medicea en janvier 2020 pour un volume et un montant supérieurs, de sorte que le caractère atypique des transactions de juillet 2020 n'est pas avéré.
126. S'agissant, en dernier lieu, du circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, M. Sournac fait valoir, d'une part, que M. Orliange a cédé 80% des actions Medicea qu'il détenait le 11 juin 2020, soit dix jours après le dîner du 1^{er} juin 2020 auquel ils ont assisté, au prix de 4,66 euros, avant de racheter des titres le 1^{er} juillet 2020, au cours de 5,09 euros. Il fait valoir, d'autre part, qu'il existe un écart d'un mois entre le dîner auquel il a assisté avec M. Orliange et la date d'achat des titres par celui-ci. Selon lui, ces éléments tendent à démontrer qu'aucune divulgation n'a eu lieu lors de ce dîner. Enfin, il soutient qu'aucun autre contact n'a eu lieu à la suite de ce dîner entre lui-même et M. Orliange.

2.4.3. Examen des griefs

2.4.3.1. Sur la détention de l'information par M. Sournac

127. Il a été établi au point 66 que M. Sournac, en sa qualité de fondateur de Medicea dont il était, à l'époque des faits, le président-directeur général, détenait l'information privilégiée en cause au plus tard le 29 mai 2020 à 00h34, ce qu'il ne conteste pas.

2.4.3.2. Sur la détention de l'information par M. Orliange

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

128. Il ressort des déclarations de MM. Orliange et Sournac devant les enquêteurs que tous deux se considèrent comme des relations plutôt que comme des amis. M. Orliange a indiqué au rapporteur avoir rencontré M. Sournac en février ou mars 2020 dans le cadre de sa recherche d'appartement dans une station de ski dans laquelle M. Sournac possédait un chalet, tandis que ce dernier a indiqué qu'ils se seraient rencontrés en 2018 ou 2019 lors d'une soirée d'anniversaire à laquelle participaient environ 300 personnes. Leurs relations étaient par ailleurs peu fréquentes et il résulte de leurs déclarations respectives devant le rapporteur qu'ils se seraient rencontrés au total environ 4 à 6 fois au moment des faits, dont une fois au cours d'un dîner organisé chez M. Orliange et Mme G le 1^{er} juin 2020, à propos duquel M. Sournac a déclaré : « *C'était un apéritif dinatoire, de mémoire, il y avait 5 ou 6 couples de gens que je ne connaissais pas, à part le couple [...]. Je pense que nos épouses respectives se sont bien entendues et il y avait ces discussions sur la montagne où il voulait acheter un appartement, à Crest-Volant. [...] C'était un dîner pour faire plus ample connaissance et créer du lien.* ».

129. Il y a lieu d'en déduire l'existence de liens personnels récents entre MM. Sournac et Orliange, notamment par l'intermédiaire de leurs épouses, qui ne peuvent cependant pas être qualifiés d'amicaux.
130. Il ressort par ailleurs de l'exploitation du téléphone de M. Orliange que ce dernier et M. Sournac ont échangé plusieurs SMS entre le 29 mai et le 2 juin 2020, notamment pour reporter un apéritif, et qu'ils ont effectivement dîné ensemble, avec leurs épouses respectives, le 1^{er} juin 2020. Ils ont déclaré à propos de ce dîner qu'il s'agissait d'un dîner organisé chez M. Orliange auquel étaient conviées d'autres personnes que ne connaissait pas M. Sournac.
131. Le 1^{er} juillet 2020, soit un mois après ce dîner, M. Orliange a procédé à l'acquisition de 2 665 titres Medicrea. Or, le dossier ne relève aucun contact entre MM. Sournac et Orliange, autre que les échanges de SMS précités, entre le 1^{er} juin et le 1^{er} juillet 2020.
132. Il en résulte qu'il n'existe pas de concomitance entre les contacts avérés de M. Orliange avec M. Sournac, c'est-à-dire le dîner du 1^{er} juin 2020, et les opérations de M. Orliange intervenues un mois plus tard, le 1^{er} juillet 2020.
133. Par ailleurs, il ressort du dossier que M. Orliange a cédé, le 11 juin 2020, 3 000 titres Medicrea, sur les 3 800 titres acquis le 20 janvier 2020 au cours de 4,66 euros, pour acquérir à nouveau 2 665 titres Medicrea le 1^{er} juillet 2020 à un cours supérieur. Il est ainsi très peu probable qu'il ait détenu l'information privilégiée relative au projet de rachat de Medicrea par Medtronic le 11 juin 2020 - ce qui l'aurait logiquement amené à conserver ces titres ou à en acheter d'autres - et que, par conséquent, M. Sournac ait pu lui transmettre l'information privilégiée en cause lors de leur dîner du 1^{er} juin 2020.
134. S'il existait bien des liens personnels alors récents entre MM. Sournac et Orliange, lesquels ne peuvent être qualifiés de liens amicaux et résultent notamment d'une bonne entente entre leurs épouses, le circuit plausible de transmission de l'information privilégiée retenu par la poursuite, à savoir à l'occasion du dîner du 1^{er} juin 2020, n'est pas suffisamment crédible.
135. Il y a lieu, par suite, d'écarter l'indice de détention de l'information privilégiée tiré de l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée.

✓ *Sur le caractère atypique des transactions litigieuses*

136. Il ressort des éléments du dossier que M. Orliange a sollicité son conseiller bancaire par courriel le 1^{er} juillet 2020 à 7h45 afin d'acheter des actions Medicrea avec le solde de trésorerie disponible sur son compte PEA et de les revendre ensuite en indiquant « *Je suis en partance pour Mykonos aujourd'hui et je ne pourrez pas m'en occuper [...]* ». M. Orliange a ce même jour contacté sa banque par téléphone. Il résulte de l'enregistrement téléphonique de cette conversation qu'il a passé un ordre d'achat en indiquant vouloir « *tout [le solde des liquidités de son PEA] acheter en Medicrea* », « *acheter maintenant au prix* » et « *le plus rapidement possible et quel que soit le prix* », c'est-à-dire « *au marché* » et qu'il a indiqué à son interlocuteur vouloir procéder à la cession de l'intégralité de ses titres Medicrea avec une date de validité fixée au 16 juillet 2020 et à un cours limite de 7 euros. L'ordre d'achat a été exécuté le 1^{er} juillet 2020 et a permis l'acquisition de 2 665 titres Medicrea pour un montant total de 13 567,25 euros, soit 5,09 euros par titre.
137. Il résulte également des éléments du dossier relatifs aux comptes bancaires de M. Orliange que celui-ci a acheté 3 800 titres Medicrea le 20 janvier 2020 sans limite de cours et pour un montant de 14 440 euros. L'acquisition du 1^{er} juillet 2020 n'était donc pas son premier investissement en titres Medicrea ni son premier ordre d'achat au marché, et portait sur un montant supérieur au montant de l'acquisition du 1^{er} juillet 2020. Peu important alors que celle-ci ait représenté l'intégralité des liquidités disponibles sur le compte PEA de M. Orliange, cette acquisition n'était pas atypique par rapport à ses habitudes d'investissement.
138. Par ailleurs, les modalités de l'opération d'acquisition réalisée le 1^{er} juillet 2020 sans limite de cours et représentant l'intégralité des liquidités disponibles sur le compte PEA de M. Orliange sont, selon la notification de griefs, de nature à démontrer un empressement certain de la part de celui-ci. Pour autant, ces éléments ne permettent pas d'établir que M. Orliange ait fait preuve d'un empressement particulier dès lors que, d'une part, il avait déjà passé des ordres d'achat sans limite de cours portant sur des montants supérieurs et que, d'autre part, cet ordre d'achat

a été passé un mois après le dîner du 1^{er} juin 2020, que la notification de griefs retient comme étant la date de transmission de l'information privilégiée.

139. S'agissant de l'ordre de revente des titres Medicea passé le même jour avec une date de validité au 16 juillet 2020 et à un cours limite de 7 euros, ces modalités suggèrent, selon la notification de griefs, que M. Orliange pouvait avoir une connaissance précise tant du prix que de la date de l'annonce à venir de l'acquisition de Medicea par Medtronic.
140. A ce titre, M. Orliange a indiqué, en audition devant le rapporteur, avoir fixé une date de validité car il souhaitait vendre ses actions avant de partir en Grèce, invoquant des problématiques de réseau téléphonique, et a précisé qu'il avait pour habitude de toujours vendre ses actions en début de mois avant de partir en Grèce.
141. Il convient ici de préciser que lorsqu'un investisseur passe simultanément un ordre d'achat et un ordre de revente portant sur ces mêmes titres assorti d'une date de validité postérieure à celle de l'achat, il apparaît logique que l'ordre de revente soit également assorti d'un prix minimum permettant d'éviter une revente à perte à l'occasion d'une baisse temporaire des cours et, dans le cas contraire, de sécuriser la plus-value de l'opération.
142. Si M. Orliange n'avait a priori jamais passé un ordre d'achat et de façon simultanée un ordre de revente des mêmes titres assorti d'une date de validité, il ne peut être exclu qu'un tel comportement ait été motivé par les contraintes évoquées par M. Orliange liées à son départ imminent en Grèce. Dans ces conditions, le fait de fixer un prix minimum de revente correspond également au comportement attendu d'un acheteur souhaitant mettre en œuvre une stratégie spéculative, d'autant plus s'il investit en phase de hausse du cours, ce qui était le cas de M. Orliange sur cette opération. Ainsi, bien que nouvelles, les modalités de passage de l'ordre d'achat assorti d'un ordre de revente n'apparaissent pas atypiques.
143. Par ailleurs, il n'est pas établi que la date à laquelle l'annonce de l'acquisition de Medicea serait faite au public avait été fixée par la société dès le 1^{er} juillet 2020 et encore moins le 1^{er} juin 2020, date à laquelle la notification de griefs soutient que l'information privilégiée aurait été transmise par M. Sournac à M. Orliange. Il n'est donc pas établi que M. Orliange aurait pu en avoir connaissance lors du passage de son ordre de vente le 1^{er} juillet 2020 et tout porte à penser que la date de validité donnée par M. Orliange pour son ordre de revente résulte d'une simple coïncidence. Dès lors, la circonstance que le prix minimum de revente de titres ait été fixé à 7 euros, soit un prix supérieur au prix d'achat de 5,09 euros, ne suffit pas à elle seule à conférer un caractère atypique à l'ordre de revente.
144. Il y a lieu, par suite, d'écarter l'indice de détention de l'information privilégiée tiré de l'atypie des interventions de M. Orliange au regard des modalités de passage des ordres en cause.

✓ *Sur les explications apportées par M. Orliange*

145. M. Orliange a expliqué, tant devant les enquêteurs que devant le rapporteur et dans ses observations en réponse à la notification de griefs, avoir acheté de nouveaux titres Medicea le 1^{er} juillet 2020 en raison de la poursuite de la hausse du cours de l'action.
146. M. Orliange a également indiqué, dans sa réponse à la lettre circonstanciée, avoir déduit que Medicea risquait d'être vendue à une entreprise concurrente étrangère au regard des rumeurs circulant dans le milieu lyonnais et de la communication de Medicea entre le 13 janvier et le 15 juillet 2020. Il a notamment déclaré devant le rapporteur avoir entendu parler de la possible vente de Medicea pour la première fois au café Bellecour, une brasserie lyonnaise où « *les bruits circulent, notamment sur les entreprises lyonnaises qui se créent ou qui bougent beaucoup* », tout en précisant qu'il s'agissait seulement de rumeurs.
147. Si ces éléments sont crédibles et s'il est probable que ces rumeurs et communiqués aient motivé les investissements de M. Orliange du 20 janvier 2020, ces rumeurs et communiqués de presse de Medicea, dont le dernier publié avant l'investissement litigieux de M. Orliange date du 19 mai 2020, ne permettent pas à eux seuls de justifier sa décision d'investissement le 1^{er} juillet 2020.

148. En revanche, il ressort de l'historique du cours de Medicea que l'action avait connu plusieurs hausses significatives au cours du 1^{er} semestre 2020, notamment entre le 13 janvier et le 6 février puis entre le 20 mai et le 1^{er} juin 2020. Or, il ressort également des éléments relatifs aux transactions de M. Orliange, que celui-ci avait acquis 3 800 titres Medicea le 20 janvier 2020 en pleine hausse de cours et qu'il avait vendu 3 000 de ces 3 800 titres le 11 juin 2020, soit après la forte hausse de cours intervenue entre le 20 mai et le 1^{er} juin 2020, en expliquant qu'il avait vendu parce que l'action « *était montée* ». Enfin, lors de son acquisition le 1^{er} juillet 2020, l'action était passée de 4,66 euros le 11 juin 2020, cours le plus bas de la journée auquel il a cédé ses titres, à 5,10 euros.
149. Il en résulte qu'il apparaît plausible que les investissements du 1^{er} juillet 2020 aient pu être motivés par une hausse continue du cours depuis le 11 juin 2020.
150. Enfin, M. Orliange soutient, s'agissant de l'ordre de vente passé le 1^{er} juillet 2020, qu'il souhaitait vendre ses actions avant de partir en Grèce, invoquant des problématiques de réseau téléphonique, sans toutefois être en mesure d'expliquer les raisons pour lesquelles il avait souhaité fixer un cours limite de 7 euros et une date de validité au 16 juillet 2020. En outre, il résulte d'un enregistrement téléphonique de la conversation de M. Orliange avec un opérateur bancaire du 17 juillet 2020, qu'il a été en mesure de contacter sa banque afin de vendre l'intégralité de ses titres Medicea alors qu'il était supposé être en Grèce.
151. Si les circonstances décrites précédemment n'excluent pas que M. Orliange ait pu déduire des rumeurs et des communications de Medicea et de la hausse continue du cours, l'existence d'une opération imminente telle qu'un potentiel rachat de Medicea par une entreprise concurrente étrangère, elles apparaissent néanmoins insuffisantes pour justifier les modalités précises fixées pour son ordre de cession du 1^{er} juillet 2020, pour lesquelles il ne fournit pas d'explication.
152. Aussi, les explications apportées par M. Orliange ne sont pas suffisamment convaincantes pour expliquer les transactions litigieuses du 1^{er} juillet 2020, ce qui constitue un indice de détention de l'information privilégiée.

✓ *Sur le caractère opportun des transactions litigieuses*

153. Les acquisitions litigieuses de titres Medicea par M. Orliange sont intervenues le 1^{er} juillet 2020, soit quelques jours avant le communiqué de presse de Medicea du 15 juillet 2020 annonçant l'acquisition de Medicea par Medtronic.
154. Les investissements litigieux ont donc été réalisés à un moment opportun, ce qui constitue un indice de détention de l'information privilégiée. Mais la portée de cet indice doit être relativisée dès lors qu'il est, par hypothèse, toujours vérifié.
155. Il résulte de tout ce qui précède que les indices tirés de l'existence d'un circuit plausible de transmission et du caractère atypique des interventions de M. Orliange ne sont pas vérifiés. Le caractère opportun des investissements ainsi que l'absence d'explications suffisamment convaincantes apportées par M. Orliange sont alors insuffisants pour considérer que seule la détention de l'information privilégiée par M. Orliange permet d'expliquer ses interventions sur le titre Medicea. Par suite, au bénéfice du doute, il convient de considérer que M. Orliange ne détenait pas l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic.

2.4.3.3. Sur l'utilisation de l'information par M. Orliange

156. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Orliange détenait l'information privilégiée, il n'y a pas lieu d'examiner une éventuelle utilisation de cette information.
157. Le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'information privilégiée prévue par les articles 8 et 14 du règlement MAR reproché à M. Orliange n'est donc pas caractérisé.

2.4.3.4. Sur la transmission de l'information par M. Sournac à M. Orliange

158. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Orliange détenait l'information privilégiée, il ne saurait être reproché à M. Sournac de la lui avoir transmise.

159. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée, au sens des articles 10 et 14 du règlement MAR, reproché à M. Sournac n'est donc pas caractérisé.

2.5. Sur la recommandation par M. Orliange à Mme G d'acquérir des titres sur la base de l'information privilégiée

2.5.1. Notification de griefs

160. Il est fait grief à M. Orliange d'avoir recommandé à son ex-épouse, Mme G, laquelle a acheté 3 906 titres Medicrea le 3 juillet 2020 qu'elle a vendus le 17 juillet 2020 en réalisant une plus-value de 6 490 euros, d'investir en titres Medicrea alors qu'il était en possession de l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicrea par Medtronic, en méconnaissance des obligations d'abstention résultant de l'article 8 et du point b) de l'article 14 du règlement MAR.
161. La notification de griefs se fonde sur les éléments suivants relatifs aux interventions de Mme G : afin de procéder aux transactions, elle a demandé à sa banque, le 2 juillet 2020, de réaliser un « *virement express* » au crédit de son PEA, en contrepartie de frais bancaires, ce qui atteste d'un empressement selon la notification de griefs ; les interventions de Mme G étaient atypiques et opportunes dans la mesure où elle n'avait réalisé aucune autre opération sur actions ni en 2019 ni en 2020 ; elle a déclaré n'avoir aucune connaissance en bourse et répliquer les opérations réalisées par M. Orliange, lorsqu'elle dispose de trésorerie suffisante ; elle a expliqué avoir répliqué l'investissement de M. Orliange pour investir dans le titre Medicrea et avoir suivi ses conseils pour vendre ces mêmes titres le 17 juillet 2020, sans être en mesure d'indiquer si celui-ci disposait d'une information confidentielle lorsqu'il lui a révélé investir dans le titre Medicrea en juillet 2020.

2.5.2. Observations de la personne mise en cause

162. M. Orliange n'a pas présenté d'observations sur ce point en réponse à la notification de griefs ni en réponse au rapport du rapporteur. Il a déclaré devant les enquêteurs avoir dit à Mme G que « *ça bougeait beaucoup sur le titre Medicrea* » et qu'il avait investi sur ce titre, tout en précisant avoir appris ultérieurement que celle-ci avait également investi et ne pas avoir connaissance du montant de son investissement.

2.5.3. Examen du grief

163. Dans la mesure où il n'est pas établi que M. Orliange détenait l'information privilégiée, il ne saurait lui être reproché d'avoir émis une recommandation à Mme G d'effectuer des opérations sur la base de cette information. Le manquement à l'obligation d'abstention de recommandation à une autre personne d'effectuer des opérations d'initié prévue par l'article 8 et le point b) de l'article 14 du règlement MAR reproché à M. Orliange n'est donc pas caractérisé.

PUBLICATION

164. 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. [...]* ».
165. Par ces dispositions, le législateur a entendu mettre en lumière les exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent le pouvoir de sanction de la commission, et prendre en compte l'intérêt qui s'attache, pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs, à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès aux décisions rendues, mieux appréhender le contenu des

règles qu'ils doivent observer. En l'espèce, la publication de la présente décision n'est ni susceptible de causer un préjudice grave et disproportionné aux personnes en cause, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours.

166. En conséquence, la publication de la présente décision sera ordonnée, sans anonymisation pendant une durée de cinq ans.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean-Claude Hassan, président de la 2^{ème} section de la commission des sanctions, par M. Frédéric Bompaire, Mme Anne Le Lorier et Mme Ute Meyenberg, membres 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 projet d'acquisition de Medicea par Medtronic était privilégiée, au sens de l'article 7 du règlement MAR, au plus tard le 29 mai 2020, à 00h34 et l'est demeurée jusqu'au 15 juillet 2020 à 8h30 ;
- M. Denys Sournac détenait l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic mais il n'est pas établi qu'il l'ait transmise à M. Stéphane Reynouard ni à M. Patrick Orliange. 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. Stéphane Reynouard et la société SR Capital non plus que M. Patrick Orliange détenaient l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic et qu'ils l'aient 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 ;
- dès lors qu'il n'est pas établi que M. Stéphane Reynouard détenait l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic, il n'est pas établi qu'il l'ait transmise à M. B. Le manquement à l'obligation d'abstention de divulgation illicite d'information privilégiée prévue par les articles 10 et 14 du règlement MAR n'est pas caractérisé ;
- dès lors qu'il n'est pas établi que M. Patrick Orliange détenait l'information privilégiée relative au projet d'acquisition de Medicea par Medtronic, il n'est pas établi qu'il ait émis une recommandation à Mme G d'acquérir des titres Medicea sur la base de cette information. Le manquement à l'obligation d'abstention de recommandation à une autre personne d'effectuer des opérations d'initié prévue par l'article 8 et le point b) de l'article 14 du règlement MAR n'est pas caractérisé.

En conséquence, la commission des sanctions :

- met hors de cause M. Denys Sournac, M. Stéphane Reynouard et la société SR Capital ainsi que M. Patrick Orliange ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et fixe à cinq ans à compter de la date de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

Fait à Paris, le 12 mars 2025

La Secrétaire de séance,

Anne Vauthier

Le Président,

Jean-Claude Hassan

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