



**La Commission  
des sanctions**

**COMMISSION DES SANCTIONS**

**Décision n°7 du 29 mai 2017**

Procédure n° 16-03

**Personne mise en cause :**

- M. A  
[...]

La 2<sup>ème</sup> section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après : « **AMF** ») :

- Vu le règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, notamment ses articles 7, 8 et 12 ;
- Vu le code monétaire et financier et notamment ses articles L. 621-15 et R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu le règlement général de l'AMF et notamment ses articles 313-27, 315-73 (devenu 315-66), 621-1, 622-1, 622-2 et 632-1 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 21 avril 2017 :

- M. Lucien Millou, en son rapport ;
- M. Benjamin Mauduit, représentant le collège de l'AMF ;
- Mme Nathalie Verne, représentant la directrice générale du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. A, assisté par ses conseils Me Florence Fricaudet et Me Samuel Sauphanor ;

Le mis en cause ayant eu la parole en dernier.

## FAITS

Diplômé en 2004 de l'école de commerce Audencia, avec une spécialisation en finance, M. A a été embauché le 1<sup>er</sup> juillet 2004 par le Crédit Agricole Cheuvreux (ci-après : « **CA Cheuvreux** ») en qualité d'analyste junior sur le secteur « Pétrole et produits pétroliers » puis est devenu analyste senior, en charge notamment de la couverture directe de neuf valeurs du secteur parapétrolier européen. A partir de mai 2013, il a occupé les fonctions de responsable de la recherche sur le secteur parapétrolier européen au sein de la nouvelle entité Kepler Cheuvreux, issue de la fusion entre CA Cheuvreux et Kepler Capital Markets. Licencié par Kepler Cheuvreux en juin 2014, il est consultant senior au sein de la société Euroconsult depuis mai 2015.

## PROCÉDURE

Le 20 mars 2014, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête portant sur le marché des 36 titres suivants à compter du 1<sup>er</sup> avril 2011 : ACCOR (FR0000120404), BUREAU VERITAS (FR0006174348), CGG (FR0000120164), CNP ASSURANCES (FR0000120222), EDF (FR001 0242511), ERAMET (FR0000131757), EURAZEO (FR0000121121), EUROFINIS SCIENTIFIC (FR0000038259), EUTELSAT COMMUNICATIONS (FR0010221234), FAURECIA (FR0000121147), GDF SUEZ (FR0010208488), GEMALTO (NL0000400653), HAVAS (FR0000121881), IMERYS (FR0000120859), KERING (FR0000121485), KLEPIERRE (FR0000121964), LAFARGE (FR0000120537), LAGARDERE SCA (FR0000130213), METROPOLE TV (FR0000053225), MICHELIN (FR0000121261), NATIXIS (FR0000120685), NEOPOST (FR0000120560), PEUGEOT (FR0000121501), PIERRE VACANCES (FR0000073041), PUBLICIS GROUPE SA (FR0000130577), REMY COINTREAU (FR0000130395), RENAULT (FR0000131906), S.E.B. (FR0000121709), SCHNEIDER ELECTRIC (FR0000121972), SES (LU0088087324), TF1 (FR0000054900), UBISOFT ENTERTAINMENT (FR0000054470), VALEO (FR0000130338), VALLOUREC (FR0000120354), VALNEVA (FR0004056851), VEOLIA ENVIRONNEMENT (FR0000124141).

Le 16 avril 2014, l'enquête a été étendue à tout instrument financier lié aux 36 titres susmentionnés.

Le 11 août 2014, l'enquête a été étendue au[x transactions réalisées sur le] marché du titre SOLVAY (BE0003470755) et de tout instrument financier lié, par des personnes physiques ou des personnes morales situées en France, à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2011 ; aux transactions réalisées sur le marché des titres UMICORE (BE0003884047) et D'IETEREN (BE0974259880), et de tout instrument financier lié, par des personnes physiques ou des personnes morales situées en France, à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2011 ; au marché du titre TECHNICOLOR (FR0010918292), et de tout instrument financier lié, à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2011 ; aux transactions réalisées sur le marché des titres VOPAK (NL0009432491), ENEL GREEN POWER (IT0004618465), HEIDELBERG CEMENT (DE0006047004), TOD'S (IT0003007728), SALVATORRE FERRAGAMO (IT0004712375), SIEMENS AG (DE0007236101), INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP (GBOOBN33FD40), GEA GROUP (DE0006602006), METSO (FI0009007835), ATLAS COPCO (SE0000101032 et SE0000122467), MEDIASET (IT0001063210), SVENSKA CELLULOSA (SE0000112724), KPN NV (NL0000009082), ABERTIS INFRASTRUCTURAS (ES0111845014), AUTOGRILL (IT0001137345), LANXESS (DE0006483001), KLOECKNER & CO (DE000KC01000), DAVIDE CAMPARI MILANO (IT0003849244), FINMECCANICA (IT0003856405), VOEST ALPINE (AT0000937503), SALZGITIER (DE0006202005), DSM NV (NL0000009827), HUGO BOSS AG (DE000A1PHFF7), TERNA (IT0003242622), BILFINGER SE (DE0005909006), BMW AG (DE0005190003), CONTINENTAL AG (DE0005439004), BRENNTAG (DE000A1DAH0), JAZZTEL PLC (GB00B5TMSP21), ALMIRALL (ES0157097017), OUTOTEC (FI0009014575), RTL GROUP (LU0061462528), CARGOTEC (FI0009013429), BASF (DE000BASF111), K+S (DE0007162000), FUCHS PETROLUB (DE0005790406) et de tout instrument financier lié, par des personnes physiques ou morales situées en France, à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2011.

Le 6 novembre 2015, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à M. A une lettre l'informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de lui être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

Par courrier du 11 décembre 2015, M. A a déposé ses observations.

L'enquête a donné lieu à un rapport du 18 février 2016.

La commission spécialisée n° 1 du collège de l'AMF a décidé, le 3 mars 2016, de notifier des griefs à M. A.

La notification de griefs, à laquelle le rapport d'enquête a été joint, a été adressée à M. A par lettre du 15 avril 2016.

Il lui est reproché d'avoir :

- manqué à ses obligations professionnelles en contrevenant aux règles d'interdiction des transactions des analystes sur un instrument financier et de déclaration de tout compte-titres ouvert à leur nom adoptées pour satisfaire aux obligations prévues par l'article 313-27 du règlement général de l'AMF par son employeur, Crédit Agricole Cheuvreux devenu Kepler Cheuvreux (ci-après indistinctement : le « **Bureau d'analyse** »), et, ainsi, méconnu les dispositions de l'article 315-73 du même règlement, devenu l'article 315-66 ;
- manqué à l'obligation d'abstention d'utiliser une information privilégiée en utilisant 28 informations ayant ce caractère relatives à des recommandations d'investissement émises par le Bureau d'analyse auxquelles il avait accès en sa qualité de salarié exerçant des fonctions d'analyste financier et, ainsi, méconnu les dispositions des articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF ;
- diffusé une fausse information en émettant un avis sur le titre Vallourec après avoir pris une position sur celui-ci sans communiquer au public le conflit d'intérêts existant et, ainsi, méconnu les dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF.

Une copie de la notification de griefs a été transmise le 15 avril 2016 à la présidente de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 27 avril 2016, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Lucien Millou en qualité de rapporteur.

Par lettre du 29 avril 2016, M. A a été informé qu'il disposait d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du code monétaire et financier.

Le 22 juillet 2016, M. A a formulé des observations en réponse à la notification de griefs.

M. A a été entendu par le rapporteur le 19 octobre 2016, et, à la suite de son audition, a communiqué des pièces justificatives le 27 octobre 2016.

Le 29 décembre 2016, M. A a déposé des observations complémentaires.

Le rapporteur a déposé son rapport le 14 mars 2017.

Par lettre du 14 mars 2017 à laquelle était joint le rapport du rapporteur, M. A a été convoqué à la séance de la commission des sanctions du 21 avril 2017 et informé qu'il disposait 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 lettre du 23 mars 2017, M. A a été informé de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance du 21 avril 2017, ainsi que du délai de quinze jours dont il disposait, en application de l'article

R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander, conformément aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres.

Le 29 mars 2017, M. A a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

## **MOTIFS DE LA DÉCISION**

### **I. Sur le grief tiré du manquement aux obligations professionnelles**

Il est reproché à M. A d'avoir manqué à ses obligations professionnelles en contrevenant aux règles d'interdiction des transactions des analystes sur un instrument financier et de déclaration de tout compte-titres ouvert à leur nom, adoptées pour satisfaire aux obligations prévues par l'article 313-27 du règlement général de l'AMF par son employeur, le Bureau d'analyse, et, ainsi, d'avoir méconnu les dispositions de l'article 315-73 du même règlement, devenu l'article 315-66.

La notification de griefs relève, d'une part, qu'entre le 22 février 2012 et le 31 mars 2014, M. A a réalisé des transactions sur 76 titres ayant donné lieu à une plus-value estimée à 411 781 euros et, d'autre part, qu'il n'a pas fait état à son employeur de l'existence de ses comptes ouverts chez ING Direct le 25 janvier 2009 et chez IG Market en février 2012, à partir desquels les transactions sur les titres, objet de l'enquête, ont été réalisées.

M. A fait valoir qu'il s'est conformé aux dispositions de l'article 313-27 du règlement général de l'AMF qui, loin de prohiber les transactions personnelles de manière absolue, se bornent à interdire aux analystes financiers, dans certaines circonstances, d'intervenir sur les valeurs qu'ils suivent.

Il soutient également qu'il a « *légitimement oublié l'interdiction qui lui était faite de réaliser des transactions personnelles ou de déclarer ses comptes-titres* » en raison de « *l'attitude fautive* » de CA Cheuvreux qui, après son embauche et jusqu'à ses premières transactions personnelles, soit pendant huit ans, s'est abstenue d'appeler son attention sur les règles internes applicables en la matière, ainsi que de Kepler Cheuvreux qui, contrairement aux indications figurant dans un document intitulé « *Attribution de la carte professionnelle d'analyste financier* », ne lui a remis aucune copie de la procédure prévoyant ces règles.

L'article 313-27 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur à compter du 28 août 2008, non modifiée depuis sur ce point dans un sens moins sévère, dispose : « *Le prestataire de services d'investissement mentionné au I de l'article 313-26 adopte des mesures permettant d'assurer que : 1° Les analystes financiers et les autres personnes concernées s'abstiennent d'exécuter, autrement qu'en qualité de teneur de marché agissant de bonne foi et dans le cadre des opérations normales de tenue de marché ou en réponse à un ordre de client non sollicité, des transactions personnelles ou des opérations pour le compte de toute autre personne, y compris le prestataire de services d'investissement, concernant des instruments financiers sur lesquels porte l'analyse financière, ou tout autre instrument financier lié lorsque :* a) *Ils ont connaissance de la date probable de diffusion de cette analyse financière ou de son contenu ;* b) *Cette connaissance n'est pas accessible au public ou aux clients et ne peut pas être aisément déduite de l'information disponible ; [...]* Aux fins du présent article, on entend par « *instrument financier lié* » tout instrument financier dont le prix est étroitement dépendant des fluctuations du prix d'un autre instrument qui est l'objet d'analyse financière, y compris les produits dérivés ayant pour sous-jacent cet autre instrument financier. »

Aux termes de l'article 315-73 du même règlement, dans sa version en vigueur du 1<sup>er</sup> novembre 2007 au 20 décembre 2013, renuméroté pour devenir l'article 315-66 depuis le 21 décembre 2013 : « *Les dispositions des chapitres III, IV et V du présent titre [titre I] s'appliquent aux personnes concernées mentionnées au II de l'article 313-2. / Les règles adoptées en vertu des chapitres III, IV et V du présent titre [titre I] par le prestataire de services d'investissement et s'appliquant aux personnes concernées mentionnées au II de l'article 313-2 constituent pour celles-ci une obligation professionnelle. [...]* ».

Le II de l'article 313-2 du même règlement, dans sa version en vigueur à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2007, non modifiée depuis sur ce point, définit ainsi la « *personne concernée* » au sens du livre III : « *toute personne qui est [...] un salarié du prestataire ou d'un agent lié du prestataire de services d'investissement* ».

Il résulte de la combinaison de ces articles que les règles adoptées par un prestataire de services d'investissement en vertu de l'article 313-27 précité du règlement général de l'AMF, texte qui figure au sein du chapitre III (« *Règles d'organisation* ») du titre I (« *Prestataires de services d'investissement* ») du livre III (« *Prestataires* ») du même règlement, constituent une obligation professionnelle pour les salariés de ce prestataire.

Tant CA Cheuvreux que Kepler Cheuvreux ont édicté des règles internes relatives aux transactions personnelles et comptes-titres de leurs employés.

Dans l'« *Avenant n° 1 au règlement intérieur* » établi par CA Cheuvreux, dans sa version du 4 avril 2001 dont les dispositions sur ces points sont reprises en des termes très similaires dans les versions de ce document des 29 novembre 2006 et 29 février 2008 intitulées « *Avenant déontologique - Annexe 1 du règlement intérieur de CA Cheuvreux* », figurent l'indication selon laquelle « *les membres de l'analyse financière* » appartiennent au « *personnel sensible de niveau 1* » ainsi que deux règles ainsi libellées :

- « *toutes les opérations portant directement sur un instrument financier sont interdites au "personnel sensible" de niveau 1* », « *seules leur [étant] autorisées les opérations réalisées au travers d'OPCVM ou d'une délégation de gestion dans le cadre d'un mandat spécifique* » ;
- « *Les personnels réputés sensibles doivent informer la DRH de l'existence de tout compte-titres ouvert à leur nom ou dont ils ont la disposition (joint, indivis, sous mandat, etc.) quel que soit l'établissement teneur de compte tant en France qu'à l'étranger. Toute modification doit faire également l'objet d'une déclaration.* »

La procédure de Kepler Cheuvreux intitulée « *Opérations pour compte propre des collaborateurs* », dans sa version du 1<sup>er</sup> mai 2013, indique que tous les collaborateurs sont considérés comme sensibles et dispose :

- « *Les collaborateurs de Kepler Cheuvreux ont le libre choix entre la délégation de gestion à un gestionnaire extérieur [...] et la gestion personnelle. Dans ce cas, ils ne peuvent qu'intervenir sur des OPCVM, des emprunts d'Etat et participer aux opérations de privatisations.* » ;
- « *Les collaborateurs doivent déclarer au Responsable de la Conformité : / - les comptes d'instruments financiers dont ils sont titulaires [...] / [...] / Les collaborateurs sont également tenus de déclarer toute modification ultérieure de ces comptes ainsi que tout nouveau compte ouvert dans ces conditions* ».

Or, il résulte d'un *email* du département *Compliance* d'ING Direct du 8 septembre 2015 et d'une lettre d'IG Markets du 10 février 2012 adressée à M. A que ce dernier a disposé de deux comptes-titres, l'un chez ING Direct à compter de janvier 2009 et l'autre chez IG Markets à compter de février 2012, dont il n'est pas contesté qu'ils n'ont pas été déclarés au Bureau d'analyse.

Par ailleurs, les relevés des comptes-titres de M. A chez IG Markets et ING Direct laissent apparaître que celui-ci a effectué, entre le 22 février 2012 et le 31 mars 2014, plus de 2 700 opérations, essentiellement sur des « *Contract For Difference* » (ci-après : « **CFD** »), à savoir des contrats financiers négociés de gré à gré par lesquels l'investisseur acquiert le droit de percevoir l'écart entre le prix du sous-jacent à la date de conclusion du contrat et le prix à la date d'exercice, et parfois sur titres vifs.

Il est donc établi que M. A a contrevenu aux règles internes précitées relatives à l'interdiction des transactions personnelles et à l'obligation de déclarer les comptes-titres.

En adoptant ces règles pour l'application de l'article 313-27 du règlement général de l'AMF, le Bureau d'analyse n'a fait que se conformer aux exigences de ce texte, dont il découle l'obligation, pour le prestataire de services d'investissement, de prendre des mesures permettant d'assurer le contrôle effectif des transactions personnelles des analystes financiers. Dès lors, M. A ne peut utilement se contenter de faire valoir pour sa défense qu'il n'aurait pas contrevenu aux dispositions de l'article 313-27 du règlement général de l'AMF alors qu'il lui est reproché d'avoir méconnu des règles prises en application de cet article qui constituaient pour lui, en sa qualité de salarié d'un prestataire de services d'investissement produisant des analyses financières, des obligations professionnelles.

Par ailleurs, ne prive pas ces règles de leur caractère d'obligations professionnelles la circonstance, à la supposer établie, qu'elles n'ont pas été régulièrement rappelées à M. A par le Bureau d'analyse. Au demeurant, il résulte de trois documents signés par M. A qu'il s'est vu remettre ou a pris connaissance desdites règles, dont la substance est demeurée inchangée, à deux reprises à l'occasion de son embauche en juillet 2004 et lors de l'attribution de sa carte professionnelle d'analyste financier en décembre 2013.

L'enquête ayant été ouverte le 20 mars 2014, les faits de non-déclaration par M. A à son employeur du compte-titres détenu chez ING Direct sont prescrits pour la période allant de janvier 2009, mois d'ouverture de ce compte, au 19 mars 2011.

Ainsi, en réalisant, entre le 22 février 2012 et le 31 mars 2014, des opérations pour son compte propre et en s'abstenant de déclarer au Bureau d'analyse, entre le 20 mars 2011 et juin 2014, son compte-titres ouvert chez ING Direct et, entre février 2012 et juin 2014, son compte-titres ouvert chez IG Market, M. A a manqué à ses obligations professionnelles.

## **II. Sur le grief tiré de l'utilisation d'informations privilégiées**

La notification de griefs retient que M. A est intervenu à 48 reprises sur des titres faisant l'objet d'une recommandation d'investissement du Bureau d'analyse avant que celle-ci ne soit diffusée et que, parmi les 48 recommandations en cause, 28 d'entre elles, relatives à un changement de recommandation d'investissement ou à une initiation de couverture, présentaient les caractéristiques d'une information privilégiée. Il est reproché, en conséquence, à M. A d'avoir utilisé 28 informations privilégiées en intervenant sur 28 titres entre le 22 février 2012 et le 31 mars 2014 et, ainsi, d'avoir contrevenu à l'obligation d'abstention prévue par les articles 622-1 et 622-2 du règlement général de l'AMF.

Il convient donc de rechercher si les 28 informations litigieuses étaient privilégiées, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, au moment des interventions de M. A sur les titres concernés.

Pour considérer que les 28 informations relatives à des changements de recommandation ou à des initiations de couverture étaient privilégiées au moment des interventions de M. A sur les titres concernés, la notification de griefs retient :

- leur caractère précis, dès lors, d'une part, que la diffusion par le Bureau d'analyse d'une analyse financière qui a été rédigée est un événement susceptible de se produire et, d'autre part, qu'il peut être tiré une conclusion quant à l'effet sur le cours d'une information relative à un changement de recommandation ou à une initiation de couverture décidés par une entité, telle que le Bureau d'analyse, disposant d'une expertise reconnue par le public ;
- leur caractère non public, en l'absence de publication, avant les interventions de M. A sur les 28 titres en cause, des recommandations d'investissement correspondantes sur le site Internet du Bureau d'analyse et de communication de celles-ci aux fournisseurs de données de marché ;
- l'influence sensible qu'elles sont susceptibles d'avoir sur le cours des titres concernés, dès lors qu'en raison de la notoriété du Bureau d'analyse, l'information selon laquelle celui-ci a soit modifié sa recommandation d'investissement sur une valeur, soit initié ou repris la couverture

d'une valeur en émettant une telle recommandation est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable pour fonder une décision d'investissement.

M. A conteste le caractère privilégié des informations en cause. Il fait valoir, en premier lieu, qu'aucune disposition du droit interne ne prévoit qu'une note d'analyse financière élaborée à partir de données publiques constitue en soi une information privilégiée, *a fortiori* lorsque, comme en l'espèce, cette note correspond à un projet non définitif puisque non encore validé ni publié par les personnes en charge de l'édition et de la publication au sein du Bureau d'analyse. En deuxième lieu, pour considérer que les informations en cause ne sont pas précises, il argue que la réception par le marché d'une recommandation étant par nature aléatoire, il n'est pas démontré que les recommandations en cause permettraient à un investisseur raisonnable d'investir avec une quasi-certitude de profit, de sorte que l'influence de telles recommandations sur le cours des titres est uniquement potentielle. En troisième lieu, il soutient que le critère de l'influence sensible requiert une information manifestement favorable ou défavorable au cours du titre concerné et, partant, qu'il est insuffisant d'affirmer, pour le caractériser, que l'opinion émise par un analyste financier professionnel est susceptible d'être prise en compte par un investisseur raisonnable dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Enfin, il prétend que le caractère non privilégié d'un projet de note d'analyse financière est corroboré par l'absence de protection spécifique mise en place au sein du Bureau d'analyse.

A titre liminaire, il convient de relever que c'est par l'effet d'une erreur matérielle que la notification de griefs, dans sa partie littérale, fait référence à 18 changements de recommandations, au lieu de 17, et à 10 initiations ou reprises de couverture, au lieu de 11, contrairement aux indications qui figurent dans le tableau annexé à celle-ci.

a) Sur les textes applicables

L'article 621-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 15 juin 2014, non modifiée depuis dans un sens plus doux, énonce : « *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés. / Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. / Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement.* ».

Le règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après : le « **règlement MAR** »), entré en application le 3 juillet 2016, dispose, en son article 7, intitulé : « *Informations privilégiées* » : « 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 ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ; [...] / 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 ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés [...] ; / 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, des instruments financiers dérivés [...], une information qu'un investisseur

*raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. [...] ».*

Les dispositions précitées de l'article 7 du règlement MAR, qui définissent l'information privilégiée en des termes très proches de celles ci-dessus reproduites de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, ne sont pas plus douces et, partant, ne peuvent donner lieu à application rétroactive.

Le caractère privilégié des informations en cause sera donc examiné à la lumière des dispositions précitées de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.

b) Sur l'application en l'espèce des critères de l'information privilégiée énoncés à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF

Tout d'abord, en admettant que les recommandations d'investissement litigieuses, qui différaient de celles précédemment émises par le Bureau d'analyse ou constituaient une première recommandation de celui-ci étaient susceptibles d'apporter des éléments nouveaux au marché, il ne ressort pas du dossier que les notes d'analyse dont procédaient ces recommandations et qui en étaient la justification ont-elles-mêmes été publiées, ou diffusées ailleurs qu'auprès des clients abonnés au service d'analyse ; que par suite le dossier ne permet pas d'apprécier la portée potentielle sur les décisions d'investissement d'un investisseur raisonnable de la publication desdites recommandations.

Par ailleurs, alors que le critère de l'influence sensible doit être apprécié *in concreto* et au regard des informations disponibles *ex ante*, les éléments produits par la poursuite portent, pour l'essentiel, sur l'éventuelle reprise du contenu des notes d'analyse par des sites d'information spécialisés et sur la variation du cours des titres concernés observée après la publication de celles-ci, tandis que des informations au mieux parcellaires sont fournies sur la situation du marché de ces titres avant la diffusion des notes en cause.

Enfin, s'il est établi que le Bureau d'analyse, qui figurait entre la première et la troisième places des différentes catégories d'un classement établi par Thomson Reuters Extel pour les années 2012 et 2014, comptait alors parmi les bureaux d'analyse majeurs en France et en Europe, il reste qu'aucun élément relatif à sa notoriété sur chacune des valeurs concernées ou à celle de chacun des analystes financiers auteurs des notes en cause, n'a été versé au dossier.

Dans ces conditions, il n'est pas établi qu'un investisseur raisonnable était susceptible d'utiliser chacune des 28 recommandations d'investissement du Bureau d'analyse comme l'un des fondements d'une décision d'investissement et, partant, que les 28 informations en cause étaient susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés.

Par suite, et en admettant même que les 28 informations en cause relatives aux changements de recommandation d'investissement ou initiations de couverture puissent être qualifiées de privilégiées bien qu'étant liées à des analyses qui, ayant par nature le caractère d'appréciations subjectives, étaient elles-mêmes insusceptibles de l'être, ces informations ne peuvent recevoir une telle qualification en l'espèce, à défaut de remplir au moins l'un des trois critères cumulatifs posés par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF.

En conséquence, le grief pris de la méconnaissance, par M. A, de l'obligation de s'abstenir d'utiliser une information privilégiée n'est pas caractérisé.

**III. Sur le grief tiré de la diffusion d'une fausse information**

Aux termes de la notification de griefs, il est reproché à M. A d'avoir, en violation de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, « *émis, le 5 juillet 2012, un avis sur le titre Vallourec [dont il était en charge au sein du Bureau d'analyse en qualité d'analyste financier] ne comportant aucune mention relative à un*



*conflit d'intérêt, alors qu'[il] dispos[ait] de l'équivalent de 19 967 actions de cet émetteur acquis la veille [via des CFD], [sa] position ayant été clôturée le 5 juillet 2012 après publication de l'analyse, ce qui [lui] a permis de réaliser une plus-value de 34 158 euros ».*

Si M. A reconnaît avoir détenu une position sur le titre Vallourec au moment de la publication de sa note d'analyse le 5 juillet 2012 et réalisé une plus-value en la soldant, il invoque le considérant 47 du règlement MAR pour soutenir qu'une intention de tromper le marché est nécessaire pour caractériser le manquement et argue de l'absence de cet élément constitutif en l'espèce en faisant valoir que le relèvement de recommandation et l'objectif de cours figurant dans la note reposaient sur des éléments objectifs et, partant, n'avaient pas pour objet d'augmenter artificiellement le cours du titre.

*a) Sur les textes applicables*

L'article 632-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 1<sup>er</sup> avril 2009 au 15 juin 2014, non modifiée ensuite sur ces points dans un sens plus doux, dispose : « *Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses. / Constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant. [...] / Les dispositions du présent article s'appliquent lorsque les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée. Elles s'appliquent également lors d'une offre au public de titres financiers. »*

Le 2 de l'article 12 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016, postérieurement aux faits, dispose : « *Les comportements suivants sont, entre autres, considérés comme des manipulations de marché : / [...] / d) le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier [...] (ou indirectement sur son émetteur) après avoir pris des positions sur cet instrument financier, [...] et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument, de ce contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts. »*

Ce dernier paragraphe, qui est rédigé en des termes très proches de ceux précités du deuxième alinéa de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, ne comporte aucune disposition plus douce susceptible de recevoir une application rétroactive.

Le grief sera donc examiné à la lumière des dispositions précitées de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF.

*b) Sur la caractérisation du grief*

Les éléments constitutifs du manquement se limitent à l'émission d'un avis sur un instrument financier, la détention d'une position sur cet instrument par l'auteur de l'avis au moment où celui-ci a été émis, le profit tiré de la situation qui en résulte et l'absence d'indication simultanée au public, de manière appropriée et efficace, du conflit d'intérêts existant. Il en résulte que, contrairement aux allégations du mis en cause, aucune intention n'est exigée. Quant au considérant 47 du règlement MAR, à supposer qu'il puisse être invoqué pour interpréter les dispositions applicables en l'espèce, issues de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003, il ne donne aucune indication sur l'intentionnalité du manquement dans le cas de figure examiné.

En l'espèce, M. A a pris une position sur le titre Vallourec le 4 juillet 2012 puis a publié, le 15 juillet à 7h11, par l'intermédiaire du Bureau d'analyse, une note d'analyse concernant le même titre qui modifiait la recommandation d'investissement de sous-performance à surperformance et relevait l'objectif de cours de 40 euros à 46 euros et, enfin, quelques heures après cette publication, a débouclé sa position sur le titre Vallourec en réalisant une plus-value de 34 158 euros.

M. A n'a pas rendu public le conflit d'intérêts résultant de sa position sur le titre Vallourec dans la note d'analyse publiée ou d'une quelconque autre manière, ainsi qu'il l'a lui-même admis en déclarant lors de son audition par le rapporteur que ce point « *ne [lui] semblait pas être un élément important à mentionner* ».

Le manquement de diffusion d'une fausse information, au sens du deuxième alinéa de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF, est donc caractérisé.

### **SANCTION ET PUBLICATION**

M. A a commis entre 2012 et 2014 un manquement à ses obligations professionnelles et un manquement de diffusion d'une fausse information.

Le II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur entre le 24 octobre 2010 et le 5 décembre 2015, non modifiée depuis sur ces points dans un sens moins sévère, dispose : « *II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : [...] b) Les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8° et 11° à 17° du II de l'article L. 621-9 au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 612-39 ; / c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initiée ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent : - un instrument financier ou un actif mentionné au II de l'article L. 421-1 admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée, dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ; - un instrument financier lié à un ou plusieurs instruments mentionnés à l'alinéa précédent ; [...] ».*

Le III de l'article 621-15 du même code, dans la même version, non modifiée depuis sur ces points dans un sens moins sévère, énonce : « *III.- Les sanctions applicables sont : [...] b) Pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11°, 12°, 15° à 17° du II de l'article L. 621-9, l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 15 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas de pratiques mentionnées aux c et d du II ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas ; [...] ».*

Aux termes du III ter de l'article L. 621-15 du même code, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016 : « *Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : - de la gravité et de la durée du manquement ; - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ; / - de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; - des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où*

*elles peuvent être déterminées ; / - du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ; / - des manquements commis précédemment par la personne en cause ; / - de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement ».*

Il s'ensuit que M. A encourt l'une des sanctions disciplinaires énumérées au III b) précité de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier et, à la place ou en sus de celles-ci, une sanction pécuniaire d'un montant maximum de 300 000 euros ou du quintuple des profits éventuellement réalisés au titre du manquement à ses obligations professionnelles, et d'un montant maximum de 15 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés au titre du manquement de diffusion d'une fausse information.

Les manquements commis par M. A sont d'une particulière gravité en raison de sa qualité d'analyste financier, ayant de surcroît près de dix ans d'expérience à l'époque des faits, de la durée des manquements, les faits reprochés s'étant déroulés sur une période de plus de deux années, et de leur nombre, deux de nature différente ayant été commis.

S'agissant des gains obtenus du fait du manquement de diffusion d'une fausse information, M. A a réalisé une plus-value de 34 158 euros.

M. A fait valoir qu'il été licencié au mois de juin 2014 par le Bureau d'analyse en raison des faits, objet de la présente procédure, et qu'il a connu une période de chômage de juin 2014 à février 2015 à la suite de laquelle il a dû se reconvertir professionnellement, ce qui a engendré une baisse substantielle de ses revenus.

Il résulte des avis d'impôt sur le revenu produits par M. A, dont le plus récent concerne l'année 2014, que ce dernier a perçu, en 2013 et 2014, cette dernière année étant celle de son licenciement par Kepler Cheuvreux, intervenu en juin, respectivement, 136 537 et 49 565 euros en salaires, outre 53 456 et 184 715 euros de plus-values de cession de valeurs mobilières. Il a déclaré que son nouvel emploi lui avait permis, en 2016, de percevoir une rémunération de 79 500 euros, prime incluse.

Les relevés des comptes-titres versés aux débats par M. A laissent apparaître qu'il détenait, au 21 octobre 2016, un portefeuille valorisé à 35 756 euros, dont un solde espèces de 29 337 euros, auprès du Crédit Agricole et que ses comptes ouverts auprès d'IG Market, d'ING Direct et de Boursorama Banque étaient créditeurs, respectivement, de 2 275 euros au 21 octobre 2016, de 74 933 euros au 30 septembre 2016 et de 82 463 euros au 31 août 2016.

M. A a indiqué avoir deux enfants en bas âge à charge et rembourser des mensualités de 2 200 euros au titre d'un prêt immobilier souscrit sur 19 ans pour l'acquisition de son domicile personnel.

En considération des éléments exposés ci-dessus, il sera prononcé à l'encontre de M. A une sanction pécuniaire de 100 000 euros et l'interdiction d'exercer l'activité d'analyste financier pendant une durée de dix ans.

Aux termes du V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016 : « *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 ».*

La publication de la présente décision sous forme nominative étant susceptible de causer un préjudice grave et disproportionné à M. A en raison des répercussions qu'elle risquerait d'avoir sur sa vie professionnelle actuelle et future, alors qu'il n'est âgé que de 36 ans, elle sera ordonnée dans des conditions propres à assurer l'anonymat de ce dernier.

**PAR CES MOTIFS,**

**Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, président de la 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions, par Mmes Anne-José Fulgeras et Patricia Lazard Kodyra et M. Christophe Lepitre, membres de la 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance, la Commission des sanctions :**

- prononce à l'encontre de M. A une sanction pécuniaire de 100 000 € (cent mille euros) et l'interdiction d'exercer l'activité d'analyste financier pendant une durée de dix ans ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers dans des conditions propres à assurer l'anonymat de M. A.

Paris le 29 mai 2017,

Le Secrétaire de séance,

Le Président,

Marc-Pierre Janicot

Jean Gaeremynck

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