Cour d'appel de Paris, 26 février 2026, n° 23/05561

Cour d'appel | Paris | pôle 5 - chambre 7 | 26 février 2026

Entête

Grosses délivrées RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

aux parties le : AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS

COUR D'APPEL DE PARIS

Pôle 5 - Chambre 7

ARRÊT DU 26 FÉVRIER 2026

(n° 2, 77 pages)

Numéro d'inscription au répertoire général :23/05561 - N° Portalis 35L7-V-B7H-CHK6Q

Décision déférée à la Cour : Décision n° 1 (Procédure n° 21-25) de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 30 janvier 2023

REQUÉRANTS :

TERREÏS S.A.S.

Prise en la personne de son Directeur Général

Immatriculée au RCS de Paris sous le n° 431 413 673

Dont le siège social est au : [Adresse 1]

[Localité 1]

Élisant domicile au cabinet de Me François TEYTAUD

[Adresse 2]

[Localité 2]

Représentée par Me François TEYTAUD de l'AARPI TEYTAUD-SALEH, avocat au barreau de PARIS, toque : J125

Assistée de Me Christophe PERCHET de l'AARPI AURÈS, avocat au barreau de PARIS, toque : G0740

Mme [S] [U]

Née le 16 avril 1979 à [Localité 3]

Demeurant au [Adresse 3]

[Localité 4]

Élisant domicile au cabinet Baechlin Moisan Associés

[Adresse 4]

[Localité 5]

Représentée par Me Benjamin MOISAN de la SELARL BAECHLIN MOISAN Associés, avocat au barreau de PARIS, constitué en lieu et place de Me Samah BEN ATTIA, avocat au barreau de PARIS

Assistée de Me Alexandre BROSSIER du cabinet OPLEO AVOCATS, avocat au barreau de PARIS

M. [A] [V]

Né le 04 juillet 1979 à [Localité 6]

Demeurant [Adresse 5]

[Localité 7]

Élisant domicile au cabinet Baechlin Moisan Associés

[Adresse 4]

[Localité 5]

Représenté par Me Benjamin MOISAN de la SELARL BAECHLIN MOISAN Associés, avocat au barreau de PARIS, constitué en lieu et place de Me Sanahin BASMADJIAN, avocat au barreau de PARIS

Assisté de Me Alexandre BROSSIER du cabinet OPLEO AVOCATS, avocat au barreau de PARIS

M. [B] [V]

Né le 23 novembre 1980 à [Localité 6]

Demeurant au [Adresse 3]

[Localité 4]

Élisant domicile au cabinet Baechlin Moisan Associés

[Adresse 4]

[Localité 5]

Représenté par Me Benjamin MOISAN de la SELARL BAECHLIN MOISAN Associés, avocat au barreau de PARIS, constitué en lieu et place de Me Loïc Thorel, avocat au barreau de PARIS

Assisté de Me Dominique BOMPOINT et Éric LAUT de l'AARPI Cabinet Bompoint, avocats au barreau de PARIS

T.H.D. S.A.R.L.

Prise en la personne de son gérant

Immatriculée au RCS de Bordeaux sous le n° 503 022 469

Dont le siège social est au : [Adresse 6]

[Localité 8]

M. [T] [Y]

Né le 04 janvier 1961 à [Localité 9]

Demeurant au [Adresse 6]

[Localité 8]

Élisant tous deux domicile au cabinet LX Paris-Versailles-Reims

[Adresse 7]

[Localité 10]

Représentés par Me Matthieu BOCCON-GIBOD de la SELARL LX PARIS-VERSAILLES-REIMS, avocat au barreau de PARIS, toque : C2477

Assistés de Me Alice GAILLARD de l'AARPI DE PARDIEU BROCAS MAFFEI, avocat au barreau de PARIS, et de Me Véronique VOUIN de la SELARL VÉRONIQUE VOUIN, avocat au barreau de BORDEAUX

OPTION 7 S.A.S.

Prise en la personne de son président

Immatriculée au RCS de Nanterre sous le n° 334 131 976

Dont le siège social est au : [Adresse 8]

[Localité 11]

M. [C] [X]

Né le 07 octobre 1950 à [Localité 12] (SUISSE)

Demeurant à [Adresse 9]

[Localité 13] (PORTUGAL)

Élisant tous deux domicile au cabinet LX Paris-Versailles-Reims

[Adresse 7]

[Localité 10]

Représentés par Me Matthieu BOCCON-GIBOD de la SELARL LX PARIS-VERSAILLES-REIMS, avocat au barreau de PARIS, toque : C2477

Assistés de Maîtres Florian BOUAZIZ et Sajjad HASNAOUI-DUFRENNE de la SAS BREDIN PRAT, avocats au barreau de PARIS, toque : T12

M. [G] [I]

Né le 09 février 1969 à [Localité 14]

Demeurant au [Adresse 10]

[Localité 15]

Élisant domicile au cabinet LX Paris-Versailles-Reims

[Adresse 7]

[Localité 10]

Représenté par Me Matthieu BOCCON-GIBOD de la SELARL LX PARIS-VERSAILLES-REIMS, avocat au barreau de PARIS, toque : C2477

Assisté de Me Thierry GONTARD du cabinet SIMMONS & SIMMONS LLP, avocat au barreau de PARIS, toque : J031

EN PRÉSENCE DE :

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Prise en la personne de sa présidente

[Adresse 11]

[Localité 16]

Représentée par Mesdames [Z] [K], [Q] [R] et Monsieur [M] [D], dûment mandatés

COMPOSITION DE LA COUR :

L'affaire a été débattue le 03 avril 2025, en audience publique, devant la Cour composée de :

' M. Gildas BARBIER, président de chambre, président,

' Mme Isabelle FENAYROU, présidente de chambre,

' Mme Françoise JOLLEC, présidente de chambre, chargée du rapport,

qui en ont délibéré.

GREFFIER, lors des débats : M. Valentin HALLOT

MINISTÈRE PUBLIC : auquel l'affaire a été communiquée et représenté lors des débats par Mme Jocelyne AMOUROUX, avocate générale.

ARRÊT PUBLIC :

' contradictoire,

' prononcé par mise à disposition de l'arrêt au greffe de la Cour, les parties en ayant été préalablement avisées dans les conditions prévues au deuxième alinéa de l'article 450 du code de procédure civile.

' signé par M. Gildas BARBIER, président de chambre et par M. Valentin HALLOT, greffier à qui la minute du présent arrêt a été remise par le magistrat signataire.

Vu la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n° 1, procédure 21-15, du 30 janvier 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision, contenant l'exposé des moyens, déposée au greffe par la société Terreïs, le 29 mars 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision et l'exposé des moyens, déposés au greffe par M. [Y] et la société THD, les 6 avril et 21 avril 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision et l'exposé des moyens, déposés au greffe par M. [X] et la société Option 7, les 6 et 21 avril 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision, contenant l'exposé des moyens, déposés au greffe par M. [B] [V] le 5 avril 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision, contenant l'exposé des moyens, déposée au greffe par M. [A] [V] le 3 avril 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision, contenant l'exposé des moyens, déposée au greffe par Mme [U] le 3 avril 2023 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision, contenant l'exposé des moyens, déposée au greffe par M. [I] les 6 et 21 avril 2023 ;

Vu le mémoire, déposé au greffe de la cour, par Mme [U] le 12 avril 2024 ;

Vu le mémoire, déposé au greffe de la cour, par M. [A] [V] le 12 avril 2024 ;

Vu le mémoire déposé au greffe de la cour par la société Terreïs le 4 mars 2024 ;

Vu le mémoire déposé au greffe de la cour par M. [I] le 7 mars 2024 ;

Vule mémoire déposé par M. [B] [V] le 06 mars 2024 ;

Vu les observations récapitulatives déposées au greffe par M. [B] [V] le 14 octobre 2024 ;

Vu les mémoires de la société THD et de M. [Y] déposés au greffe de la cour, les 7 mars et 15 octobre 2024 ;

Vu les mémoires de la société Option 7 et de M. [X] déposés au greffe de la cour, les 7 mars et 15 octobre 2024 ;

Vu les observations de l'Autorité des marchés financiers déposées au greffe de la cour, les 9 janvier et 27 juin 2024 ;

Vu l'avis du ministère public communiqué le 28 mars 2025 aux requérants et à l'Autorité des marchés financiers déposé au greffe le 31 mars 2025 ;

Après avoir entendu à l'audience publique du 3 avril 2025, en leurs observations orales les conseils des différentes requérantes, les représentants de l'Autorité des marchés financiers, puis le ministère public, les parties ayant été mises en mesure de répliquer.

Vu les notes en délibéré, communiquées à la demande de la cour, de l'Autorité des marchés financiers, de la société THD et de M. [Y] et celle de la société Option 7 et M. [X] du 17 avril 2025 relatives à l'impact de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 sur le mécanisme d'imputabilité des manquements d'initiés en application des paragraphes 1 et 5 de l'article 8 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014;

SOMMAIRE

FAITS ET PROCÉDURE

§ 1

I. LES ENTREPRISES ET PERSONNES PHYSIQUES CONCERNÉES

§ 2

II. L'ENQUÊTE ET LA NOTIFICATION DE GRIEFS

§ 15

III. LES NOTIFICATIONS DE GRIEFS

§ 20

IV. LA DÉCISION DE L'AMF

§ 24

V. LES RECOURS CONTRE LA DÉCISION DE L'AMF

§ 26

VI. LES PRÉTENTIONS DES PARTIES

§ 29

MOTIVATION

§ 36

PREMIÈRE PARTIE : LA QUALIFICATION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

§ 36

I. L'INFORMATION TITRES

§ 43

A. Le caractère précis de l'information Titres

§ 43

B. La caractérisation des autres conditions

§ 73

1. Le caractère non public de l'information Titres

§ 74

2. L'influence sensible sur le cours du titre

§ 76

II. L'INFORMATION ACTIFS

§ 80

DEUXIÈME PARTIE : LES MANQUEMENTS

§ 83

I. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DE L'INFORMATION TITRES PAR THD ET M. [Y]

§ 83

A. La détention

§ 83

B. La demande de renvoi d'une question préjudicielle portant sur l'article 8.5 du règlement MAR et l'imputabilité du manquement à M. [Y]

§ 129

1. La question préjudicielle

§ 129

2. L'utilisation de l'information privilégiée

§ 142

II. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DE L'INFORMATION TITRES PAR M. [X] ET OPTION 7

§ 156

A. La question préjudicielle et l'imputabilité du manquement à M. [X]

§ 156

B. La détention de l'information Titres

§ 163

C. L'utilisation de l'information Titres

§ 211

III. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DES INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES PAR M. [B] [V]

§ 218

A. Sur la détention des informations privilégiées

§ 218

1. La détention de l'information Titres

§ 218

2. La détention de l'information Actifs

§ 254

B. L'utilisation des deux informations privilégiées par M. [B] [V]

§ 266

IV. L'INCITATION À ACQUÉRIR DES TITRES TERREÏS FORMULÉE PAR M. [B] [V] ET L'UTILISATION DE CETTE INCITATION PAR M. [A] [V]

§ 275

A. L' incitation de M. [B] [V]

§ 280

B. L'utilisation de l'incitation par M. [A] [V]

§ 286

V. LA RECOMMANDATION D'ACQUÉRIR DES TITRES TERREÏS FORMULÉE PAR M. [B] [V] ET L'UTILISATION PAR MME [U]

§ 291

VI. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DES INFORMATIONS TITRES ET ACTIFS PAR M. [I]

§ 307

A. La détention des informations privilégiées

§ 307

1. La détention de l'information Titres

§ 315

2. La détention de l'information Actifs

§ 325

B. L'UTILISATION DES INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES

§ 334

VII. LE MANQUEMENT RELATIF AUX OBLIGATIONS RELATIVES À LA TENUE ET À LA MISE À JOUR DE LA LISTE D'INITIÉS

§ 337

TROISIÈME PARTIE : LES SANCTIONS

§ 376

I.THD

§ 376

II. M. [Y]

§ 396

III. OPTION 7

§ 411

IV. M. [C] [X]

§ 425

V. M. [B] [V]

§ 437

VI. M. [A] [V]

§ 453

VII. MME [U]

§ 463

VIII. M. [I]

§ 473

IX. TERREÏS

§ 485

QUATRIÈME PARTIE : LA DEMANDE D'ANONYMISATION DE LA PUBLICATION DE LA DÉCISION ATTAQUÉE

§ 514

CINQUIÈME PARTIE : LES DEMANDES AU TITRE DE L'ARTICLE 700 DU CODE DE PROCÉDURE CIVILE

§ 523

PAR CES MOTIFS

§ 524

Exposé des faits

FAITS ET PROCÉDURE

1.La Cour est saisie de sept recours formés contre la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF ») n° 1 du 30 janvier 2023 (ci-après « la décision attaquée »).

I. LES ENTREPRISES ET PERSONNES PHYSIQUES CONCERNÉES

2.La société Terreïs (ci-après « Terreïs ») a été créée courant de l'année 2000 pour regrouper les actifs immobiliers acquis par le groupe Foncia. Au 31 décembre 2018, 54 % de son capital était détenu par la société Ovalto (ci-après « Ovalto »). Elle était présidée par M. [P] [X].

3.La société THD (ci-après « THD ») est une holding créée en 2008 et dirigée par M. [Y]. Ce dernier en était le gérant et l'associé unique en 2018 et 2019. Depuis le 1er mars 2017, THD et Ovalto sont co-associées au sein de la société DTL Associés (ci-après « DTL »). Au 31 octobre 2018, Ovalto détenait 70,41 % et THD 19,39 % du capital et des droits de vote de DTL. Cette société, présidée par la société THD, était elle-même l'associé majoritaire de la société bordelaise LD Vins, fondée en 1992 par M. [Y] et consacrée au négoce de vins.

4.La société Option 7 (ci-après « Option 7 ») est une holding familiale de M. [X]. En 2018 et 2019, son capital était réparti entre ce dernier, ses deux enfants et la société de droit suisse Pierre Etoile Holding, elle-même détenue en intégralité et présidée par M. [C] [X]. Ce dernier détenait, au 31 mai 2018, directement ou via la société Pierre Etoile Holding, l'usufruit sur 41 % des titres d'Option 7, ce qui faisait de lui le principal actionnaire usufruitier de cette société. Il est le frère du président et fondateur de Terreïs, M. [P] [X].

5.M. [B] [V] a exercé en 2018 et 2019 les fonctions de directeur du service travaux de la société Ravier, filiale du groupe Rougnon, dont Terreïs était l'un des principaux clients.

6.M. [I] était, de 2002 jusqu'à son licenciement mi-novembre 2018, directeur administratif et financier du groupe Rougnon.

7.M. [A] [V], frère de M. [B] [V], a déclaré exercer des fonctions de chef de projet chez France Télécom.

8.Mme [U] est pacsée à M. [B] [V]. Elle a déclaré exercer des fonctions d'agent commercial immobilier.

9.M. [W] est, depuis 2011, directeur du centre de formation du [S] et manager du « haut niveau Jeunes » au sein de ce club. M. [W] exerce ces fonctions dans des locaux jouxtant ceux de Ovalto et Terreïs.

10.M. [J] était, de 2012 jusqu'à fin 2021, asset manager au sein de Terreïs. En 2018 et 2019, sa mission au sein de cette société portait sur la cession des actifs situés en province, la relocation des actifs dits « compliqués », le

sourcing et l'acquisition de bureaux parisiens.

11.Dès le mois de septembre 2018, la société Swiss Life Reim (ci-après « Swiss Life ») s'est rapprochée de Terreïs et d'Ovalto en vue de négocier le rachat des titres détenus par Ovalto dans Terreïs.

12.Ce projet n'a pas abouti et a laissé place à un second projet de rachat d'actifs immobiliers de Terreïs.

13.Ce projet a abouti à la signature d'un protocole d'accord le12 février 2019 portant sur la cession, par Terreïs à Swiss Life, de vingt-huit actifs immobiliers pour un prix total d'environ un milliard sept cent millions euros hors droits.

14.Par un communiqué du même jour, Terreïs a annoncé au marché la cession de 72 % de son patrimoine et la « proposition d'un dividende pour l'ensemble des actionnaires et d'une offre publique de rachat d'actions offrant une liquidité aux actionnaires minoritaires de Terreïs, leur permettant ainsi de recevoir environ 60 euros par action (dividende et prix de l'offre publique compris) ».

II. L'ENQUÊTE ET LA NOTIFICATION DE GRIEFS

15.Le 3 avril 2019, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête portant sur le marché du titre Terreïs, et sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur de ce titre, ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur du titre Terreïs, à compter du 1er janvier 2018.

16.Le 22 mai 2019, le secrétaire général de l'AMF a étendu cette enquête à l'information financière de Terreïs, à compter du 1er janvier 2018.

17.Le 11 mars 2021, la direction des enquêtes et des contrôles (ci-après « DEC ») de l'AMF a adressé à Terreïs, THD et Option 7, ainsi qu'à MM. [Y], [X], [B] [V], [A] [V], [I], [W] et [J] et à Mme [U] des lettres les informant de manière circonstanciée des faits susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

18.Des observations en réponse ont été respectivement présentées par Mme [U] le 7 avril 2021, M. [I] le 7 avril 2021, M. [W] le 8 avril 2021, Terreïs le 9 avril 2021, Option 7 et M. [C] [X] le 9 avril 2021, THD le 9 avril 2021 et M. [J] le 10 avril 2021.

19.L'enquête a donné lieu à un rapport le 16 septembre 2021.

III. LES NOTIFICATIONS DE GRIEFS

20.La Commission spécialisée n° 2 du Collège de l'AMF a notifié, les 30 septembre et 2 décembre 2021, des griefs à l'ensemble des mis en cause ayant reçu une lettre circonstanciée.

21.Ces notifications de griefs retiennent l'existence de deux informations privilégiées successives :

1) à compter du 18 octobre 2018 et jusqu'au 21 décembre 2018 à 20h09, l'information relative au projet d'achat par Swiss Life de l'intégralité des titres Terreïs détenus par Ovalto (bloc de contrôle) avec une prime significative par rapport au cours de bourse de l'action et à l'actif net réévalué de liquidation (ci-après « information Titres ») ;

2) à compter du 25 janvier 2019, l'information relative à la cession par Terreïs d'au moins la majorité de son patrimoine à Swiss Life, susceptible d'entraîner une offre publique sur les titres Terreïs avec une prime significative par rapport au cours de bourse de l'action et à l'actif net réévalué de liquidation (ci-après « information Actifs »).

22.S'agissant de Terreïs, la notification de griefs porte sur des manquements dans la tenue et la mise à jour de la liste d'initiés relative à l'information Titres et à l'information Actifs, en violation des dispositions de l'article 18 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après « le règlement MAR »).

23.Les notifications de griefs adressées aux autres mis en cause portent sur des violations des dispositions des articles 8 et 14 du règlement MAR, et en particulier reprochent :

' À THD et M. [Y] d'avoir utilisé l'information Titres pour acquérir 18 941 titres Terreïs entre le 29 novembre et le 21 décembre 2018 ;

' À Option 7 et M. [X] d'avoir utilisé l'information Titres pour acquérir 12 000 titres Terreïs entre le 14 et le 21 décembre 2018 ;

' À M. [B] [V] d'avoir utilisé l'information Titres pour acquérir 2 850 titres Terreïs entre le 28 novembre et le 20 décembre 2018 et d'avoir utilisé l'information Actifs pour tenter d'acquérir 7 120 titres Terreïs le 11 février 2019 et d'avoir divulgué l'information Titres à Mme [U] et à M. [A] [V], ou, à tout le moins, d'avoir, sur la base de cette information Titres, incité M. [A] [V] à acquérir des titres Terreïs et recommandé à Mme [U] d'acquérir des titres Terreïs ;

' À M. [A] [V], d'avoir utilisé l'information Titres, ou à tout le moins l'incitation à acquérir les titres Terreïs formulée par M. [B] [V] sur la base de l'information Titres, pour acquérir 2 043 titres Terreïs entre le 30 novembre et le 5 décembre 2018 ;

' À Mme [U], d'avoir utilisé l'information Titres, ou à tout le moins la recommandation d'acquisition formulée par M. [B] [V] sur la base de l'information Titres, pour acquérir 1 121 titres Terreïs le 20 novembre 2018 ;

' À M. [I] d'avoir utilisé l'information Titres pour acquérir 2 550 titres Terreïs entre le 23 novembre et le 18 décembre 2018 d'avoir utilisé l'information Actifs pour acquérir 7 121 titres Terreïs entre le 25 janvier et le 11 février 2019 et tenter d'acquérir 3 588 titres Terreïs les 25 janvier et 4 février 2019 ;

' À M. [W] d'avoir utilisé l'information Actifs pour acquérir 760 titres Terreïs entre le 31 janvier et le 1er février 2019 ;

' À M. [J] d'avoir utilisé l'information Actifs pour acquérir 300 titres Terreïs le 30 janvier 2019.

IV. LA DÉCISION DE L'AMF

24.Dans sa décision n° 1 du 30 janvier 2023, la Commission des sanctions de l'AMF a infligé les sanctions suivantes :

' 1 000 000 euros à l'encontre de THD ;

' 200 000 euros à l'encontre de M. [Y] ;

' 400 000 euros à l'encontre d'Option 7 ;

' 400 000 euros à l'encontre de M. [C] [X] ;

' 350 000 euros à l'encontre de M. [B] [V] ;

' 100 000 euros à l'encontre de M. [A] [V] ;

' 75 000 euros à l'encontre de Mme [U] ;

' 250 000 euros à l'encontre de M. [I] ;

' 30 000 euros à l'encontre de M. [W] ;

' 5 000 euros à l'encontre de M. [J] ;

' 350 000 euros à l'encontre de Terreïs ;

25.La décision attaquée a également ordonné la publication et le maintien en ligne pendant cinq ans de façon non anonyme de la présente décision sur le site de l'AMF en ce qui concerne les personnes sanctionnées.

V. LES RECOURS CONTRE LA DÉCISION DE L'AMF

26.Sept déclarations de recours ont été formées, le 29 mars 2023 par Terreïs, le 3 avril 2023 par M. [A] [V], Mme [U], le 5 avril par M. [B] [V], le 6 avril 2023 par M. [Y] et THD, M. [C] [X] et Option 7 et M. [I].

27.Par ordonnance du 2 octobre 2023, les recours ont été joints sous le numéro RG n° 23/05561.

28.MM. [J] et [W] n'ont pas formé de recours.

VI. LES PRÉTENTIONS DES PARTIES

29.Dans son mémoire récapitulatif, Terreïs demande de dire, à titre principal, qu'elle n'a commis aucun manquement et d'ordonner la publication de la décision au Bulletin des annonces légales et, à titre subsidiaire, de réduire le montant de la sanction.

30.Mme [U], M. [A] [V], M. [B] [V] et M. [I] demandent, chacun dans leurs mémoires respectifs, à titre principal, l'annulation de la décision et leur mise hors de cause. À titre subsidiaire, ils demandent la réformation de la décision et la diminution du montant de la sanction. M. [I] demande en outre l'anonymisation de la décision dans tous les cas.

31.THD et M. [Y] demandent in limine litis la transmission à la Cour de Justice de l'Union Européenne (ci-après « la CJUE ») d'une question préjudicielle portant sur l'article 8.5 du règlement MAR, libellée de la manière suivante :

' « L'article 8.5 du règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission qui dispose que 'le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée' doit-il être interprété en ce sens qu'il prévoit un mécanisme d'imputabilité automatique aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée, et qu'il n'est pas nécessaire que le droit national d'un Etat membre précise les conditions dans lesquelles il est possible de mettre en 'uvre cette imputabilité automatique aux personnes physiques visées ' ».

32.En tout état de cause, ils demandent à la Cour d'annuler et à défaut de réformer la décision et de juger que THD et M. [Y] n'ont commis aucun manquement aux articles 8 et 14 du règlement MAR ; à titre subsidiaire, ils demandent de dire que l'information Titres n'était pas une information privilégiée, à titre très subsidiaire, de juger n'y avoir lieu à prononcer une sanction à l'égard de M. [Y] sur le fondement d'une nouvelle interprétation de l'article 8.5 du règlement MAR et, à titre infiniment subsidiaire, de ramener la sanction à de plus justes proportions.

33.Enfin, M. [X] et Option 7 demandent à la Cour de juger que M. [X] n'a commis aucun manquement et, en cas de doute sur l'article 8.5 du règlement MAR, de transmettre une question préjudicielle. Ils demandent, dans tous les cas, de réformer la décision et d'ordonner sa publication, et à titre subsidiaire de réduire le montant de la sanction.

34.L'AMF considère que les recours doivent être rejetés.

35.Le ministère public partage cet avis.

MOTIVATION

PREMIÈRE PARTIE : LA QUALIFICATION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

36.L'article 7 du règlement MAR, en vigueur à la date des faits, énonce :

« 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. »

37.Il en résulte qu'une information privilégiée comprend quatre caractéristiques, qui s'appliquent de manière cumulative :

38.Premièrement, il s'agit d'une information à caractère précis ;

39.Deuxièmement, cette information n'a pas été rendue publique ;

40.Troisièmement, elle concerne directement ou indirectement un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs ;

41.Quatrièmement, elle serait susceptible si elle était rendue publique d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instrument financiers dérivés qui leur sont liés.

42.Il convient donc d'examiner si ces éléments sont réunis pour chacune des deux informations.

I. L'INFORMATION TITRES

A. Le caractère précis de l'information Titres

43.La décision attaquée (paragraphe 27) a retenu que l'information Titres a présenté les caractéristiques d'une information privilégiée dès le 18 octobre 2018 en ce que le projet était suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, la seule existence de conditions suspensives, inhérentes à ce type d'opération, non encore levées, ne faisant pas obstacle en l'espèce au caractère précis de l'information. Elle a retenu que l'information Titres est demeurée précise les 20 novembre, 4 décembre, 8 décembre et 20 décembre 2018 et qu'elle a perdu son caractère précis le 21 décembre 2018 à 20h09, date du refus de la société Natixis assurances (ci-après « Natixis assurances ») communiqué à Ovalto remettant en cause les chances d'aboutir du projet de cession de titres.

44.Les requérants contestent le caractère précis de ladite information.

45.THD et M. [Y] soutiennent, d'abord, qu'une analyse in concreto des faits révèle que l'information Titres n'était pas suffisamment précise, eu égard aux nombreuses conditions suspensives et notamment l'obtention du rescrit fiscal. Ils font valoir, ensuite, que le 20 novembre 2018, en raison du refus du président de Swiss Life ayant conduit à une restructuration de l'opération, l'information Titres n'était plus privilégiée après cette date dès lors que la prime par rapport à l'actif net réévalué (ci-après « ANR ») et les chances raisonnables du projet d'aboutir n'étaient plus assez significatives. Ils soutiennent enfin que le 4 (et à tout le moins le 20) décembre 2018, Swiss Life ayant abandonné le projet d'acquisition des titres Terreïs, celui-ci n'avait plus de chances d'aboutir et l'information Titres ne pouvait pas être privilégiée après ces dates.

46.Option 7 et M. [X] exposent qu'à défaut pour le projet d'avoir des chances raisonnables d'aboutir en raison d'obstacles et de l'absence de fixation du prix de cession, arguments que l'AMF a retenus lors d'affaires antérieures, l'information Titres n'aurait pas pu être qualifiée de précise. Ils exposent que le 18 octobre 2018, le projet n'avait déjà eu aucune chance d'aboutir en raison de ses conditions suspensives et notamment de l'obtention d'un rescrit fiscal. Ils relèvent que le 20 novembre 2018, le refus du président de Swiss Life ayant conduit à une restructuration de l'opération, la prime par rapport à l'ANR n'était plus assez significative et Swiss Life envisageait déjà un autre projet (acquisition des titres). Par ailleurs, ils soulignent que le 4 décembre 2018, la prise d'acte du désaccord sur le prix a mis fin au projet, ce qui est corroboré par les échanges SMS et les réunions chez Swiss Life. Enfin, le 20 décembre 2018, ils soulignent que Swiss Life a définitivement acté la fin du projet d'acquisition des titres et proposé un projet différent, de sorte qu'un quart des acquisitions litigieuses restaient ainsi effectuées hors de la période d'information privilégiée.

47.En réponse, l'AMF rappelle qu'il est de jurisprudence constante que le projet de cession d'une partie du capital d'un émetteur et l'OPA, éventuellement subséquente, constituent un évènement précis dès qu'il est seulement susceptible de se produire, sans certitude quant à sa réalisation effective, nécessairement assortie d'aléas inhérents à toute opération de cette nature. Elle considère que la circonstance que la réussite de l'opération était subordonnée à de nombreuses conditions suspensives est inopérante puisque de telles conditions sont inhérentes à ce type d'opération. Elle relève que les décisions de l'AMF invoquées portant sur des rescrits fiscaux concernaient des projets industriels, dont la faisabilité dépendait d'évènements qui ne pouvaient pas être qualifiés de simples aléas et que de plus, Swiss Life a indiqué être très confiante sur la probabilité d'obtenir le rescrit. Elle affirme qu'il était possible de déduire du projet un effet sur le cours du titre concerné. Sur la date du 20 novembre 2018, elle considère que les requérants qualifient abusivement de refus l'accord du président de Swiss Life pour une opération au prix de 56 euros par action, que les négociations se sont poursuivies ensuite et que la prime par rapport à l'ANR est restée significative. Concernant la date du 4 décembre 2018, elle soutient que Swiss Life n'a pas abandonné le projet après le refus d'Ovalto pour un prix de 61 euros par action et sa contre-offre de 63 euros par action, que des négociations entre Swiss Life et Natixis assurance ont eu lieu ensuite et qu'aucune preuve n'est rapportée qu'Ovalto considérait le projet comme avorté. Concernant la date du 20 décembre 2018, elle indique que Swiss Life n'a pas notifié à Ovalto l'échec

du projet et que des discussions se sont poursuivies entre Ovalto, Goldman Sachs et Swiss Life jusqu'au 21 décembre 2018.

48.Le ministère public partage l'avis de l'AMF.

Sur ce, la Cour :

49.Les dispositions de l'article 7 du règlement MAR précitées et celles antérieures, de l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « RGAMF »), supprimé par un arrêté du 14 septembre 2016, apparaissent équivalentes. La jurisprudence européenne et nationale rendue antérieurement à l'entrée en vigueur du règlement MAR est donc applicable. Il convient d'en rappeler l'interprétation.

50.La CJUE a indiqué, dans son arrêt du 28 juin 2012, Gelt (C-19/11, points 44 à 49), que la condition de la précision ne saurait être interprétée comme exigeant la démonstration d'une probabilité élevée des circonstances ou éléments mentionnés : une telle interprétation serait de nature à porter atteinte aux objectifs poursuivis par la directive précitée, consistant à assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union et à renforcer la confiance des investisseurs dans ce marché. À cet égard, elle a précisé que cette expression vise uniquement des circonstances ou des événements dont il apparaît « sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles » qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront, ce qui exclut ceux dont la survenance n'est pas vraisemblable ou qui sont dépourvus de tout caractère concret.

51.Dans son arrêt du 11 mars 2015, Lafonta (C-628/13, point 31), auquel se réfère un arrêt du 15 mars 2022, M. A. (C-302/20, point 38), la CJUE a précisé qu'il suffit que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour pouvoir constituer une base permettant d'évaluer si l'événement qui en est l'objet est susceptible d'avoir un effet sur les cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte. Seules des informations vagues ou générales, ne permettant de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés, ne satisfont pas cette condition.

52.Ainsi, il en résulte qu'une information portant sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir répond à la condition de précision.

53.Il est, à cet égard, indifférent que la réalisation du projet soit certaine ou que ses modalités définitives portant sur le prix ou le nombre de titres aient été fixées. L'existence d'aléas quant à la survenance d'un événement ou quant à la réalisation effective d'un projet, n'exclut pas la possibilité de retenir que l'information y afférente présente un caractère suffisamment précis (Com. 13 novembre 2013, pourvoi n° 12-21.572 ; Com. 3 mai 2016, pourvoi n° 15-10.044 ; Com.1er mars 2017, pourvois n° 14-26.225, 14-26.892, 15-12.362 ; Com.10 juillet 2018, pourvoi n° 15-15.557).

54.C'est à la lumière de ces principes qu'il importe, en l'espèce, de déterminer si l'information Titres revêtait un caractère précis et, dans l'affirmative, à quelle date.

55.La Cour constate qu'il ressort des pièces du dossier la chronologie par ailleurs non contestée des évènements suivants :

' Le 10 septembre 2018, Ovalto a procédé à la constitution d'une liste d'initiés, après avoir été informée que Swiss Life allait adresser à Ovalto une lettre d'intention.

' Le 14 septembre 2018, une première lettre d'intention non-engageante a été adressée par Swiss Life à Ovalto portant sur l'acquisition de 95 % au moins du capital de Terreïs pour un prix de 65 euros par action ordinaire.

' Le 18 septembre 2018, les membres du conseil de surveillance d'Ovalto, informés du contenu de la lettre d'intention de Swiss Life, ont donné leur accord à la poursuite des négociations. Des réunions ont eu lieu sur l'éventuel projet de cessions de titres entre M. [Y], Swiss Life et un conseil en immobilier. Le 2 octobre 2018, Ovalto a transmis à son conseil financier la lettre d'intention de Swiss Life du 14 septembre 2018.

' Le 15 octobre 2018, une seconde lettre d'intention non engageante a été adressée par Swiss Life à Ovalto portant sur l'acquisition du bloc majoritaire détenu par Ovalto sur le capital Terreïs. Cette lettre précisait l'identité des conseils financiers et juridiques que Swiss Life avait désignés pour l'accompagner dans ce projet et prévoyait que l'acquisition serait suivie du dépôt par Swiss Life d'une offre publique d'achat simplifiée des titres restants, pour un prix par action identique à celui proposé le 14 septembre 2018.

' La réalisation de cette opération était subordonnée à plusieurs conditions, dont l'approbation de l'opération et de la documentation contractuelle par les comités de Swiss Life, l'avis positif du conseil d'administration de Terreïs concernant le lancement d'une offre publique, l'autorisation de l'opération par l'Autorité de la concurrence suisse et enfin, l'obtention d'un rescrit fiscal concernant la neutralité fiscale du retrait de la cote de Terreïs « au dernier jour de son exercice fiscal immédiatement suivie d'une option au régime des SIIC en tant que filiale d'OPCIE au premier jour de son nouvel exercice. ».

' Le 17 octobre 2018, les membres du conseil d'administration de Terreïs ont été informés du contenu de la lettre d'intention du 15 octobre 2018.

' Le 18 octobre 2018, Ovalto a accepté les termes de cette lettre. Une période d'exclusivité s'est ouverte au profit de Swiss Life jusqu'au 8 décembre 2018.

56.Il résulte de cette chronologie que le projet d'achat par Swiss Life des titres Terreïs détenus par Ovalto était engagé sur des bases concrètes et qu'il avait des chances raisonnables d'aboutir.

57.La question posée est de déterminer si l'existence de deux des conditions suspensives, à savoir le rescrit fiscal et l'autorisation de l'opération par l'Autorité de la concurrence suisse, la FINMA, privait l'information Titres de ce caractère précis.

58.Concernant, d'abord, la condition relative à l'obtention du rescrit fiscal, si des analyses juridiques (pièce n° 30 de Swiss Life), sollicitées dans le cadre de ce recours le 6 septembre 2023, soit postérieurement à la lettre d'intention du 15 octobre 2018, ont conclu à l'impossibilité d'obtenir un tel rescrit fiscal, il n'est pas démontré que tel était également le cas le 15 octobre 2018.

59.Il résulte au contraire des éléments du dossier que si, effectivement, les parties s'accordent pour dire que l'obtention du rescrit était difficile, Swiss Life ayant déclaré aux enquêteurs « Nous nous sommes aperçus qu'il devenait difficile d'obtenir le rescrit fiscal et c'est l'une des raisons ayant conduit au choix d'acheter des actifs immobiliers directement. » ou « Oui il y avait un risque de ne pas réussir une opération si complexe : risque de ne pas pouvoir obtenir le rescrit fiscal nécessaire à notre opération » (Annexe 10.1 du rapport), Swiss Life pensait néanmoins que l'opération allait aboutir en déclarant aux enquêteurs : « Oui le 15 octobre 2018 nous pensions que l'opération allait aboutir ». « Nous étions très confiants sur la probabilité de l'obtenir au lancement de l'opération. » En outre, la demande du rescrit fiscal a été formée auprès de l'administration fiscale le 12 novembre 2018 (annexe 3 sous l'annexe 10.2 « Swiss Life 2200907 »), ce dont il résulte qu'à cette date, Swiss Life croyait en son obtention et qu'ainsi, contrairement à ce que soutiennent Option 7 et M. [X], il n'est pas démontré que Swiss Life considérait qu'il était impossible de faire aboutir l'opération en l'absence de rescrit.

60.Par ailleurs, un rescrit fiscal ne dépend pas d'évènements ou de décisions politiques extérieures comme c'était le cas des décisions de l'AMF des 28 juillet 2000 et 3 août 2021, invoquées par M. [Y] et THD, décisions qui portaient

sur des projets industriels.

61.Concernant, ensuite, la seconde condition suspensive relative à l'autorisation de l'autorité prudentielle suisse, la FIMNA, il ne résulte pas de la lettre d'intention du 15 octobre 2018 que cette autorisation constituait une condition suspensive. Swiss Life a d'ailleurs déclaré aux enquêteurs avoir été informée très tardivement dans le process d'acquisition de la contrainte de la FIMNA. Par ailleurs, comme pour le rescrit fiscal, cette condition n'était pas un évènement extérieur qui conditionnait les chances raisonnables d'aboutir de l'opération.

62.En conséquence, la Cour retient que les conditions suspensives constituaient de simples aléas inhérents à ce type d'opération et ne privaient pas l'information Titres d'un éventuel caractère précis.

63.L'information Titres revêtait donc un caractère précis, et ce dès le 18 octobre 2018, date de l'accord d'Ovalto.

64.Concernant la détermination de la durée de ce caractère précis de l'information Titres, il résulte des pièces du dossier que :

' Le 19 octobre 2018, un calendrier de l'opération de cession a été établi par Swiss Life.

' Le 20 novembre 2018, le président du groupe Swiss Life a donné son accord à l'opération d'acquisition du capital de Terreïs sous réserve d'un prix de 56 euros par action, contre 65 euros proposé dans les lettres d'intention précitées des 14 septembre et 15 octobre 2018.

65.Contrairement à ce que soutiennent Option 7 et M. [X], ce refus du président de Swiss Life d'acquérir les titres Terreïs ne constitue pas un refus d'acquérir les titres Terreïs à un prix au-dessus du cours de bourse de l'action et à l'actif net réévalué. En effet comme le fait à juste titre valoir l'AMF, la proposition du président de Swiss Life s'intègre comme une étape à la poursuite des négociations. Il n'est pas établi que cette proposition de prix ait constitué la décision d'abandonner l'opération d'acquisition des titres au profit d'une opération d'acquisition des actifs immobiliers.

66.La chronologie qui suit en témoigne :

' Le 26 novembre 2018, Swiss Life a établi une nouvelle présentation du projet à l'attention de ses comités internes et continué son audit juridique et financier de Terreïs.

' Le 3 décembre 2018, Swiss Life a transmis à Ovalto une nouvelle proposition de prix s'élevant à 61 euros par action.

' Le 4 décembre 2018, Ovalto a refusé cette proposition et indiqué à Swiss Life qu'elle ne céderait pas ses titres Terreïs à un prix inférieur à 63 euros.

' Le même jour, le président du directoire de Swiss Life a indiqué par SMS à l'un des gérants de portefeuille de Swiss Life : « le deal is dead definitely / Sorry / Merci [O] ainsi qu'à toute l'équipe ».

67.Les requérants, qui contestent le caractère précis de l'information Titres, déduisent de ce SMS, dont ils invoquent les termes clairs et définitifs, la fin du caractère précis de l'information au moins à compter du message.

68.Néanmoins, les évènements qui succèdent au message en contredisent les termes :

' Swiss Life a recherché un co-investisseur et s'est rapproché de Natixis assurances au cours de deux réunions des 14 et 18 décembre 2018.

' Le 20 décembre 2018, une réunion de suivi a eu lieu entre M. [Y], Swiss Life et leur conseil immobilier.

' Le même jour, le 20 décembre 2018, Swiss Life a adressé un courrier à Ovalto actant de la fin de la période d'exclusivité, intervenue le 8 décembre, mais indiquant que les équipes de Swiss Life « continuent à étudier la possibilité de formuler une offre révisée qui suppose l'entrée d'un partenaire financier minoritaire et serait de nature à résoudre la difficulté apparue. ['] Une telle offre pourrait se faire sur des bases différentes de celles présentées dans notre courrier du 12 octobre 2018 ['] ».

' Le 21 décembre 2018 à 15h23, le conseil financier de Swiss Life a contacté M. [Y] en l'informant que Natixis assurances se prononcerait dans la soirée sur sa participation à l'opération. À 20h09, ce conseil financier a informé M. [Y] du refus de Natixis assurances.

' Le même jour, M. [Y] a écrit au conseil financier : « Tout le monde était très confiant sur Natixis assurance y compris Natixis ! le comité de ce soir devait être une formalité ['']. On aura des échos définitifs après Noël mais cela ne sent pas bon ['] Je fais le point lundi avec eux ».

69.Il découle de ce déroulement des faits que, contrairement à ce que soutiennent THD, M. [Y], Option 7 et M. [C] [X], l'information Titres demeurait précise les 20 novembre, 4 décembre, 8 décembre et 20 décembre 2018, puisque l'acquisition du bloc majoritaire des titres Terreïs détenu par Ovalto constituait toujours la finalité de l'opération, peu important que l'identité de l'acquéreur ait été modifiée.

70.Par ailleurs, il résulte du message précité de M. [Y] à son conseiller financier le 21 décembre 2018 que le projet initial portant sur l'acquisition des titres Terreïs détenus par Ovalto avait des chances raisonnables d'aboutir avec un nouvel investisseur. Ce n'est qu'après le refus de Natixis assurances, que Swiss Life a envisagé une acquisition sans co-investisseur de sorte que le projet ne correspondait alors plus à l'opération prévue dans la lettre d'intention du 15 octobre 2018.

71.Il peut donc en être déduit que l'information Titres a conservé son caractère précis du 15 octobre 2018 au 21 décembre 2018 à 20h09.

72.Les moyens des requérants sont donc rejetés.

B. La caractérisation des autres conditions

73.Dans la décision attaquée, la Commission des sanctions a vérifié que l'information remplissait les autres conditions de qualification d'une information privilégiée (paragraphes 40 à 51), la condition relative au fait que l'information concerne des émetteurs étant quant à elle acquise.

1. Le caractère non public de l'information Titres

74.Il résulte de la décision attaquée que l'information Titres n'a fait l'objet d'aucune divulgation entre le 18 octobre et le 21 décembre 2018 à 20h09 et que « cette information est demeurée non publique sur cette période » (paragraphe 42 de la décision attaquée).

75.Cet élément n'est pas contesté.

2. L'influence sensible sur le cours du titre

76.La décision attaquée (paragraphe 45) a retenu que le projet d'acquisition d'un bloc de contrôle avec une prime significative par rapport au cours de bourse de l'action et à l'actif net réévalué de liquidation qui implique la mise en 'uvre d'une offre publique obligatoire sur les actions de la société cible, est par nature susceptible d'avoir une influence sur le cours de cette société.

77.En effet, en matière d'offre publique d'achat, l'information sur la cession d'une part significative du capital d'une société, susceptible d'engendrer une offre publique, est par nature susceptible d'avoir une incidence sur le cours.

78.Cet élément n'est, en outre, pas contesté.

79.En conséquence, il résulte de l'ensemble de ces constatations que c'est à juste titre que la décision attaquée a retenu que l'information Titres était une information privilégiée du 18 octobre au 21 décembre 2018 à 20h09.

II. L'INFORMATION ACTIFS

80.La décision attaquée a retenu que l'information portant sur la cession par Terreïs de 72 % de son patrimoine immobilier à Swiss Life était une information privilégiée à compter du 25 janvier 2019 16h24 et jusqu'au 12 février 2019.

81.À cet égard, elle a relevé, sans que cela ne soit contesté par les requérants, que :

' Le 25 janvier 2019, à 16h24, a été transmis à M. [C] [X] un calendrier prévisionnel détaillé prévoyant notamment une remise par Swiss Life de sa lettre d'intention le 4 février 2019, la signature entre les parties du contrat de cession le 12 février 2019 et l'information du public par voie de communiqué de presse le 13 février 2019. Il est fait mention également de l'ouverture par Terreïs début juillet d'une offre publique de rachat de ses propres titres au prix de 60 euros par action, correspondant à 35 euros pour l'action en elle-même et 25 euros de dividende exceptionnel.

' Cette information était précise en ce qu'elle avait les chances raisonnables d'aboutir : Terreïs et Swiss Life avaient trouvé un accord, à savoir le rachat de 72 % du patrimoine immobilier de Terreïs, et la valorisation du titre, soit 60 euros par action.

' L'information était restée non publique jusqu'au communiqué de Terreïs du 12 février 2019.

' L'information était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours : un investisseur raisonnable pouvoir en effet anticiper une forte hausse du cours afin de s'ajuster sur la valorisation de l'action à 60 euros, alors que la valeur du titre était de 38,50 euros à la clôture du titre le 25 janvier 2019.

82.L'information Actifs était donc une information privilégiée du 25 janvier 2019 à 16h24 au 12 février 2019.

DEUXIÈME PARTIE : LES MANQUEMENTS

I. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DE L'INFORMATION TITRES PAR THD ET M. [Y]

A. Sur la détention

83.La décision attaquée a retenu que THD et M. [Y] avaient manqué à leur obligation d'abstention de l'utilisation de l'information Titres en acquérant 18 491 titres Terreïs entre le 29 novembre et le 21 décembre 2018.

84.Dans leur mémoire, THD et M. [Y] soutiennent que :

' La preuve par la méthode du faisceau d'indices doit être écartée lorsque les opérations d'achat s'inscrivent dans le cadre d'une stratégie autonome, comme en l'espèce.

' Ils ont été conseillés par la société UBS (ci-après « UBS ») pour faire ces investissements, ce qui peut être qualifié de conseil en investissement comme l'AMF l'a déjà qualifié dans des décisions (CDS 22 mai 2008 SAN 2008-19) et non d'une opération d'initiés

' Le règlement MAR écarte ce type d'opérations d'initiés.

' Le choix de Terreïs par M. [Y] s'explique par l'appartenance au groupe familial de son associé.

' Le délai entre le conseil d'UBS et l'opération est justifié par l'agenda personnel de M. [Y].

' Concernant le faisceau d'indices retenu par l'AMF, ils contestent le caractère atypique de l'opération aux motifs qu'elle résulte d'une recommandation d'UBS et que son montant est dans les habitudes de THD. Sur le moment opportun, ils soulignent que l'opération suit les recommandations d'UBS antérieures à la date à laquelle l'information serait devenue privilégiée et la perception d'un milliard par THD. Ils font valoir que les propos de M. [Y] sont exacts et cohérents et que l'utilisation de la défense du mis en cause pour l'incriminer est illégale. Ils soutiennent une absence de circuit plausible de transmission et que ce circuit ne peut être fondé uniquement sur l'existence de relations professionnelles.

85.L'AMF considère que les éléments du dossier montrent que les investissements de M. [Y] résultent de sa seule initiative et que son conseiller UBS n'a fait que suivre les instructions de son client. Elle souligne le caractère opportun de l'attestation du conseiller UBS quatre ans après les faits et affirme que dans tous les cas, l'immobilier n'était qu'un des secteurs d'investissement parmi d'autres et que la décision d'investir était celle de M. [Y]. Concernant l'atteinte à la présomption d'innocence, elle fait valoir que l'absence de justifications convaincantes ou des justifications contradictoires constituent un indice d'une détention d'une information privilégiée.

86.Le ministère public partage cet avis.

Sur ce, la Cour :

87.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 [’].

[’]

4. Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne :

a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ;

b) détient une participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ;

c) a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ; ou

d) participe à des activités criminelles.

Le présent article s'applique également à toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

5. Lorsque la personne est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation

ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée ».

88.L'article 14 du règlement MAR, entré en vigueur le 2 juillet 2014, 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 ».

89.En l'espèce, il est constant que M. [Y] et THD ne sont pas des initiés primaires visés aux a, b, c, de l'article 8.4 précité, de sorte qu'il appartient à l'AMF d'établir que M. [Y] détenait et utilisait, pour le compte de THD, l'information Titres qu'il savait être une information privilégiée ou aurait dû le savoir.

90.La preuve de la détention et de l'utilisation d'une information privilégiée peut se faire par tous moyens.

91.Ainsi, à défaut de preuves directes, difficiles, voire impossibles, à réunir eu égard au caractère nécessairement secret et volontairement dissimulé des éléments constitutifs d'un manquement d'initié, la détention, la communication et l'utilisation de l'information susceptible d'être privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, dont il résulte de manière non équivoque que seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé.

92.Il importe donc de rechercher, à défaut de preuve matérielle directe, si, à la date d'acquisition des titres, il est établi par un faisceau d'indices graves, précis et concordants que M. [Y], pour le compte de THD, a détenu et utilisé l'information privilégiée relative au projet d'acquisition des titres Terreïs par Ovalto susceptible d'entraîner une OPA subséquente.

93.La décision attaquée a retenu comme indices le caractère atypique des acquisitions, l'existence d'un moment opportun, l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée et le caractère peu convaincant des déclarations de M. [Y] pour justifier des acquisitions litigieuses.

94.Il convient de les examiner successivement.

Sur le caractère atypique de l'investissement en raison de sa nature

95.Concernant le caractère atypique de l'acquisition en raison de sa nature, il ressort des déclarations de M. [Y] que THD n'a jamais acquis d'actions de sociétés cotées avant l'acquisition des titres Terreïs et qu'elle n'en a pas acquis postérieurement non plus :

« 13. QUESTION: Confirmez-vous que THD n'avait jamais acquis en direct aucune action de société cotée avant l'acquisition des actions Terreïs à la fin de l'année 2018 '

REPONSE : Non, il ne me semble pas. J'ai tout fait avec la banque UBS, donc en direct non.

Me [L]: Je vous confirme que la réponse est non, mais si la réponse de M. [Y] est évasive c'est parce qu'il ne suit pas ses investissements. » (cote D 1158 procès-verbal d'audition de M. [Y] par le rapporteur)

96.L'acquisition litigieuse est donc inhabituelle par sa nature, à savoir l'acquisition d'actions, peu important que le compte-titres de THD, ouvert en mars 2017, comporte peu d'opérations et ait une faible ancienneté. Par ailleurs, le

fait que la décision attaquée n'ait pas retenu le caractère atypique de l'opération en raison de son montant, alors que la notification de griefs l'avait relevé, est sans incidence. Concernant, enfin, l'incitation d'UBS auprès de M. [Y] il ne résulte pas des éléments du dossier comme il le sera examiné au paragraphe 124 du présent arrêt auquel il est renvoyé, que le conseiller d'UBS ait été à l'initiative de l'acquisition litigieuse, de sorte que le moyen est inopérant. Dans tous les cas, ce conseil n'aurait pas d'influence sur l'indice relatif au caractère atypique de l'acquisition par sa nature, qui demeure.

97.Le caractère atypique des investissements constitue donc un premier indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'indice du moment opportun

98.En premier lieu, la décision attaquée a retenu que les ordres d'acquisition du titre Terreïs par THD, intervenus les 29 novembre, 11 décembre et 21 décembre 2018, l'ont été un mois et demi après avoir reçu l'analyse du titre par le conseiller UBS le 12 octobre 2018 et plus d'un mois et demi après avoir perçu la somme d'un million d'euros au titre du solde de prix de cession de DTL. Or, elle relève que ces ordres d'acquisitions ont été passés alors que l'information était privilégiée dès le 18 octobre 2018 et au moment où le président de Swiss Life avait autorisé le 20 novembre la poursuite des négociations.

99.Il résulte de ces motifs que contrairement à ce que M. [Y] et THD soutiennent, la décision attaquée n'a pas seulement constaté que les ordres d'acquisitions avaient été passés alors que l'information était privilégiée, ce qui constituerait un élément constitutif du manquement et non un indice ; elle a également retenu que M. [Y], pourtant en possession de l'analyse du titre depuis le 12 octobre 2018, a attendu un mois et demi pour investir le million d'euros, perçu le 22 octobre 2018.

100.En deuxième lieu, les arguments de M. [Y] et de THD pour justifier que les acquisitions correspondaient à une stratégie d'investissement dans un titre dans lequel ils avaient confiance, sans que l'existence d'une information privilégiée n'ait influé sur les trois ordres d'acquisitions, n'apparaissent pas fondés : en effet, c'est à juste titre que l'AMF a considéré que les difficultés personnelles et professionnelles de M. [Y], qui aurait traversé une période intense l'empêchant de se concentrer immédiatement sur l'investissement du montant de la cession des titres de DTL, sont insuffisants pour écarter l'indice du moment opportun (paragraphe 92 de la décision attaquée).

101.En troisième lieu, contrairement à ce que les requérants soutiennent, l'AMF ne demande pas « une preuve impossible en refusant le renversement de la présomption du manquement d'initié pourtant expressément admis par le considérant 31 du règlement MAR » (page 31 de leur mémoire). En effet, la présomption ne s'applique qu'aux initiés primaires que ne sont pas THD et M. [Y], de sorte que comme il l'a déjà été rappelé, c'est à l'AMF d'établir par tous moyens, y compris par la méthode du faisceau d'indices, la détention et l'utilisation de l'information privilégiée. M. [Y] et THD sont donc mal fondés à affirmer que l'AMF a empêché le renversement de la présomption, dès lors que celle-ci n'existait pas.

102.En quatrième lieu, l'AMF n'a pas non plus demandé une preuve impossible : en effet, les éléments personnels invoqués par M. [Y] figurent dans sa pièce numéro 13 annexée aux observations en réponse à la notification de griefs et intitulée « Rappel des différentes étapes de la procédure de divorce de M. [Y] » (pièce n° 13 de THD et de M. [Y]). L'analyse de cette pièce permet de constater qu'il s'agit d'un historique de la procédure, notamment de divorce de M. [Y], établi par l'avocat de ce dernier, et dont il résulte qu'un appel contre la décision de divorce a été formé le 29 mars 2018 et que par un arrêt du 10 septembre 2019, la cour d'appel de Paris a statué. Ainsi, le fait que l'instance d'appel contre la décision de divorce ait eu lieu courant des années 2018 et 2019 ne permet pas d'écarter l'indice du moment opportun et d'expliquer pourquoi les investissements ont eu lieu alors qu'ils détenaient une information privilégiée.

103.En cinquième lieu, contrairement à ce qui est soutenu par M. [Y] et THD selon lesquels le deuxième ordre a été passé alors que le président de Swiss Life avait le 4 décembre 2018 déclaré que « le deal is dead défininitely » et que le troisième ordre a été exécuté au moment où l'information privilégiée était caduque sans que M. [Y] ait donné pour instruction de l'interrompre, la Cour relève que le message du 4 décembre 2018 n'a pas interrompu le projet d'acquisition des titres Terreïs puisqu'un nouvel investisseur a été recherché ; quant au troisième ordre, il a bien été exécuté le 21 décembre 2018, jour où l'information était encore privilégiée jusqu'à 20h09. Le fait, par ailleurs, que M. [Y] ait été conseillé par son conseiller UBS pour décider du moment de la vente n'est pas établi.

104.En sixième lieu, quant au moyen tiré d'une contradiction entre les motifs tenant à M. [Y] et THD, d'une part, et ceux concernant M. [I] et Mme [U], d'autre part, la Cour rappelle que chaques circonstances et situations sont personnelles et que l'examen des indices du faisceau est effectué au cas par cas, selon chaque mis en cause. Ainsi, la décision attaquée a relevé que M. [I] a investi son solde de tout-compte perçu après son licenciement quatre jours après sa perception ; quant à Mme [U], qui a investi le montant d'une donation dans un laps de temps identique à celui écoulé entre la perception du prix de la vente de DTL et les acquisitions Terreïs par THD, l'AMF a estimé que ses déclarations étaient précises et corroborées pour justifier de l'investissement d'une partie de la donation qu'elle a reçue.

105.En septième lieu, les modalités de passage des ordres, qui ne traduiraient, selon les requérants, aucune précipitation ni aucune urgence dans la passation des ordres, ne constituent pas dans tous les cas un élément suffisant pour remettre en cause l'indice du moment opportun.

106.Enfin, s'agissant de la déclaration de soupçons d'abus de marché déposée par le conseiller UBS le 13 février 2019, dont la décision attaquée fait état (paragraphe 93 de la décision attaquée), M. [Y] et THD relèvent à juste titre qu'elle concerne la suspicion d'utilisation de l'information Actifs, et non l'information Titres.

107.Néanmoins, cette déclaration constitue un élément parmi d'autres qui éclaire les circonstances autour de l'investissement de Terreïs en 2018. Cette déclaration mentionne : « Nous avons en effet un faisceau d'éléments qui combinés peuvent présenter un caractère sérieux : rapprochement dans la durée entre le timing des ordres d'achat Terreïs et le timing d'annonce de l'opération par Swiss Life AG (') ». C'est donc à juste titre que la décision attaquée a considéré qu'il s'agissait d'un élément, et non d'un indice, parmi les autres, et qui, « pris ensemble permettent d'apprécier le caractère opportun de l'indice temporel. ». Le fait que la déclaration ne porte pas sur l'information Titres n'emporte aucune conséquence, puisque l'information Titres n'ayant pas abouti, la déclaration de soupçon ne pouvait donc la concerner. Par ailleurs, le fait que la notification de griefs n'ait pas fait état de cette déclaration de soupçon est indifférent, puisqu'elle est une pièce annexée au rapport d'enquête (pièce Annexe 4.1.2.8 du rapport d'enquête), que la Commission des sanctions a la faculté d'invoquer. Enfin, le fait que le conseiller UBS fasse valoir dans une attestation établie quatre ans après les faits, n'avoir jamais eu « le sentiment ou la sensation » que M. [Y] détenait une information privilégiée ne prive pas la déclaration de soupçons, établie à l'époque des faits, de sa portée.

108.Les moyens de M. [Y] et de THD seront donc rejetés.

109.Le moment opportun constitue, dès lors, un deuxième indice de détention de l'information privilégiée.

Sur le circuit plausible de transmission de l'information privilégiée

110.Comme le fait à juste titre observer l'AMF, cet indice n'est pas fondé sur des données de connexion des téléphones portables mais sur les liens professionnels entretenus par M. [Y] avec trois personnes, M. [F], en sa qualité de président du directoire d'Ovalto, Mme [N] [X], en sa qualité de responsable de la branche viticole au sein du groupe Ovalto, et M. [P] [X], en sa qualité de président du conseil de surveillance d'Ovalto. Tous les trois étaient membres du comité de pilotage de LD Vins présidé par M. [Y].

111.La décision attaquée a, en effet, retenu que « les données de connexion n'étaient pas nécessaires à l'examen des manquements » (paragraphes 5 et 95 de la décision attaquée) et s'est fondée exclusivement sur les relations professionnelles de M. [Y] avec les membres du comité de pilotage. Il en est de même des auditions devant le rapporteur, qui ne reposent pas non plus sur les données de connexion mais sur les liens des membres du comité de pilotage de LD Vins.

112.M. [Y] et THD reprochent donc en vain à la décision attaquée de se fonder sur ces données et de ne pas les communiquer. Il n'y a donc pas lieu d'examiner le moyen tiré des données de connexion, qui est inopérant.

113.S'agissant, ensuite, de l'existence des liens professionnels, même si le comité de pilotage a pour objet l'activité vinicole et non immobilière d'Ovalto, il n'en demeure pas moins que le fait pour plusieurs personnes initiées de se rencontrer régulièrement lors de réunions de travail, même sans être des proches et se connaître depuis quelques mois, rend plausible la transmission de l'information privilégiée.

114.Or, en l'espèce, ces rencontres ont non seulement eu lieu mais elles ont été régulières : ainsi, devant le rapporteur, M. [Y] a indiqué avoir assisté à toutes les réunions du comité de pilotage, y compris en décembre 2018 deux jours avant le dernier ordre (cote 1159 procès-verbal d'audition de M. [Y]). Mme [X] a quant à elle indiqué, en parlant de M. [Y] : « Je le vois une fois par mois. Je dois être en contact avec lui en moyenne une fois par semaine pour le suivi des activités de négoce du pôle. » (cote D 222 procès-verbal d'audition de Mme [X]). Enfin, M. [F] a mentionné « Je le vois en moyenne une fois tous les deux ou trois mois. Je l'ai régulièrement au téléphone. » (cote D 213 procès-verbal d'audition de M [F]).

115.Il en résulte que l'existence de ces réunions régulières entre personnes initiées constitue un circuit plausible de transmission de cette information.

116.Ce circuit plausible de transmission de l'information privilégiée constitue, dès lors, un troisième indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'absence de déclarations convaincantes pour justifier de l'investissement litigieux

117.En premier lieu, la prise en compte des incohérences ou inexactitudes dans les déclarations devant le rapporteur comme élément du faisceau d'indices ne porte pas atteinte à la présomption d'innocence, dès lors qu'il ne résulte pas des déclarations de M. [Y] devant le rapporteur qu'elles ont conduit ce dernier à s'auto-incriminer ou à effectuer des déclarations qui auraient servi de fondement aux griefs ultérieurement notifiés. M. [Y] s'est, en effet, contenté de répondre aux questions du rapporteur portant notamment sur sa motivation à acquérir des titres Terreïs pour le compte de la société THD, dont il est le gérant et l'associé unique (cotes D 1154 à D 1165).

118.En deuxième lieu, il résulte des échanges du 20 septembre 2018 entre le conseiller UBS et M. [Y] que le premier a recommandé au second d'investir dans des titres vifs (actions et obligations) de sociétés cotées avec un actionnariat familial, dans le luxe ou l'immobilier (pièce 19 annexée au mémoire de THD et M. [Y]) :

Le 20 septembre 2018, le conseiller UBS écrit « j'entrevois quand même certains, certaines opérations à réaliser encore (') des opérations qui visent soit à arbitrer des supports qui sont avec un rendement très faible, soit des supports qui me paraissent bien, mais en fonction de ce que vous me direz, qui pourraient quand même être changés (') on a notamment la partie en monétaire dans le nouveau contrat de capitalisation AEP qui pourrait être modifiée pour des actions défensives avec du dividende (') ce serait du titre vif (') je ne vous fais plus acheter de fonds dans lesquels on ne sait pas ce qu'il y a dedans. Voilà je voulais en discuter avec vous, vous présenter un certain nombre de supports (') le contrat AEP c'est un très bon contrat même s'il y a de la volatilité sur les marchés, il y a des valeurs qui sont de toutes façons intéressantes (') je pense à des valeurs où il y a un actionnariat familial fort donc où la famille est encore actionnaire majoritaire, parce que c'est des sociétés qui versent des dividendes réguliers. C'est des sociétés

notamment dans le secteur du luxe par exemple lors qu'il y a un accident de marché repartent plus vite que les autres. »

La réaction de M. [Y] a été réservée : « ça des actions ' c'est moyen ça car si elles dévissent pour une raison ou pour une autre on est marron » (.) « Sauf que dans l'autre sens aussi il y a eu des claques monumentales' Et moi il est hors de question que je prenne des risques là-dessus. Moi je veux du fonds archi défensif. Alors soit vous avez ce genre de produit, soit vous n'en avez pas. (') On ne va pas aller me faire perdre du fric. Je me barre de chez vous direct. ».

Le conseiller d'UBS a répondu : « On a d'autres produits en défensifs, que je vous présenterai de toutes façons, je vous ferai un panel après ce sera à vous de me dire vos objectifs mais il y a peu d'immobilier, je vous présenterai la totalité de ce qu'on a (') l'idée c'est d'avoir effectivement du rendement sans risque. Après on voit que sur la durée en fonction de votre horizon d'investissement les actions c'est ce qui performe le mieux (') sur la durée clairement les actions c'est ce qui rapporte le mieux. ».

119.En troisième lieu, le compte rendu de la réunion du 8 octobre 2018 entre M. [Y] et le conseiller d'UBS, établi par ce dernier, fait ressortir que ce cabinet de conseil ne connaît pas le titre Terreïs que M. [Y] a mentionné : « Nous évoquons avec lui les fonds immobiliers éligibles à son contrat AEP. Nous demande de regarder si nous avons des analyses sur le titre Terreïs. C'est une foncière qui appartient à la même société de prise de participations que celle qui a investi dans LD Vins. Nous ne connaissons pas ce titre mais nous allons voir si nous ne trouvons pas des notes de Broker/analyses sur le titre. Nous revenons vers lui avec des informations/analyses. Nous prévoyons de nous revoir d'ici la fin de l'année pour un nouveau point de gestion. ».

120.Ce n'est qu'après cette réunion que le conseiller UBS, sur les instructions de son client, va se renseigner sur le titre Terreïs puis rendre un rapport le 12 octobre 2018.

121.Le fait que le conseiller UBS n'a ni conseillé M. [Y] ni ne l'a incité à acquérir des titres Terreïs qu'il ne connaissait pas, résulte à nouveau d'un échange du 29 novembre 2018 entre le conseiller UBS et un collègue : « Au début je lui avais envoyé des éléments d'analyse et j'avais dit voilà, il y a peu de volume mais si vous voulez mettre un petit ticket (') vous pouvez (') et tu vois quand je disais un ticket je pensais à 10 000 balles, et le mec m'a dit ben je veux acheter un million. Comment on fait pour acheter un million d'euros de ce truc là ' Laisse tomber avant qu'il puisse acheter un million.. est-ce que pour toi c'est faisable ' » Dans ce même échange, le conseiller d'UBS ajoute : « Je vais lui dire finalement ce qu'il faut bien qu'il ait en tête aussi, c'est que les difficultés qu'on a à l'achat (...), il l'aura aussi à la vente quoi, le jour où il veut se débarrasser de ce truc là il le vendra pas one shot en une journée' Je vais bien le briefer là-dessus pour qu'il soit bien au fait... nous on voit ca coté acheteurs mais le jour on doit vendre' on sera dans la même configuration, on pourra pas vendre... donc voilà. » (pièce numéro 29 annexe au mémoire de THD et de M. [Y], annexe 4.1.2.8. du rapport d'enquête, PJ 2a).

122.Quant à l'échange du 21 décembre 2018, lors du troisième ordre d'achat, le conseiller UBS dit à M. [Y] « Ca reste à [Localité 3], on est dans les meilleurs quartiers, ce sont de beaux immeubles qui sont bien entretenus. Je pense que M. [X] il sait ce qu'il fait, il connait bien l'immobilier, son équipe apparemment c'est quand même une bonne équipe, non je crois qu'honnêtement c'est du solide ».

123.Cet échange, qui de surcroît intervient le troisième jour des acquisitions, n'établit pas que la décision d'acheter dans Terreïs a été celle du conseiller UBS, les précédents échanges téléphoniques ou comptes rendus cités précédemment établissant même le contraire. Le fait que le conseiller UBS se soit rallié au choix de son client et le conforte dans sa décision est indifférent.

124.De l'ensemble de ces constatations, la Cour retient que :

' UBS a conseillé un investissement dans des actions mais pas exclusivement dans le foncier ;

' UBS ne connaissait pas les titres Terreïs ;

' L'initiative et la décision d'investir dans Terreïs proviennent de M. [Y], UBS ayant suivi les instructions de ce dernier.

125.En quatrième lieu, le fait que le conseiller UBS ait suivi les propositions de son client exclut d'ailleurs que les conseils d'UBS soient qualifiés de conseil en investissement comme l'ont demandé M. [Y] et THD dans leur mémoire, ce afin de se prévaloir d'une position de l'AMF sur la notion de conseil en investissement. Il n'y a donc pas lieu d'examiner le moyen tiré de la nature de conseil en investissement. En outre, les requérants ne peuvent se prévaloir des décisions de la Commission des sanctions prononcées dans le cadre d'autres affaires pour dénoncer un traitement différent, qui leur serait fait. Chaque situation est examinée concrètement, au cas par cas, selon les circonstances propres à chaque affaire. La décision du 31 janvier 2024 de la Commission des sanctions qui n'aurait pas sanctionné une entreprise bénéficiant de conseils en investissement (AMF CDS, 31 janvier 2024, SAN-2024-03), invoquée par les requérants, ne peut donc constituer un élément qui pourrait remettre en cause la décision attaquée.

126.En dernier lieu, le fait que le conseiller d'UBS atteste, le 21 mars 2023 (pièce 41 de THD et de M. [Y]) ne pas avoir eu le sentiment que M. [Y] détenait une information privilégiée n'est pas un élément suffisamment fort et probant pour renverser l'indice relatif aux déclarations peu convaincantes. Cette déclaration intervient, en effet, quatre ans après les acquisitions litigieuses et ne fait état que d'un « sentiment » ou d'une « impression » : « Lors de nos discussions j'ai évoqué la possibilité d'investir en direct dans des actions détenues par un actionnariat familial comme le luxe ou l'immobilier ou des valeurs à fort dividende. Après l'étude faite sur Terreïs qui présentait une décote d'ANR, [T] [Y] après une longue réflexion décide d'investir dans cette action mais à aucun moment je n'ai eu le sentiment ou l'impression que [T] [Y] détenait une information privilégiée ». Sa force probante est donc limitée.

127.Il résulte de l'ensemble de ces éléments que c'est à juste titre que la décision attaquée a retenu que les inexactitudes et incohérences de M. [Y] constituaient un quatrième indice de détention de l'information privilégiée.

128.De l'ensemble de ces constatations et de la réunion des quatre indices, il résulte que c'est à bon droit que la décision attaquée, qui est motivée en fait et en droit et n'a pas omis de statuer comme les requérants le lui reprochent, a retenu que « le rapprochement de l'ensemble des indices graves, précis et concordants recensés montre que seule la détention par THD et M. [Y] de l'information Titres explique les ordres litigieux passés par M. [Y] pour le compte de THD » (paragraphe 105 de la décision attaquée).

B. La demande de renvoi d'une question préjudicielle portant sur l'article 8.5 du règlement MAR et l'imputabilité du manquement à M. [Y]

1. La question préjudicielle

129.Dans le dispositif de leur mémoire, THD et M. [Y] demandent in limine litis le renvoi devant la CJUE de la question préjudicielle suivante :

« L'article 8.5 du règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission qui dispose que 'le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concerné' doit-il être interprété en ce sens qu'il prévoit un mécanisme d'imputabilité automatique aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée, et qu'il n'est pas nécessaire que le droit

national d'un Etat membre précise les conditions dans lesquelles il est possible de mettre en 'uvre cette imputabilité automatique aux personnes physiques visées ' »

130.À titre subsidiaire, ils demandent de juger qu'il n'y a pas lieu à prononcer une sanction à l'égard de M. [Y] sur le fondement d'une nouvelle interprétation de l'article 8.5.

131.Au soutien de ces demandes, ils font valoir que :

' Retenir l'imputabilité du manquement à M. [Y] constituerait une nouvelle interprétation de l'article 8.5 du règlement MAR et violerait les principes supra législatifs de légalité des délits et des peines et de prévisibilité.

' L'article 8.1 ne s'applique pas car il ne vise que les dirigeants des personnes morales qui ont réalisé des opérations sur les titres et que l'article 8.5 prévoit expressément un régime particulier pour les dirigeants sociaux, ce qui s'explique car il incarne la société au nom et pour le compte de laquelle il s'exprime. Ils précisent que l'article 8.5 n'aurait pas de sens si l'article 8.1 était applicable. Ils font valoir que la décision attaquée ne vise d'ailleurs que l'article 8.5.

' L'article 8.5 renvoie au droit national pour pouvoir imputer un manquement d'une personne morale à une personne physique qui y participe, ce qui est confirmé par le considérant 40 du règlement. La jurisprudence de la Commission des sanctions, de la cour d'appel de Paris et de la Cour de cassation vont dans le sens d'un renvoi au droit national (Com. 14 novembre 2018, pourvoi 16-22.845 ; AMF CDS 7 mai 2018 n° 2018-06, CA Paris 17 septembre 2020, RG 19/11033).

' L'ancien article 622-2 du RGAMF ayant été abrogé par l'arrêté du 14 septembre 2016, aucun autre article dans le droit national ne l'a remplacé. En outre, il n'est pas rédigé dans les mêmes termes que l'article 8.5.

' C'est donc à tort que la décision attaquée a retenu que les termes « conformément au droit national » n'exigent pas que le droit français prévoit un mécanisme d'imputation.

132.En réponse, l'AMF considère que :

' Les paragraphes 1 et 5 de l'article 8 du règlement MAR ne se recoupent pas nécessairement et l'ancien article 622-2 du RGAMF était rédigé en termes quasi identiques.

' La cour d'appel a jugé que les dispositions de l'article 8 et 14 du règlement MAR, qui définissent les opérations d'initiés en des termes équivalents aux dispositions précitées, ne sont pas moins sévères que ces dernières et ne sont pas susceptibles de recevoir une application rétroactive (CA Paris 18 février 2016, RG 2014/19088).

' Il se déduit des considérants 39 et 40 du règlement MAR que les termes « conformément au droit national » autorisent les Etats membres à aménager le mécanisme général d'imputabilité et que si l'article 622-2 du RGAMF a été supprimé le 14 septembre 2016, l'article L. 621-15 du CMF demeure applicable et vise les personnes physiques et morales par l'expression « toute personne ».

' Il n'y a pas d'atteinte au principe de légalité des délits et des peines et de la prévisibilité juridique qui résulterait de l'application de l'article 8.5 du règlement MAR.

' les travaux du législateur n'éclairent pas la portée de la disposition et qu'il n'y a pas lieu à poser une question préjudicielle.

133.Le ministère public considère que les règles, tant européenne que nationale, sont suffisamment claires et prévoient l'imputabilité à une personne physique d'un manquement imputé à une société notamment quand cette

personne physique est dirigeante de la personne morale. Il conclut donc à dire n'y avoir lieu au renvoi de la question préjudicielle.

Sur ce, la Cour :

134.Aux termes de l'article 8.5 du règlement MAR, « Lorsque la personne est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée. »

135.La Cour constate, en premier lieu, que la décision attaquée vise l'article 8 du règlement MAR en son point 5, pour retenir le manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée à l'égard de M. [Y] (paragraphe 111 de la décision attaquée). Les moyens relatifs au cumul ou non des articles 8.1 et 8.5 sont donc sans incidence.

136.La Cour rappelle, en deuxième lieu, qu'un règlement européen est d'application directe en droit interne. L'article 39 du règlement MAR mentionne d'ailleurs « Le présent règlement est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout État membre. » L'expression « conformément au droit national » ne peut donc pas signifier que l'application du droit européen est subordonnée à l'adoption d'une disposition en droit interne. Cette expression renvoie uniquement aux modalités procédurales ou de fond prévues par le droit interne, le cas échéant. Il ne suppose aucune mesure d'adaptation de la législation nationale, comme le précise l'article 39.3. Ce dernier texte énumère, en effet, les articles pour lesquels les États membres doivent prendre des mesures afin de s'y conformer. Or, l'article 8 du règlement ne figure pas au nombre de ces dispositions. Par conséquent, il y a lieu de considérer que l'article 8.5 du règlement MAR est applicable alors même que l'article 622-2 du RGAMF a été abrogé par un arrêté du 14 septembre 2016 et n'a pas été remplacé.

137.Le considérant 40 du règlement MAR, en troisième lieu, conforte cette interprétation. Il énonce en effet que : « Afin de garantir la responsabilité tant de la personne morale que de toute personne physique participant à la prise de décision de la personne morale, il est nécessaire de reconnaître les différents mécanismes juridiques nationaux des Etats membres. Ces mécanismes devraient concerner directement les méthodes d'imputation de la responsabilité dans le droit national. » Ce considérant rappelle ainsi la finalité de l'article 8.5 qui est de garantir la responsabilité de la personne morale et de la personne physique participant à la décision de la personne morale et dit qu'il doit être tenu compte des législations nationales relatives aux mécanismes d'imputation. Ainsi, contrairement à ce que soutient M. [Y], ce considérant n'énonce pas que l'article 8.5 n'est applicable que si une législation nationale existe.

138.En quatrième lieu, l'article 8.1 du règlement MAR prévoit que « toute personne » peut commettre un manquement d'initié, sans distinguer entre personne physique et personne morale : « « 1. ['] 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. ['] ». Ces dispositions sont donc applicables tant aux personnes morales qu'aux dirigeants de l'émetteur.

139.En cinquième lieu, la jurisprudence relative à l'obligation de publication des informations privilégiées (Com. 14 novembre 2018 pourvoi n° 16-22.845) n'est pas transposable en l'espèce, puisque dans cette affaire, l'article 17 du règlement MAR ne prévoyait pas la responsabilité du dirigeant d'une personne morale en cas de manquement à son obligation de publication des informations privilégiées et qu'un article du RGAMF le prévoyait.

140.La Cour relève, en dernier lieu, que le fait de juger que l'article 8.5 du règlement MAR s'applique dans le sens d'une responsabilité de la personne physique lorsque la responsabilité de la personne morale est engagée, sans qu'il y ait lieu à un renvoi préjudiciel, ne porte atteinte ni au principe de légalité des délits et des peines ni au principe de

prévisibilité : en effet, il est, d'abord, constant qu'un règlement européen est d'application directe, ce qu'en outre, le règlement rappelle (article 39) comme il l'a déjà été mentionné. Ensuite, l'atteinte au principe de prévisibilité est d'autant moins établie, qu'avant l'entrée en vigueur de l'article 8.5 du règlement MAR, l'article 622-2 du RGAMF était d'une rédaction similaire. Il disposait : « Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question ». Enfin, la circonstance que le texte s'applique pour la première fois devant la Commission des sanctions n'est pas de nature à démontrer la méconnaissance par ces dispositions du principe de prévisibilité de la loi.

141.La Cour juge, en conséquence, qu'il n'y a pas lieu au renvoi de la question préjudicielle.

2. L'utilisation de l'information privilégiée

142.La décision attaquée a retenu que THD et M. [Y] ont acquis, pour le compte de THD, 18 941 titres Terreïs entre le 29 novembre et le 21 décembre 2018, alors qu'ils détenaient l'information Titres.

143.M. [Y] et THD demandent, à titre subsidiaire, à la Cour de juger n'y avoir lieu au prononcé d'une sanction sur le fondement de l'article 8.5 du règlement MAR.

144.L'AMF considère que M. [Y] disposait d'une expérience en matière d'investissements financiers et des connaissances en matière financière, de sorte qu'il savait ou aurait dû savoir que l'information était privilégiée. Quant aux personnes morales, elles sont réputées détenir les informations privilégiées qui sont en possession de leurs représentants légaux, de sorte que THD détenait à travers M. [Y] l'information Titres et qu'elle l'avait utilisée en acquérant les titres Terreïs, alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que l'information Titres était privilégiée.

145.Le ministère public partage cet avis.

Dispositif

Sur ce, la Cour :

146.Aux termes de l'article 8.5 du règlement MAR, « Lorsque la personne est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée. ».

147.Il n'existe aucune incompatibilité à ce que les mêmes faits soient imputables à une personne physique et à la personne morale dont la première est l'organe ou le représentant et qui agit pour son compte. Tel est le cas en matière pénale (article 121-2 du code pénal).

148.En effet, une personne morale procède d'une fiction. Une telle personne n'agit pas directement mais seulement par l'entremise d'une personne physique qui agit pour son compte et qui doit avoir la qualité de représentant ou d'organe.

149.Il en résulte que, dans le cas de manquements d'initiés, le comportement d'une société ne peut être dissocié de celui de ses organes ou représentants, dès lors que ces derniers, détenteurs d'une information privilégiée, ont exercé pour son compte une influence sur la décision d'acquisition d'instruments financiers auxquels l'information privilégiée se rapporte.

150.En l'espèce, il est constant que M. [Y] a acquis en 2018, pour le compte de la société THD, 18 941 actions Terreïs entre le 29 novembre et le 21 décembre 2018.

151.M. [Y] est gérant et représentant légal de THD. Il est diplômé d'une école de commerce et a créé plusieurs entreprises. Il avait, avant cette acquisition litigieuse, déjà investi dans plusieurs instruments financiers en 2017 pour le compte de THD.

152.Il en résulte que M. [Y] disposait au moment des faits d'une expérience en matière d'investissements financiers et des connaissances financières.

153.C'est donc à juste titre que la décision attaquée a retenu que M. [Y] savait ou aurait dû savoir que l'information était privilégiée lorsqu'il a acquis, pour le compte de THD, les actions Terreïs.

154.C'est donc à juste titre que la décision attaquée a retenu un manquement à l'encontre tant de M. [Y] que de THD à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée.

155.Les moyens de M. [Y] et de THD seront donc rejetés.

II. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DE L'INFORMATION TITRES PAR M. [X] ET OPTION 7

A. La question préjudicielle et l'imputabilité du manquement à M. [X]

156.M. [X] et Option 7 demandent à la Cour de juger qu'aucun manquement n'est susceptible d'être imputé à M. [C] [X] au titre des articles 8 et 14 du règlement MAR et de le mettre en hors de cause. En cas de doute sur l'interprétation de l'article 8.5, ils demandent de saisir la CJUE de la question suivante :

« L'article 8.5 du règlement MAR qui prévoit que l'article 8 s'applique également conformément au droit national aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée « doit-il être interprété en ce sens qu'il est nécessaire qu'une disposition nationale spécifique prévoie les conditions dans lesquelles il est possible d'imputer un quelconque manquement à la personne physique qui a pris l'initiative des opérations passées par la personne morale, de façon à ce qu'un quelconque manquement puisse être retenu contre ladite personne physique ' »

157.Ils font valoir que l'expression « conformément au droit national » exige un mécanisme d'imputation en droit interne, qui n'existe plus depuis la suppression de l'article 622-2 du RGAMF. Ils soutiennent par ailleurs que le texte n'est pas suffisamment clair et qu'un renvoi préjudiciel est justifié.

158.L'AMF considère que le manquement d'utilisation d'une information privilégiée peut être imputé à M. [X] sur le fondement des règles d'imputabilité de l'article 8.5 du règlement MAR. Elle conteste le fait que l'expression « conformément au droit national » exige un mécanisme d'imputation en droit interne et que l'article 8.5 ne soit pas suffisamment clair.

159.Le ministère public partage cet avis.

Sur ce, la Cour :

160.La question préjudicielle posée par M. [C] [X] et Option 7 est similaire à celle posée par M. [Y] et THD. Il est donc renvoyé expressément à la partie I.B.1. Il n'y a donc pas lieu à renvoi préjudiciel quant à l'interprétation de l'article 8.5 du règlement MAR.

161.Il y a lieu également de rejeter la demande de mise hors de cause de M. [C] [X], l'article 8.5 du règlement MAR posant le principe de la responsabilité du dirigeant de la personne morale, il n'y a donc pas lieu de mettre hors de

cause M. [Y], dirigeant de la société THD, comme cela est demandé.

162.Les demandes de M. [X] et Option 7 seront donc rejetées.

B. La détention de l'information Titres

163.La décision attaquée a retenu que M. [X] et Option 7 ont manqué à leur obligation d'abstention de l'utilisation de l'information Titres, en violation des articles 8 et 14 du règlement MAR, en acquérant 12 000 titres Terreïs entre le 14 et le 21 décembre 2018 pour un montant de 440 000 euros.

164.Dans leur mémoire, M. [X] et Option 7 soutiennent que les investissements sont justifiés par la stratégie de long terme d'Option 7 et que les indices retenus sont équivoques et insuffisants pour établir une détention d'une information privilégiée.

165.Ils font valoir que :

' Sur le caractère atypique des investissements litigieux : les investissements litigieux s'inscrivaient dans une réorientation patrimoniale ; Terreïs exerçait dans leur domaine d'activité et représentait une valeur sentimentale et rassurante au regard de l'image de qualité de gestion de la famille [X] ; le titre Terreïs était rentable et peu risqué et Option 7 avait déjà investi en 2011 puis en 2016 via HPI dans le titre Terreïs. Ils soutiennent que les investissements ont continué postérieurement jusqu'au 9 janvier 2019, 75 % des titres ayant été acquis après la date de la caducité de l'information Titres. Quant au volume des investissements, ils concernaient une valeur qui n'était pas anormalement haute, ni basse et représentaient 15 % de la trésorerie d'Option 7 et de HPI soit un montant inférieur aux investissements de 2011 et 2016. S'agissant de la fixation d'une limite de prix, ils font valoir que les ordres d'achat ont été passés à un cours limité, très proche du cours de Terreïs, ce qui est la preuve qu'Option 7 ne cherchait pas à acheter à n'importe quel prix et que l'investissement était typique. Concernant le mode de financement, les opérations ont été financées grâce aux liquidités d'Option 7, sans vendre des biens immobiliers et sans prêt. Ils font valoir que le fait qu'Option 7 ait investi dans le seul titre côté Terreïs démontre l'attachement de M. [C] [X] à ce titre et donc le caractère typique des investissements. Enfin, ils allèguent d'une volonté de réorientation de l'activité d'Option 7 vers une activité moins risquée d'investissement patrimonial.

' Sur le moment opportun des investissements : ils invoquent une décision de la Commission des sanctions du 31 janvier 2024 qui retient que l'indice du moment opportun est toujours vérifié et que l'indice doit donc être relativisé. Ils soulignent qu'Option 7 disposait d'un montant de liquidités disponibles très élevé et que M. [X] a pris la décision de réorienter l'activité de la société pour faire supporter un risque moindre à ses enfants. Ils invoquent des analyses de Kepler Chevreux et CM CIC qui ont encouragé l'acquisition des titres Terreïs. Enfin, ils indiquent que si M. [X] avait bénéficié d'une information privilégiée, il aurait arrêté d'adresser des ordres d'achat dès que l'information aurait été caduque.

' Sur les deux circuits plausibles de transmission de l'information Titres : les mis en cause sont les personnes avec lesquelles ils n'entretiennent aucun lien. Ils invoquent à nouveau la décision du 31 janvier 2024 qui a écarté les circuits plausibles au motif qu'aucun élément du dossier ne permettait de démontrer que les échanges aient pu avoir comme objet l'information privilégiée. Ils contestent le fait que les relations personnelles ou familiales suffisent en elles-mêmes à faire présumer un circuit plausible de transmission. Ils soutiennent qu'aucun élément n'est de nature à démontrer que M. [X] a évoqué l'information Titres avec son frère et ou sa nièce au cours du concert de [H] [E].

' Sur le circuit familial ou de proximité : M. [C] [X] conteste avoir reçu de son frère une information privilégiée en lien avec ses activité professionnelles. Il invoque la violation du principe du contradictoire et des droits de la défense, la DEC ayant décidé de ne pas verser au dossier les facturations détaillées et qu'il n'a obtenues que le 22 mars 2022.

166.L'AMF considère que les éléments du faisceau d'indices sont établis et que l'invocation de la présomption d'innocence tend en réalité à remettre en cause la méthode du faisceau d'indices.

' Sur le caractère atypique des investissements : elle soutient que l'investissement dans HPI n'était pas représentative des habitudes d'investissement d'HPI et a fortiori d'Option 7, de sorte qu'Option 7 n'avait acquis des titres cotés qu'en 2011, ce qui constitue une date trop ancienne pour représenter une habitude d'investissements. Concernant la durée des investissements, elle fait valoir que la réorientation patrimoniale, à la supposer établie, ne s'est pas poursuivie au-delà des investissements litigieux. S'agissant du volume des investissements, elle constate que la décision attaquée ne s'est pas fondée sur cet indice. Quant au mode de financement, elle précise que si le recours à un mode de financement d'urgence peut constituer un indice, le fait qu'il n'y en ait pas ne permet pas d'écarter la détention d'une information privilégiée.

' Sur le moment opportun : l'AMF relève que M. [X] a donné instruction à la comptable d'Option 7 pour investir dans Terreïs fin novembre 2018. Elle souligne que l'extrait du rapport cité occulte une partie de l'analyse du rapporteur. Concernant les analyses des cabinets Kepler Chevreaux et CM CIC, elle relève que leurs dates, de juillet à septembre 2018, ne concordent pas avec la décision d'investissement transmise en novembre 2018 à la comptable. Elle souligne que le rapport de Invest Security avait pour seul objet de démontrer que la perspective d'une augmentation des cours n'était pas unanimement partagée, ce que les requérants n'affirment plus.

' Sur le circuit plausible : l'AMF fait valoir que la circonstance que M. [P] [X] et Mme [YD] [X] n'aient pas été mis en cause est indifférente.

167.Le ministère public partage cet avis.

Sur ce, la Cour :

168.Les articles 8 et 14 du règlement MAR, rappelés aux paragraphes 87 et 88 du présent arrêt, s'appliquent.

169.En l'espèce, il est constant que M. [C] [X] et Option 7 ne sont pas des initiés primaires, de sorte qu'il appartient à l'AMF d'établir qu'ils ont détenu et utilisé une information privilégiée qu'ils savaient être comme telle ou auraient dû le savoir.

170.C'est donc à bon droit que M. [C] [X] et Option 7 rappellent qu'il ne leur appartient pas de prouver leur innocence, tout doute devant leur profiter, mais que la charge de la preuve incombe à l'AMF.

171.Comme il l'a déjà été rappelé, à défaut de preuves directes, difficiles, voire impossibles, à réunir eu égard au caractère nécessairement secret et volontairement dissimulé des éléments constitutifs d'un manquement d'initié, la détention, la communication et l'utilisation de l'information susceptible d'être privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, dont il résulte que seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé.

172.Il importe donc de rechercher, à défaut de preuve matérielle directe, si, à la date d'acquisition des titres, il est établi par un faisceau d'indices graves, précis et concordants que M. [X] et Option 7 ont détenu et utilisé l'information privilégiée relative au projet d'acquisition des titres Terreïs par Ovalto susceptible d'entrainer une OPA subséquente.

173.La décision attaquée a retenu le caractère atypique des acquisitions, l'existence d'un moment opportun, l'existence de deux circuits plausibles de transmission de l'information privilégiée et le caractère des déclarations.

174.Il convient d'examiner ces indices, critiqués par M. [X] et Option7, successivement.

Sur le caractère atypique des acquisitions

175.La décision attaquée retient que les acquisitions litigieuses sont atypiques en raison de leur nature, Option 7 n'ayant pas investi en actions dans une société immobilière depuis 2011.

176.Contestant cet indice, M. [X] et Option 7 invoquent, d'abord, les acquisitions de titres Terreïs réalisées en 2016 par la société Habitat Pierre Investissement (ci-après « HPI »). Cette société est une filiale d'Option 7, détenue à 95,03 % par Option 7, 4,95 % par M. [X] et le reste par ses enfants, qui en étaient également respectivement le président et le directeur général.

177.Le 20 juillet 2016, HPI a effectivement acquis 144 238 titres Terreïs de la société Option 7.

178.Or, ce nombre d'actions est identique à celui acquis en 2011 par M. [C] [X]. Ce dernier s'en est expliqué devant les enquêteurs : « J'ai eu besoin, en 2016, de céder les titres acquis initialement à titre personnel pour faire des investissements en Suisse. Mais je voulais conserver les titres Terreïs. Je les ai donc en quelque sorte vendus à HPI. » (pièce n° 6 cote D289 procès-verbal d'audition de M. [X] devant les enquêteurs).

179.Il en résulte que M. [C] [X] a conservé la propriété des titres Terreïs indirectement via sa participation dans Option 7 et dans HPI. L'acquisition de 2016 n'était donc pas représentative des habitudes d'investissement de HPI, ni d'Option 7, comme l'a relevé à juste titre la décision attaquée (paragraphe 125).

180.M. [C] [X] et Option 7 soutiennent, ensuite, qu'Option 7 a déjà acquis des titres Terreïs en février 2011. Force est néanmoins de constater que cette acquisition apparaît trop éloignée dans le temps pour caractériser des habitudes d'investissement d'Option 7.

181.Enfin, concernant la réorientation des investissements d'Option 7 vers une gestion patrimoniale sans risques, qui aurait justifié les acquisitions du titre Terreïs, s'il est envisageable qu'Option 7, société familiale composée de quatre salariés en 2018, n'ait pas acté ce changement de stratégie d'investissement dans des documents écrits, cette réorientation ne résulte pas non plus des pièces produites aux débats.

182.Ainsi, pour démontrer ce changement de stratégie d'investissement qui justifierait l'investissement des titres Terreïs en 2018, M. [X] et Option 7 produisent une « Note sur l'activité des sociétés du groupe Option 7 » datée du 29 février 2024 et signée du président d'Option 7 (pièce 12 annexée au mémoire de M. [GA] [X] et Option 7). Cependant, compte tenu de la date de ce document établi et produit dans le cadre du recours contre la décision de sanctions, d'une part, et du fait, d'autre part, que M. [X] est l'actionnaire majoritaire d'Option 7, ce document ne dispose pas d'une force probante suffisante et pourrait avoir été établi pour les besoins de la cause. En outre, comme le relève à juste titre l'AMF, aucun des investissements cités dans cette note ne porte sur des titres d'une société cotée ; ils concernent l'acquisition de locaux commerciaux ou de biens immobiliers pour les louer.

183.Il résulte par ailleurs de l'attestation du commissaire aux comptes relative aux « résultats des participations pour la période couvrant les exercices clos du 31 octobre 2018 au 31 octobre 2022 » pour Option 7 et HPI et des tableaux joints à ce document (pièce numéro 13 du mémoire de M. [NC] [X] et Option 7), qu'Option 7 ne détient des participations que dans deux sociétés civiles de construction vente (SCCV) au 31 décembre 2022, soit quatre ans après les acquisitions de Terreïs. Ce document ne démontre donc pas non plus le changement de stratégie d'investissement d'Option 7 en 2018.

184.En conséquence, force est de constater que l'élément relatif au caractère atypique de l'acquisition des titres Terreïs en 2018 est caractérisé et que les explications des requérants pour justifier d'un investissement qui correspondrait à un changement de stratégie de l'entreprise ne le sont pas.

185.Loin de constituer une atteinte au principe de la présomption d'innocence et de renverser la charge de la preuve, le fait de considérer que M. [X] et Option 7 échouent à démontrer que leurs investissements auraient été justifiés par

un changement de stratégie, résulte au contraire d'une application des principes applicables en matière de la charge de la preuve selon lesquels il appartient à celui qui allègue d'un fait de le démontrer.

186.Quant aux arguments développés par M. [X] et Option 7 tenant à l'importance des liquidités détenues par Option 7 et au montant du cours de Terreïs limité à trente-sept euros, ils ne sont pas susceptibles de justifier du caractère atypique de l'investissement en raison de sa nature. Ils sont donc inopérants.

187.Les moyens de M. [X] et d'Option 7 seront donc rejetés.

188.Le caractère atypique des investissements constitue donc le premier indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'existence d'un moment opportun

189.La décision attaquée relève que M. [X] a donné pour instruction à la comptable d'Option 7 d'investir dans Terreïs pour le compte d'Option 7 au mois de novembre 2018 et que les ordres ont été passés le 14 décembre 2018, pendant que l'information Titres était privilégiée.

190.Il convient d'examiner la pertinence des explications d'Option 7 et de M. [C] [X] pour expliquer les achats de titres Terreïs au moment où l'information était privilégiée.

191.D'abord, l'allégation selon laquelle Option 7 a bénéficié en 2018 d'un « niveau de liquidités disponibles très élevé » n'est pas établi, la société ayant au contraire des liquidités les plus faibles depuis 2016 (pièce 6 annexée au mémoire d'Option 7, annexe 5.1.5 du rapport d'enquête).

192.Quant à la réorganisation de la société, il a été jugé au paragraphe 184 du présent arrêt qu'elle n'était pas démontrée.

193.S'agissant, enfin, de l'augmentation du cours du titre Terreïs, les analyses financières qui prévoyaient cette augmentation, datent des mois de juillet et septembre 2018, ce qui minimise leur portée comme le fait valoir à juste titre la décision attaquée (paragraphe 133 de la décision attaquée).

194.Dès lors, le moment opportun constitue le deuxième indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'indice relatif aux deux circuits plausibles de transmission de l'information Titres

195.La décision attaquée a retenu deux circuits plausibles de transmission de l'information privilégiée. Le premier résulte des liens familiaux entre M. [C] [X] et son frère [P] [X] et le second tient à l'évènement du concert de [H] [E] le 28 novembre 2018 auquel M. [C] [X] a assisté.

196.En premier lieu, concernant le circuit fondé sur les liens familiaux et la proximité des deux frères, il résulte des auditions de ces derniers que leurs relations sont fraternelles. M. [C] [X] évoque des « relations très fortes », M. [P] [X] des « relations fraternelles ». Ils ont réalisé tous les deux leur carrière dans le domaine de l'immobilier et possèdent en commun « 4/5 investissements en Suisse ». Ils s'appellent une fois par mois environ (pièce 6 et 7, cotes D 287 et D 288 et D 241).

197.Contrairement à ce que soutient M. [C] [X], l'absence de preuve d'un échange entre les deux frères, qui porterait sur le titre Terreïs, est sans incidence. L'AMF rappelle à cet égard à juste titre que la relation familiale ne constitue qu'un indice parmi d'autres, qui rend plausible cette transmission mais n'a pas pour objet de l'établir à elle seule et n'exige pas non plus la preuve d'une conversation portant sur les achats de titres Terreïs.

198.S'agissant, en second lieu, du concert du 28 novembre 2018, il n'est pas contesté que M. [C] [X] a assisté à cet évènement, qu'il était assis dans la même loge que son frère et sa nièce Mme [YD] [X] et qu'il a pu également rencontrer M. [F], président d'Ovalto.

199.Contrairement à ce que soutiennent M. [C] [X] et Option 7, il n'est pas exigé, pour que cette rencontre constitue un indice d'un circuit plausible de transmission de l'information, que les investissements se fassent dès le lendemain du concert. Le seul fait de s'être rencontrés dans une période où l'information était privilégiée et d'avoir passé les ordres d'acquisitions le 14 décembre 2018 suffit pour constituer un indice de l'existence plausible d'une transmission de l'information Titres.

200.Enfin, la Cour relève, s'agissant de la demande de communication des données de connexions, que la décision attaquée ne s'est pas fondée sur ces données pour établir un circuit plausible de transmission de l'information, de sorte que les moyens tirés de ces données sont inopérants.

201.Quant à l'absence de poursuites de M. [P] [X] et de Mme [YD] [X] des chefs de détention et d'utilisation d'une information privilégiée, que M. [C] [X] et Option 7 considèrent comme paradoxale, elle n'est pas de nature à affaiblir la portée de l'indice relatif au caractère plausible de la transmission de l'information privilégiée les concernant. La Cour rappelle que l'opportunité des poursuites appartient à l'AMF.

202.Dès lors, les deux circuits plausibles de transmission de l'information privilégiée constituent donc un troisième indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'absence d'explications convaincantes

203.M. [C] [X] et Option 7 invoquent des justifications pour avoir acquis les 12 000 actions Terreïs à compte du 14 décembre 2018, que la décision attaquée considère peu convaincantes.

204.La première justification est relative à la stratégie d'investissement d'Option 7. Il a été jugé au paragraphe 184 du présent arrêt qu'il ne ressortait pas de la chronologie des investissements d'Option 7 une modification de la stratégie d'investissement qui expliquerait les acquisitions dans la société Terreïs. En outre, aucun investissement n'a été réalisé dans la société Terreïs depuis 2011, celui de 2016 n'ayant été qu'un transfert auprès de HPI et le fait que les titres acquis en 2011 ont été conservés longtemps ne fait pas obstacle à un investissement à court terme en 2018.

205.La deuxième justification concerne la confiance de M. [C] [X] pour les titres Terreïs, dont la société opère dans le secteur immobilier et qui était gérée par son frère. Néanmoins, cet intérêt n'est pas exclusif d'une détention d'une information privilégiée et ne suffit pas à expliquer le moment opportun de l'investissement.

206.La troisième justification concerne la fixation d'une limite de prix lors des opérations. Néanmoins, le fait de procéder par plusieurs ordres à cours limité n'exclut pas la détention et l'utilisation d'une information privilégiée, le recours à des ordres fractionnés pouvant aussi permettre de limiter les pertes en cas d'échec du projet Swiss Life comme le retient à juste titre la décision attaquée (paragraphe 137 de la décision attaquée).

207.Enfin, l'absence de cession en urgence d'actions et de financement par Option 7 sans vendre des titres ne constitue pas une présomption d'absence de détention et d'utilisation d'une information privilégiée.

208.Les moyens de M. [X] et d'Option 7 seront donc rejetés.

209.Les explications peu convaincantes constituent ainsi le quatrième indice de détention de l'information privilégiée.

210.Par conséquent, il existe donc un faisceau d'indices précis, graves et concordants dont il résulte sans équivoque que seule la détention par M. [C] [X] de l'information privilégiée permet d'expliquer ses acquisitions pour le compte

d'Option 7 (paragraphe 138 de la décision attaquée).

C. L'utilisation de l'information Titres

211.Aux termes de l'article 8.5 du règlement MAR, « Lorsque la personne est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition, à la cession, à l'annulation ou à la modification d'un ordre pour le compte de la personne morale concernée. »

212.Cet article est applicable au litige comme il l'a été examiné au II. A.

213.En l'espèce, il est constant que M. [C] [X] a acquis pour le compte d'Option 7, entre les 14 et 21 décembre 2018, 12 000 actions Terreïs. M. [C] [X] est diplômé d'une école de commerce, a participé à la création de plusieurs entreprises dans le domaine immobilier et a déjà procédé à des investissements dans le titre Terreïs en 2011 pour le compte d'Option 7 et en 2016 pour le compte de HPI. Il dispose donc d'une connaissance dans les investissements financiers. Il a déclaré en outre suivre particulièrement le cours Terreïs (cote D 1015 et D 1016 en réponse à la notification des griefs).

214.Il en résulte que M. [C] [X] savait ou aurait dû savoir que l'information Titres était privilégiée.

215.M. [C] [X] a donc utilisé l'information privilégiée pour acquérir les actions Terreïs entre les 14 et 21 décembre 2018.

216.M. [C] [X] étant le dirigeant de la société Option 7, cette dernière est donc réputée avoir également utilisé l'information privilégiée.

217.Dès lors, le manquement d'initiés reproché à M. [C] [X] et à Option 7 est établi.

III. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DES INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES PAR M. [B] [V]

A. La détention des informations privilégiées

1. La détention de l'information Titres

218.La décision attaquée a retenu que M. [B] [V] a détenu l'information Titres et l'a utilisée pour acquérir 2 850 titres Terreïs entre le 28 novembre et le 20 décembre 2018 pour un montant de 105 000 euros.

219.Elle s'est fondée sur plusieurs indices à l'encontre de M. [B] [V] : d'abord, le caractère atypique des acquisitions de titres Terreïs réalisées au regard de leur montant, ensuite, le mode de financement utilisé dénotant une certaine urgence à investir, ensuite, la grande confiance dans la possibilité d'une hausse du cours du titre et dans l'absence de risque lié à cet investissement, ensuite, l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information Titres révélés par les investissements réalisés par certains proches de M. [B] [V] et d'un circuit plausible de transmission et enfin, le caractère peu convaincant des explications fournies pour justifier ces acquisitions.

220.Dans son mémoire, M. [B] [V] rappelle que la preuve par la méthode du faisceau d'indices n'est possible qu'en l'absence de doute et de détention non équivoque. Il affirme que l'AMF a renversé la charge de la preuve en lui imposant d'écarter les justifications au motif qu'elles ne seraient pas irréfutables. Il conclut, dans tous les cas, la Commission des sanctions n'a pas démontré que seule la détention d'une information privilégiée pouvait sans équivoque expliquer les acquisitions litigieuses.

221.Il conteste l'analyse en s'attaquant à certains des indices que la Commission des sanctions a retenus pour décider qu'il avait détenu les informations privilégiées :

' S'agissant du caractère atypique des acquisitions litigieuses en raison de leur montant, il fait valoir que ses acquisitions antérieures portaient sur des dizaines de milliers d'euros, qu'il n'y a eu aucune interruption d'investissements entre 2015 et 2018, qu'il a subi des pertes à l'occasion d'opérations sur des cryptomonnaies et que ses déclarations relatives à ses habitudes d'investissement ne sont pas contredites par la poursuite. Il produit les mêmes documents que ceux produits devant la Commission des sanctions, à savoir ses relevés PEA depuis 2011, ses relevés de compte Etoro et des échanges de courriels. Il soutient qu'en 2012, ses investissements dans Terreïs ont été du même montant qu'en 2018, contrairement à ce que la décision attaquée relève.

' Sur l'indice relatif au mode de financement : il soutient que le prêt de 75 000 euros était destiné à une opération immobilière qui n'a pas pu aboutir et que son conseiller bancaire l'a incité à garder la somme compte tenu du faible taux d'intérêt. Il dit avoir contracté un prêt auprès de son frère de 80 000 euros pour compenser la perte subie dans les cryptomonnaies à la suite des conseils de son frère et ne pas avoir souscrit de prêt pour acheter les titres Terreïs.

' Sur l'indice relatif au moment opportun pour l'information Actifs, il relève que les ordres n'ayant pas été exécutés, il ne peut y avoir de moment opportun. Il ajoute que la décision attaquée aurait dû conclure à l'absence de moment opportun compte tenu de la perception quatre jours avant les ordres d'achat des titres Terreïs le 11 février 2019 de la somme de 285 000 euros provenant du prix de vente de son bien immobilier, qui est étrangère à l'achat des titres. Il relève que la Commission des sanctions a retenu cette interprétation pour Mme [U].

' Sur l'indice relatif à la grande confiance dans la possibilité de la hausse du cours et dans l'absence de risque lié à cet investissement : il fait valoir que cet indice s'aventure dans l'introspection des ressorts pyschologiques du mis en cause et qu'il n'est donc pas précis, grave. Il soutient que la grande confiance découle d'un travail approfondi et d'une intuition.

' Sur le circuit plausible de transmission des informations : Il soutient qu'un circuit doit établir qu'il a reçu l'information privilégiée en amont et ne doit pas être un circuit qui n'établit que l'aval, c'est-à-dire la transmission à des proches. Il rappelle que la Commission a retenu qu'il n'était pas établi qu'il ait transmis l'information à son frère ou à sa compagne. Concernant les relations professionnelles, il relève l'absence de contacts spécifiques mais un déjeuner cinq semaines avant, le 19 octobre 2018, avec M. [ZL] (directeur général de Terreïs). Il considère ce temps trop long pour en déduire un circuit plausible et souligne que M. [ZL] n'est pas poursuivi.

' Sur l'indice relatif aux explications peu convaincantes : il invoque ses habitudes d'investissements dans l'action Terreïs. Il souligne avoir eu une admiration pour M. [X] et considéré que Terreïs était un rendement stable avec un potentiel. Il rappelle que ses investissements se sont faits principalement dans Terreïs, qu'il n'a pas l'habitude d'investir dans différents supports. Il investit en fonction de ses intuitions, de sa connaissance du terrain et des personnes. Il précise qu'il n'est pas un professionnel de la finance, ni un investisseur professionnel, ni conseillé par un professionnel et qu'il n' a pas fait d'études financières ou même d'études supérieures. Sur son intuition, il souligne qu'il a constaté une baisse soudaine du volume des travaux que lui commandait Terreïs et que cet élément est corroboré par son frère et par les montants des devis transmis à Terreïs par Ravier, qui montrent un volume cinq fois inférieur à 2017. Il conteste le raisonnement de l'AMF et affirme ne pas s'être fondé sur des exercices annuels clos. Il fait valoir que les déclarations de M. [X] sur l'absence d'arrêt des chantiers doivent être remises en perspective.

222.Dans ses observations, l'AMF considère :

' Sur le caractère atypique des investissements : l'investissement de 2018 est le plus important depuis au moins 2012, même si la décision attaquée n'a pas pris en compte l'investissement de 2012, il s'est néanmoins écoulé six ans, et le dernier investissement date de 2015. Quant aux pertes d'argent invoquées par le requérant, elle fait valoir qu'elles sont sans lien avec le caractère atypique de l'investissement et que dans tous les cas ces pertes étaient modestes. Concernant la tentative d'acquisition en 2019, elle aurait été faite pour 285 000 euros si elle avait abouti, soit trois

fois plus qu'en 2018. Le fait que ce montant corresponde aux liquidités disponibles est sans incidence sur le caractère atypique de l'investissement. Enfin, concernant la fixation des ordres à un prix inférieur au cours d'ouverture, elle fait valoir qu'elle n'exclut pas que l'auteur de l'ordre détienne une information privilégiée et constate que le fait de fixer un cours limite à 40 euros n'est pas incohérent au cours du titre Terreïs qui avait clôturé le jour de bourse précédent à 40,60 euros.

' Sur l'indice relatif au mode de financement des investissements : le requérant a acheté les titres Terreïs en 2018 par le moyen d'un prêt de 75 000 euros et qu'il a acquis un terrain d'un montant de 80 000 euros par un prêt auprès de son frère. Si le prêt était contracté pour une division parcellaire qui n'a pas eu lieu et que le conseiller bancaire a conseillé au requérant de conserver la somme, ce que les pièces produites dans le cadre du recours établissent, elle souligne que cela ne remet pas en cause le fait qu'il a financé l'achat de titres avec ce prêt et que cela dénote une certaine urgence à investir et une grande confiance dans l'absence de risque.

' Sur l'indice relatif au moment opportun des acquisitions liées à l'information Actifs : elle considère qu'il doit être apprécié au jour des acquisitions et non du résultat et que si les acquisitions n'ont pu se concrétiser, cela est extérieur à la volonté du requérant. Concernant l'encaissement du solde du prix de vente d'un bien immobilier, elle souligne que la décision attaquée a pris en compte les explications du requérant en écartant l'indice relatif à l'urgence à investir, mais fait valoir que cela ne remet pas en cause le fait que les six ordres ont été passés la veille du communiqué de presse par Terreïs.

' Sur l'indice relatif à la grande confiance de M. [B] [V] dans la possibilité d'une hausse du cours et dans l'absence de risque lié à cet investissement : elle déduit des déclarations du frère du requérant que ce dernier a poussé à investir dans les titres Terreïs dès le mois d'octobre.

' Sur l'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information Titres via ses proches et au circuit plausible de transmission des deux informations privilégiées via le réseau professionnel du requérant : l'AMF fait valoir que le fait que ses proches aient acquis dans une période rapprochée des titres Terreïs est susceptible de révéler l'existence d'un circuit plausible de transmission. L'absence de poursuites pour violation de l'obligation d'abstention de transmission de l'information privilégiée est indifférente, comme l'est également le fait que le circuit ait pour point de départ le requérant. Concernant les liens professionnels, elle rappelle que la Cour a déjà jugé qu'ils étaient susceptibles de révéler un circuit plausible de transmission. Quant au fait que les personnes n'aient pas été mises en cause, il n'est pas de nature à relativiser la portée de l'indice.

' Sur l'indice relatif à l'absence d'explications convaincantes : elle fait valoir que le requérant a déclaré aux enquêteurs et au rapporteur avoir l'habitude d'investir rapidement, potentiellement sur des produits risqués et avoir donné pour instruction à son banquier d'investir systématiquement sa trésorerie disponible sur Terreïs. Elle relève que le tableau Excel produit par le requérant est peu lisible et que ses éléments chiffrés ne démontrent pas une suspension ou un arrêt des chantiers, qui ne sont pas corroborés par les déclarations de MM. [P] [X] et [IQ].

223.Le ministère public partage le même avis que l'AMF.

Sur ce, la Cour :

224.Les articles 8 et 14 du règlement MAR déjà rappelés aux paragraphes 87 et 88 du présent arrêt s'appliquent.

225.Comme cela a déjà été indiqué, à défaut de preuve matérielle directe, la détention et l'utilisation d'une information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices graves, précis et concordants dont il résulte sans équivoque que seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé. Il convient de rappeler que l'AMF n'est pas tenue d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée.

226.En l'espèce, il est constant que M. [B] [V] a, entre le 28 novembre 2018 et le 20 décembre 2018, acquis 2 160 titres Terreïs au cours moyen de 40 euros pour un montant total de 105 000 euros.

227.A défaut de preuve matérielle directe, il importe de rechercher s'il est établi par un faisceau d'indices graves, précis et concordants que pendant la période d'acquisition des titres, M. [B] [V] a détenu et utilisé en conséquence, par ces acquisitions, l'information privilégiée en cause.

228.Il convient d'examiner successivement les indices retenus par la Commission des sanctions et critiqués par le requérant.

Sur le caractère atypique des acquisitions litigieuses

229.Il est constant que M. [B] [V] a acquis des titres Terreïs en mai 2012 pour environ 99 831 euros (45 300, 9 200 et 45 331 euros), puis en août 2015, pour un montant de 66 000 euros. Il a également acquis la même année d'autres titres, Solocal Group (5 000 euros) et Genfit (3 400 euros).

230.Il résulte de la comparaison de ces investissements que si le montant des acquisitions litigieuses d'un montant total de 105 000 euros sur un mois (80 000 euros le 28 novembre et 25 000 euros le 20 décembre) sont assez proches du montant investi en 2012, l'investissement reste atypique car aucun autre investissement de l'ampleur du montant investi dans Terreïs en 2025 n'avait été effectué depuis treize ans.

231.Quant aux pertes subies entre 2017 et 2022 dans la cryptomonnaie invoquées par le requérant, elles sont dénuées de lien avec l'investissement litigieux et dans tous les cas d'un montant modeste à la date des acquisitions litigieuses (3 693 euros) comme cela résulte du compte Etoro produit devant la Commission des sanctions (pièces n° 4, 5 et 8 annexées à la déclaration de recours de M. [B] [V]).

232.Il en résulte que le caractère atypique des acquisitions constitue le premier indice de détention de l'information Titres.

Sur l'indice relatif au mode de financement des investissements litigieux

233.En premier lieu, contrairement à ce qui est prétendu, cet indice constitue bien un indice de détention d'une information privilégiée.

234.En second lieu, il résulte des éléments du dossier produits dans le cadre du recours, non contestés, que le premier investissement litigieux du 28 novembre 2018 a été financé par l'encaissement, le 26 novembre 2018, d'un prêt de 75 000 euros.

235.Ce prêt était destiné à financer une division parcellaire d'un terrain acquis à [Localité 17], qui n'a pu aboutir en raison de l'opposition de la mairie. Le conseiller bancaire de M. [B] [V] a alors conseillé à ce dernier de conserver la somme et de l'utiliser pour des travaux (pièces 16 et 17 de M. [B] [V]).

236.Néanmoins, dans le même temps, M. [B] [V] a acquis un terrain à [Localité 17] qu'il a financé en empruntant la somme de 80 000 euros à son frère. Pour expliquer cet emprunt, M. [B] [V] relate que son frère était redevable d'une somme d'argent correspondant à des pertes subies en raison de ses conseils en cryptomonnaie. Si M. [A] [V] confirme bien cette perte, le fait qu'elle soit en lien avec l'emprunt de 80 000 euros n'est pas établi, M. [A] [V] affirmant, quant à lui, qu'il s'agissait d'un prêt familial « C'est un prêt privé. On verra comment ça se passera. » (procès-verbal d'audition de M. [A] [V] devant les enquêteurs, pièce 15 de l'AMF).

237.Il en résulte que c'est à juste titre que la décision attaquée (paragraphe 157) a retenu que la somme de 75 000 euros empruntée à la banque aurait pu financer l'achat du terrain, et que l'achat des titres Terreïs avec ce prêt bancaire

témoigne ainsi d'« une urgence à investir ou au moins une grande confiance du mis en cause dans l'absence de risque de cet investissement. ».

238.Par ailleurs, les auditions de M. [A] [V] devant les enquêteurs (pièces 14 et 15 de l'AMF) révèlent que M. [B] [V] a eu une grande confiance dans la hausse du cours. En effet, selon M. [A] [V], son frère lui aurait dit à l'été 2018 qu'il « se passait quelque chose d'inhabituel chez Terreïs, c'est mon premier client et il me plante tous mes chantiers » ('). Puis il lui dit « ca sent bon (') ». « Et là il continue de me tanner avec Terreïs. Je fais ma recherche sur la valeur mais je n'arrive pas à me décider. À un moment ce qui m'a fait me décider c'est qu'il m'a dit 'ça sent bon, fonce'. C'était en octobre 2018. Après l'investissement, il lui a demandé davantage. ».

239.Le mode de financement des titres Terreïs constitue donc un deuxième indice de détention de l'information Titres.

Sur l'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information Titres

240.La décision attaquée a retenu deux circuits plausibles de transmission de l'information Titres : un circuit familial, d'une part, et un circuit professionnel, d'autre part.

241.S'agissant, d'une part, du circuit familial, il est constant que des proches de M. [B] [V] ont acquis des titres Terreïs dans un temps rapproché : ainsi, Mme [U], sa compagne, a acquis entre le 20 novembre 2018 et le 2 janvier 2019, 2 468 actions Terreïs, M. [A] [V], son frère, a acquis 2 043 actions entre le 30 novembre et le 5 décembre 2018 et enfin, les parents de Mme [U] ont acheté 1 388 actions le 24 décembre 2018. Aucun n'avait jamais acquis de titres Terreïs auparavant.

242.Néanmoins, comme le relève à juste titre M. [B] [V], ce circuit familial ne peut pas constituer un indice de transmission de l'information privilégiée ; la décision attaquée a, en effet, exclu les griefs de détention de l'information privilégiée par Mme [U] et M. [A] [V]. Ils n'ont donc pu transmettre l'information à M. [B] [V].

243.Néanmoins, il existe un autre circuit professionnel, qui rend plausible la transmission de l'information.

244.En effet, il ressort du dossier que le requérant dont la profession était directeur du service travaux au sein de l'entreprise Ravier, était régulièrement en contact professionnel avec plusieurs personnes travaillant chez Terreïs ou Ovalto : chez Terreïs, il était en contact régulier avec Mme [BQ], M. [QW], M. [J] (asset manager) et M. [ZL] (directeur général de Terreïs), chez Ovalto, avec lequel il a d'ailleurs dîné le 19 septembre 2018, et Mme [CJ] pour le suivi de chantier. Il a également eu des contacts avec M. [P] [X], Mme [RT] [X], M. [W], et M. [UO], architecte en charge des chantiers Terreïs. Tous à l'exception de M. [W], figurent sur la liste des initiés, et trois d'entre eux ont été sanctionnés par la Commission des sanctions, M. [NC] [X], M. [J] et M. [W].

245.Ces liens professionnels réguliers, que M. [B] [V] ne conteste pas, sont susceptibles, en eux-mêmes, de révéler un circuit plausible de transmission de l'information, sans qu'il soit nécessaire d'établir précisément des rendez-vous, des déjeuners ou des dîners. Ainsi, si un dîner a bien eu lieu entre M. [ZL] et M. [B] [V] le 19 septembre 2018, il constitue un simple élément, qui s'ajoute aux liens professionnels réguliers rendant susceptible un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée.

246.La Commission des sanctions n'a pas, en effet, l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée, transmise ou qui a formulé une incitation ou une recommandation.

247.Il résulte de l'ensemble de ces éléments que l'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information, en ce qu'il porte sur le circuit professionnel, constitue le quatrième indice de détention de l'information privilégiée.

Sur l'indice relatif aux explications peu convaincantes

248.En premier lieu, il ressort du dossier que les explications de M. [B] [V] tenant au fait qu'il avait l'habitude de demander à son banquier d'investir systématiquement ses liquidités disponibles dans le titre Terreïs (cote D 132 procès-verbal d'audition devant les enquêteurs et code D 1470 procès-verbal d'audition par le rapporteur) ne sont pas corroborées.

249.Aucune pièce, en effet, n'établit que le requérant a donné un ordre systématique à son conseiller bancaire. Au contraire, il résulte de courriels que c'est lui qui donne les instructions d'acheter des titres Terreïs. Ainsi dans un courriel du 10 août 2011 adressé au conseiller bancaire, il indique « Je souhaite investir une somme d'argent en bourse et plus particulièrement sur la société Terreïs. Comment dois-je procéder ' ». Il en est de même en 2015 dans un courriel adressé au conseiller bancaire : « Le site BNP ne fonctionne jamais pour les ordres de bourse, c'est plus qu'ennuyeux!!J'essaie désespérément d'acheter 66 000 € d'action Terreïs (FR0010407049) en vain alors même que celle-ci remonte. en effet le prix de l'ordre de bourse pas vos soins est nettement supérieur à un ordre via le net, merci de me donner la marche à suivre. » (code D1487).

250.En deuxième lieu, l'intuition boursière revendiquée par M. [B] [V] qu'une opération majeure pouvait être en préparation ainsi que sa déduction d'un arrêt des commandes de chantiers de Terreïs auprès de la société Ravier, reposent sur de simples allégations. La seule pièce produite est, en effet, un tableau Excel, qui fait apparaître un chiffre d'affaires de Terreïs en augmentation entre 2017 et 2018. La force probatoire de ce document apparaît faible, puisque l'origine des données chiffrées qui y sont mentionnées, n'est pas connue. Quant à l'arrêt des chantiers, il est démenti par les auditions des dirigeants. M. [P] [X] a ainsi déclaré « Cela ne me parle pas. Je ne peux pas vous dire. Il y avait 3 immeubles en chantier, mais on a fini ces gros chantiers. Est-ce que ça s'est arrêté à un moment donné ' je ne crois pas. » (cote D123 procès-verbal d'audition de M. [P] [X] devant les enquêteurs). M. [IQ], dirigeant de la société Ravier, a expliqué ne pas avoir constaté des « travaux non commandés ou suspendus » (cote D 303, procès-verbal d'audition de M. [IQ] par les enquêteurs).

251.Le requérant soutient que ces déclarations ne sont pas crédibles, M. [P] [X] ayant man'uvré pour maximiser la trésorerie de Terreïs et ne pouvant donc pas l'admettre, et M. [IQ] étant trop éloigné de l'activité de Ravier. Cette affirmation apparaît néanmoins à nouveau constituer une simple allégation, non étayée. L'AMF relève d'ailleurs à juste titre que même si la déclaration de M. [P] [X] devait être écartée, celle de M. [IQ] apparaît au contraire fiable, un dirigeant dont le principal client est Terreïs ne pouvant ignorer une baisse des commandes.

252.Il en résulte que le fait que les explications du requérant ne soient pas convaincantes constitue un cinquième indice de détention de l'information privilégiée.

253.En conséquence, il existe donc un faisceau d'indices, graves, précis et concordants, dont il résulte sans équivoque que seule la détention par M. [B] [V] de l'information Titres permet d'expliquer ses acquisitions.

2. La détention de l'information Actifs

254.La décision attaquée a retenu que le 11 février 2019, M. [B] [V] a utilisé l'information Actifs pour tenter d'acquérir 7120 titres Terreïs.

255.Comme cela a déjà été indiqué à défaut de preuve matérielle directe, la détention et l'utilisation d'une information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices graves, précis et concordants dont il résulte sans équivoque que seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé. Il convient de rappeler que l'AMF n'est pas tenue d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée.

256.À défaut de preuve matérielle directe, il importe de rechercher s'il est établi par un faisceau d'indices graves, précis et concordants que, pendant la période d'acquisition des titres, M. [B] [V] a détenu et utilisé en conséquence, par cette tentative d'acquisition, l'information privilégiée en cause.

257.Il convient d'examiner les indices retenus par la Commission des sanctions et critiqués par le requérant.

Sur le caractère atypique de la tentative d'acquisition

258.La décision attaquée retient que si les ordres avaient été exécutés en intégralité au cours limité de 40 euros, ils auraient permis à M. [B] [V] d'acquérir 7 120 titres pour un montant de 285 000 euros.

259.Cette tentative d'investissement est atypique en son montant (285 000 euros) et son volume (7 120 titres), aucun investissement depuis 2012, comme il l'a été vu au paragraphe 230 du présent arrêt, n'étant intervenu à ce niveau, le montant étant même trois fois plus élevé que celui de 2018.

260.L'explication de M. [B] [V] selon laquelle il a investi le montant de la vente de son bien immobilier à [Localité 17], perçu quelques jours auparavant, n'est pas susceptible d'influer sur l'indice du caractère atypique de l'opération en raison du montant et du volume.

261.Le caractère atypique de la tentative d'acquisition, par son montant et son volume, constitue donc un premier indice de détention de l'information Actifs.

Sur le moment opportun

262.Cet indice est apprécié au jour du passage de l'ordre d'achat et non en fonction de son résultat, de sorte que le fait que l'acquisition n'ait pas abouti ne rend pas l'indice du moment opportun sans objet. En outre, l'absence de réalisation de l'acquisition résulte de la demande de suspension du cours par Terreïs, et non d'une décision de M. [B] [V].

263.Or, les six ordres ont été passés la veille de l'annonce par Terreïs de l'opération en lien avec l'information Actifs (le 12 février 2019). L'indice du moment opportun est donc bien caractérisé.

Sur le circuit plausible de transmission de l'information Actifs et l'absence d'explications peu convaincantes

264.Il est renvoyé aux paragraphes 244 et 245 du présent arrêt relatifs à l'information Titres, les moyens étant identiques et M. [B] [V] y renvoyant également dans son mémoire. Les motifs de ces paragraphes 244 et 245 sont donc adoptés pour juger de l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information Actifs, qui constitue donc un troisième indice de détention de cette information.

265.Par conséquent, il existe un faisceau d'indices graves, précis et concordants, dont il résulte sans équivoque que seule la détention par M. [B] [V] de l'information Actifs permet d'expliquer ses interventions.

B. L'utilisation des deux informations privilégiées par M. [B] [V]

266.La décision attaquée a retenu que M. [B] [V] avait utilisé les deux informations privilégiées et que les manquements d'initiés étaient donc établis.

267.Dans son mémoire, M. [B] [V] invoque les mêmes moyens pour la détention des deux informations privilégiées et pour leur utilisation. Il est donc renvoyé au paragraphe 221 du présent arrêt.

268.Dans ses observations, l'AMF relève que M. [B] [V] a déjà investi en Bourse, qu'il a déclaré avoir une bonne connaissance de Terreïs pour laquelle il travaillait régulièrement depuis plus de dix ans et qu'il avait l'intuition qu'une

cession de Terreïs pouvait influencer le cours du titre. Elle souligne que ses habitudes d'investissement ne sont pas de nature à justifier à expliquer les opérations litigieuses. Elle relève que le compte PEA démontre qu'il a cédé des titres dans un esprit spéculatif entre 2016 et 2017 contrairement à ce qu'il a prétendu. Elle demande à la Cour d'écarter le nouveau tableau produit par le requérant, les données qui y figurent ne pouvant être vérifiées et demande de constater que dans tous les cas, les variations constatées n'ont pas de lien avec l'acquisition litigieuse et sont démenties par les témoignages de M. [P] [X] et M. [IQ]. Sur l'absence de crédibilité de ces témoignages, elle souligne que M. [IQ] n'avait aucun intérêt à masquer la réalité de l'activité de la société Ravier.

269.Le ministère public partage ces observations.

Sur ce, la Cour :

270.M. [B] [V] est directeur du service travaux de Ravier. Il a travaillé avec Terreïs depuis dix ans, il a déclaré connaître la société « très très bien » et avoir toute confiance en sa valeur (D 1469 procès-verbal d'audition de M. [B] [V] par le rapporteur). Dans le cadre de ses fonctions, il était en contacts réguliers avec le directeur général de Terreïs, M. [ZL], et l'actionnaire principal d'Ovalto, M. [P] [X].

271.Au moment des acquisitions litigieuses, il avait investi plusieurs fois en Bourse.

272.Il en résulte que M. [B] [V] avait une expérience des marchés financiers, une connaissance de Terreïs et de l'opération de cession imminente et de son potentiel sur le titre.

273.En conséquence, M. [B] [V] savait ou aurait à tout le moins dû savoir que les informations Titres et Actifs étaient privilégiées.

274.Dès lors, il résulte de l'ensemble de ces éléments que les manquements d'initiés reprochés à M. [B] [V] en raison de ses interventions sur le titre Terreïs les 28 novembre et 20 décembre 2018 et 11 février 2019, sont établis.

IV. L'INCITATION À ACQUÉRIR DES TITRES TERREÏS FORMULÉE PAR M. [B] [V] ET L'UTILISATION DE CETTE INCITATION PAR M. [A] [V]

275.La décision attaquée a retenu que M. [A] [V] a utilisé l'incitation formulée par son frère sur la base de l'information Titres pour acquérir 2 043 titres Terreïs entre le 30 novembre et le 5 décembre 2018, en méconnaissance des articles 8 et 14 du règlement MAR.

276.Dans son mémoire, M. [B] [V] indique qu'il a toujours vanté les mérites du titre Terreïs et que les préconisations qu'il a données à son frère ne sont pas des incitations ou recommandations appuyées, mais de simples conseils.

277.Dans ses observations, M. [A] [V] conteste le manquement qui lui est reproché. Il invoque également des conseils et fait valoir qu'aucun élément n'établit une incitation.

278.En réponse, l'AMF considère que le terme incitation et recommandation n'est pas défini par le règlement MAR. Elle rappelle les définitions du dictionnaire Robert qui définit l'incitation comme le fait de pousser quelqu'un à faire quelque chose et la recommandation comme le fait « de vanter les avantages de ». Elle conteste le fait que les recommandations appuyées de M. [B] [V] à son frère aient été de simples conseils. Elle fait valoir que l'incitation à investir l'a été sur la base de l'information Titres que M. [B] [V] détenait et que compte tenu de ses déclarations, M. [A] [V] ne pouvait l'ignorer.

279.Le ministère public partage cet avis.

A. L'incitation de M. [B] [V]

280.Aux termes de l'article 8.2 du règlement MAR :

« 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 ; ou

b) recommande, sur la base de cette information, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre relatif à un instrument financier auquel cette information se rapporte, ou incite cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification. ».

281.En l'espèce, il résulte des déclarations de M. [B] [V] qu'il a reconnu avoir eu l'habitude de parler à ses proches de ses investissements dans Terreïs et qu'il leur conseillait d'acheter les actions de cette société : « J'ai toujours crié haut et fort à tout le monde qu'il fallait investir dans Terreïs ».

282.S'agissant plus particulièrement de son frère, il résulte de la déclaration de M. [A] [V] devant les enquêteurs (Cote D 268 à D272) que M. [B] [V] était particulièrement insistant depuis l'été 2018 pour investir dans Terreïs et qu'il lui avait dit que « ça sentait bon » car les chantiers étaient figés. La déclaration est la suivante :

« Depuis des années il m'embêtait avec Terreïs, car les actions rapportaient 20 à 30 %. Je n'étais pas d'accord, compte tenu de ma philosophie. J'ai regardé ce qu'était Terreïs, dont le capital est lié à de l'immobilier. Je me suis dit 'pourquoi pas". Il m'a dit: 'il se passe quelque chose de bizarre chez Terreïs ; c'est mon premier client et il me plante tous mes chantiers.' C'était à l'été 2018, il me semble.

J'ai fait les forums sur Internet pour en savoir plus (Hardware.fr notamment). J'ai vu sur Boursorama qu'il y avait une réevaluation de la valeur qui serait prévue à 50 €. On doit être à l'automne à ce moment-là.

Je me dis : si les chantiers sont figés, c'est qu'on veut rendre la mariée plus belle. Après, il me dit: 'ça sent bon'. Je me dis que je vais essayer de trouver un moyen de me refaire avec lui, de lui rendre une partie de ce que je lui avais fait perdre. Sa femme m'en veut. On est un peu en froid. Je voulais essayer de me rabibocher avec lui. Là il continue toujours à me tanner sur Terreïs. ' 'Il y a un truc pas normal, ils me bloquent tous mes chantiers.'

Je fais ma recherche sur la valeur mais je n'arrive pas à me décider. A un moment, ce qui m'a fait me décider. C'est qu'il m'a dit: 'ça sent bon, fonce' C'était en octobre 2018.

J'ai ouvert mon compte titres et j'ai acheté quelques actions en suivant le conseil de mon frère, pas des millions non plus. Je lui ai dit: 'c'est toi qui vas piloter. Tu me diras ce qu'il faut faire.' Je ne voulais pas avoir à regarder mes actions. Je voulais rembourser mon frère, qui avait un projet immobilier à [Localité 17] dans lequel il souhaitait que je l'accompagne.

Il y a du gain facile avec Terreïs. On sent qu'il y a un truc. Mon frère me harcelait régulièrement avec cette valeur pour m'inciter à en acheter. N'ayant pas ses moyens, j'ai investi en essayant de maximiser le truc. J'ai voulu tenter un coup. J'ai investi 50/60000 euros. Je ne m'en occupe absolument pas. C'est mon frère qui a piloté. Il a accès à mes comptes. C'est quand même moi qui ai passé les ordres. » (cote D 268 procès-verbal de [A] [V] devant les enquêteurs)

283.M. [B] [V], après lui avoir demandé combien il avait investi, confirme lui avoir dit : « Après je lui ai effectivement dit d'investir davantage et qu'il était un petit joueur, mais sans lui donner de somme. » (cotes D 1472 et

1473 de M. [B] [V] devant le rapporteur).

284.Il résulte de ces conversations, qu'elles ne sont pas de simples conseils compte tenu de l'insistance pour investir dans des titres Terreïs, mais des incitations à investir.

285.Dès lors, le manquement d'incitation à acquérir des titres Terreïs est établi à l'encontre de M. [B] [V].

B. L'utilisation de l'incitation par M. [A] [V]

286.L'article 8.3 du règlement MAR dispose que « 3. L'utilisation des recommandations ou des incitations visées au paragraphe 2 constitue une opération d'initié au sens du présent article lorsque la personne qui utilise la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées. »

287.En l'espèce, M. [A] [V] a acquis 2043 titres entre le 30 novembre et le 5 décembre 2018.

288.Sur la question de la connaissance de l'information privilégiée, il résulte des auditions de M. [A] [V] que ce dernier savait que son frère travaillait chez Ravier et qu'il avait pour client Terreïs puisqu'il lui avait dit que les chantiers étaient arrêtés. Même s'il pensait que les fonctions de son frère étaient limitées à celles de chargé d'affaires, il ne pouvait ignorer que les informations de son frère sur Terreïs étaient obtenues dans le cadre du travail.

289.Il en résulte que M. [A] [OD] savait ou aurait dû savoir que l'incitation de son frère à investir dans Terreïs était fondée sur une information privilégiée.

290.Le manquement d'utilisation de l'incitation est donc caractérisé.

V. LA RECOMMANDATION D'ACQUÉRIR DES TITRES TERREÏS FORMULÉE PAR M. [B] [V] ET L'UTILISATION PAR MME [U]

291.La décision attaquée a retenu que M. [B] [V] a, en méconnaissance des articles 8 et 14 du règlement MAR, recommandé à sa compagne, Mme [U], d'acquérir des actions Terreïs sur la base de l'information Titres qu'il détenait et que le 20 novembre 2018, Mme [U], qui savait ou aurait dû savoir que l'information était privilégiée, a utilisé la recommandation pour acquérir 1121 titres Terreïs.

292.M. [B] [V] a contesté toute détention de l'information privilégiée et considère que la preuve n'en est pas rapportée. Il en déduit qu'il ne pouvait la transmettre à Mme [U].

293.Mme [U] a conclu à l'absence du caractère atypique des acquisitions réalisées par M. [B] [V], l'absence d'urgence à investir et de grande confiance dans le titre. Elle indique que M. [B] [V] avait un intérêt particulier pour les titres Terreïs comme le montrent ses investissements. Elle souligne qu'au moment des faits elle exerçait la profession d'agent commercial immobilier et qu'elle n'était pas une professionnelle du secteur financier ni une habituée des investissements sur les marchés. Elle explique enfin avoir reçu un don de ses parents et l'avoir investi pour moins de la moitié.

294.En réponse, l'AMF considère que le fait que Mme [U] n'ait investi que la moitié de la donation est sans incidence sur le grief, le montant investi représentant une année de revenus. Elle fait valoir que le don n'est pas susceptible d'expliquer l'investissement à lui seul, dès lors qu'elle n'avait jamais investi dans un titre auparavant et que cela démontre un empressement à investir et/ou une grande confiance dans l'absence de risque. Le 20 novembre 2018, elle savait ou aurait dû savoir que la recommandation était basée sur une information privilégiée.

295.Le ministère public partage cet avis.

Sur ce, la Cour :

Sur la recommandation

296.Aux termes de l'article 8.2 du règlement MAR :

« 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 ; ou

b) recommande, sur la base de cette information, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre relatif à un instrument financier auquel cette information se rapporte, ou incite cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification. »

297.L'article 14 du règlement MAR 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 ».

298.En l'espèce, s'agissant de la recommandation, il résulte du dossier, et cela n'est pas contesté, que Mme [U] n'a jamais acquis des titres Terreïs avant le 20 novembre 2018, ni d'autres actions en bourse. Elle a par ailleurs déclaré au rapporteur (cotes D 1445 à D 1448) que son compagnon lui conseillait depuis dix ans d'investir dans le titre Terreïs au point qu'elle a précisé « J'avais toujours cette recommandation insistante de mon compagnon, à chaque repas, comme un bourdonnement dans l'oreille. ».

299.Il en résulte que M. [B] [V] a recommandé à sa compagne, Mme [U] d'acquérir des actions Terreïs sur la base de l'information Titres qu'il détenait.

Sur l'utilisation par Mme [U] de la recommandation

300.L'article 8.3 du règlement MAR dispose que « 3. L'utilisation des recommandations ou des incitations visées au paragraphe 2 constitue une opération d'initié au sens du présent article lorsque la personne qui utilise la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées. »

301.En l'espèce, il est constant que Mme [U] a acquis 1121 titres Terreïs le 20 novembre 2018, pour 41 000 euros qu'elle a achetés grâce à une donation de ses parents de cent mille euros le 18 septembre 2018.

302.Si cette donation a bien permis l'acquisition litigieuse, sa seule perception deux mois avant l'acquisition litigieuse n'est pas susceptible d'expliquer l'acquisition des titres Terreïs par Mme [U], puisque cette dernière n'avait jamais acheté des titres Terreïs auparavant, alors qu'elle déclarait pourtant que son compagnon en vantait les mérites depuis plusieurs années. Quant au fait qu'elle n'ait investi que la moitié de la donation, cela ne démontre pas contrairement à ce qu'elle soutient qu'elle n'a pas utilisé la recommandation de son compagnon, le montant de la somme investie restant important puisqu'il représentait en 2021 le montant annuel de ses revenus. Comme il l'a été retenu au

paragraphe 298 du présent arrêt, l'investissement était donc inhabituel et son montant révélait une grande confiance dans le titre.

303.Ensuite, il résulte de l'audition de Mme [U] par le rapporteur (cote D 1445 à D 1448) qu'elle disait avoir des connaissances en matière boursière « plutôt bonnes » et précisait que son conseiller bancaire, à l'occasion d'un prêt immobilier et du renseignement de ses connaissances financières, lui avait dit qu'elle était « plutôt calée ».

304.Enfin, Mme [U] a encore déclaré au cours de cette audition qu'elle savait que son compagnon travaillait depuis dix ans au sein de la société Ravier qui avait des liens avec Terreïs. Elle a précisé savoir que Terreïs était une « entreprise dans l'immobilier, leader sur la place de [Localité 3] » dont elle suivait l'évolution du cours de bourse à l'époque des faits.

305.Il résulte de ces éléments que Mme [U] aurait dû à tout le moins savoir que l'information recommandée par son compagnon était privilégiée.

306.Par conséquent, le manquement visé l'article 8.3 du règlement MAR est donc établi à son encontre.

VI. LA DÉTENTION ET L'UTILISATION DES INFORMATIONS TITRES ET ACTIFS PAR M. [I]

A. La détention des informations privilégiées

307.La décision attaquée a retenu que M. [I] a détenu les informations Titres et Actifs.

308.Les articles 8 et 14 rappelés aux paragraphes 87 et 88 du présent arrêt, auxquels il est renvoyé, sont applicables.

309.Comme cela a déjà été indiqué à défaut de preuve matérielle directe, la détention et l'utilisation d'une information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices graves, précis et concordants dont il résulte sans équivoque que seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé. Il convient de rappeler que l'AMF n'est pas tenue d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée.

310.Il convient d'examiner les indices retenus par la Commission des sanctions et critiqués par le requérant.

311.Dans son mémoire, M. [I] reconnait que la preuve des manquements d'initiés s'effectue par la méthode du faisceau d'indices mais indique que le fait d'entretenir des relations professionnelles ou personnelles ou de déjeuner n'est pas suffisant pour caractériser la détention ou la transmission de ladite information (CA Paris 2 mars 2023, RG n° 21/00887). Il souligne également que le règlement MAR énonce qu'« agir en se fondant sur ses propres plans et stratégies de négociations ne devrait pas être considéré comme une utilisation d'informations privilégiées » et que la jurisprudence prend en compte la forte conviction personnelle, le travail approfondi et la démarche entreprise pour déduire qu'un achat de titres peut s'expliquer autrement que par la détention d'une information privilégiée (CA Paris 21 juin 2012 RG 11/08965). Il fait état également d'une décision de la Commission des sanctions du 31 janvier 2024. Il rappelle que la visite domiciliaire n'avait pas permis de saisir des éléments pouvant établir une preuve directe de sa détention d'une information privilégiée. Il soutient enfin que tout doute doit profiter aux personnes poursuivies.

312.Sur les indices, il fait valoir que :

' Sur l'indice relatif à l'urgence à investir : il savait qu'il allait percevoir une somme importante au titre du solde de tout compte, et il a utilisé ses économies pour procéder aux premiers ordres. Il a investi la moitié de la somme perçue seulement alors que s'il avait été initié il aurait investi toute sa somme. Il a investi entre le 3 et le 11 janvier 2019 puis le 24 janvier après le communiqué du 23 janvier et il a continué en février 2019.

' Sur l'indice relatif au caractère massif des investissements litigieux témoignant d'une grande confiance dans la hausse du cours du titre : il disposait pour la première fois d'importantes liquidités, il avait confiance dans le titre Terreïs qui était également bien noté dans les articles de la presse économique.

' Sur le moment opportun : il n'a pas formé d'observation.

' Sur le circuit plausible de transmission de l'information Titres : les ordres passés avant le dîner le 22 novembre 2018 sont suffisants pour démontrer l'absence de transmission de l'information au cours du dîner. En sa qualité de directeur administratif et financier du groupe Rougnon, il avait peu de contact avec les clients du groupe et il ne connaissait personne chez Terreïs. Enfin, à la soirée d'anniversaire, il n'a pas évoqué Terreïs.

' Sur l'imprécision des explications : il explique avoir rencontré M. [V] qui lui a fait part de sa satisfaction dans son investissement Terreïs, de la bonne réputation de M. [X] et des résultats de Terreïs au premier semestre 2018. Il rappelle que le rapporteur a considéré ces explications comme suffisamment précises pour être prises en compte.

313.En réponse, l'AMF considère que chaque indice retenu par la décision attaquée est fondé :

' Sur l'indice relatif à l'urgence à investir : M. [I] a perçu le paiement de ses indemnités dans le cadre de son départ de la société Rougnon le 14 décembre 2018, alors qu'il a commencé à investir les 22, 26 et 29 novembre 2018 et que le fait qu'il ait utilisé ses économies avant d'attendre son indemnité tend à démontrer l'urgence. Le communiqué ne permet pas d'expliquer les investissements des 10 et 11 février 2025.

' Sur l'indice relatif au caractère massif des investissements litigieux témoignant d'une grande confiance dans la hausse du cours du titre : M. [I] a investi 83 % des indemnités liées à son licenciement et 76 % portaient sur Terreïs. Les investissements ont été massifs, en un jour, il a acquis 2,6 fois le volume moyen quotidien du titre au cours des vingt dernières journées de bourse et les ordres ont été passés le 10 février 2019 après clôture et le 11 février à 9h02 avant qu'une demande de suspension du cours du titre n'intervienne à 10h02 compte tenu de ces opérations inhabituelles. M. [I] qui n'était pas un investisseur averti pouvait utiliser une information privilégiée sans avoir conscience de l'impact de ses ordres massifs sur le cours du titre.

' Sur le moment opportun : les ordres ont été passés à un moment opportun les 22, 26 et 28 novembre 2018, soit à deux ou trois semaines avant qu'il ne perçoive son solde de tout compte, alors que l'information était privilégiée depuis un mois environ.

' Sur le circuit plausible de transmission de l'information : M. [I] connaissait M. [B] [V] et [IQ] avec lesquels il a diné le 22 novembre 2018. Il est plausible que M. [B] [V] ait transmis l'information privilégiée au cours du dîner, peu important que l'ordre ait été passé avant le diner, rien n'établissant qu'il n'ait pas été en lien avec M. [V] avant le diner au moins pour l'organiser. M. [I] a également indiqué avoir déjà discuté de Terreïs avec M. [V] et M. [X] et avoir été en contact les 10 et 11 février 2019 avec M. [V]. Enfin, la soirée d'anniversaire de M. [I] le 9 février 2019 est également un circuit plausible de transmission.

' Sur les explications peu convaincantes : Le rapport n'est qu'un avis parmi les autres. Les explications ne permettent pas d'expliquer des investissements massifs.

314.Il convient d'examiner successivement les indices relevés par la décision attaquée pour chacune des informations privilégiées.

1. La détention de l'information Titres

Sur le caractère atypique des opérations en raison de leur nature

315.Il est constant que M. [I] n'avait jamais acquis de titres cotés avant l'acquisition des titres Terreïs. Ce seul élément rend atypique par sa nature l'investissement. Le fait qu'il en ait acquis postérieurement est indifférent.

Sur le comportement dénotant une certaine urgence à investir

316.M. [I] a passé les 22, 26 et 29 novembre 2018 trois ordres d'achats du titre Terreïs à hauteur de 20 000 euros provenant de son épargne sans attendre la perception de son indemnité de licenciement le 14 décembre 2018.

317.Cet achat témoigne d'une urgence à acquérir les titres, même sans attendre la perception effective de son indemnité de licenciement.

Sur l'indice relatif au caractère massif des investissements litigieux témoignant d'une grande confiance dans la hausse du cours du titre

318.M. [I] a perçu une indemnité de licenciement (623 647 euros) le 14 décembre 2018 investie à hauteur de 76 % dans Terreïs. Ces seuls chiffres démontrent un investissement massif et par voie de conséquence une grande confiance dans le titre.

Sur l'indice relatif au moment opportun de certaines interventions litigieuses

319.Les ordres d'achat ont été passés au moment de la détention de l'information privilégiée.

Cet élément n'est pas contesté.

Sur l'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information Titres

320.En premier lieu, il résulte des déclarations de M. [I] devant les enquêteurs le 13 mars 2020 (Annexe 1.3 procès-verbal d'audition de M. [I]) qu'un dîner a été organisé le 22 novembre 2018, entre M. [B] [V], M. [IQ] et M. [I]. Comme le relève à juste titre la décision attaquée, le fait que des ordres d'achat ont été passés à 17 heures 55, avant le dîner, n'exclut pas une transmission de l'information à l'occasion de l'organisation de ce dîner, et notamment d'un appel avant la soirée avec M. [IQ] de douze minutes, dont M. [I] ne conteste pas l'existence mais dont il affirme que la conversation n'a pas porté sur Terreïs (annexe 1.3 procès-verbal d'audition).

321.En second lieu, le fait que le rapport ait conclu à l'absence d'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information Titres au motif que M. [I] a acquis les titres Terreïs avant le dîner, constitue un avis qui ne lie pas la Commission des sanctions qui a donc pu avoir une analyse différente des éléments de fait.

Sur l'indice relatif aux explications peu convaincantes

322.Comme pour l'indice précédent, le rapport est un simple avis qui ne lie pas la Commission des sanctions, de sorte que le fait que le rapporteur ait considéré que M. [I] justifiait suffisamment ses investissements est indifférent.

323.C'est donc à juste titre que la Commission des sanctions a retenu que M. [I] n'expliquait pas de manière convaincante pourquoi il n'avait pas attendu la perception de la prime de licenciement pour acquérir les premiers titres Terreïs, d'autant plus que l'acquisition avait été massive et qu'il avait déclaré aux enquêteurs (Annexe 1.3), avoir toujours été à découvert durant son mariage et, après son divorce en 2018, avoir remis le solde de son patrimoine de 200 000 euros à son ex-épouse au titre de la prestation compensatoire.

324.L'explication de M. [I] selon laquelle il a investi avant la perception de son indemnité, car il savait qu'il allait la percevoir (annexe 1.3 d'audition), n'apparaît donc pas suffisamment convaincante.

2. La détention de l'information Actifs

Sur le caractère atypique de l'opération

325.Comme pour l'information privilégiée Titres, l'acquisition est atypique car M. [I] n'avait jamais acquis d'actions auparavant.

Sur l'urgence et la grande confiance dans le titre

326.L'urgence apparaît dans les acquisitions des 10 et 11 février 2019, qui vont aller jusqu'à la suspension du cours du titre le 11 février à 10h02 compte tenu d'opérations inhabituelles.

327.En effet, le 11 février il acquiert 5810 titres, à 9 heures 02 et 9 heures 04 pour 101 967 euros, soit 2,6 fois le volume quotidien de titre Terreïs échangés sur Euronext au cours des trois semaines précédentes.

328.Cet investissement massif démontre une urgence à investir et une grande confiance dans le titre.

Sur le moment opportun

329.Les acquisitions ont eu lieu à un moment où l'information Actifs était privilégiée, et pour les deux opérations des 10 et 11, la veille et l'avant-veille du jour où l'information Actifs devait être diffusée au public.

Sur l'indice relatif au circuit plausible de transmission de l'information Actifs

330.La soirée d'anniversaire de M. [I] organisée le 9 février 2019 est un circuit plausible de transmission de l'information Actifs. M. [B] [V], que M. [I] décrit comme une personne qui parlait souvent de Terreïs et du rendement de l'action, était présent à cette soirée.

Sur l'indice relatif aux explications peu convaincantes

331.Les explications de M. [I] tiennent à sa relation professionnelle avec M. [B] [V], qui travaillait en tant que responsable des travaux de plomberie au sein de Rougnon, avec Terreïs et qui vantait le titre Terreïs et son rendement à 10-15 %. Il fait également valoir que la personnalité de M. [P] [X] et son parcours l'impressionnait et lui donnait confiance pour investir dans Terreïs. Enfin, il évoque des journaux et des forums qui ont recommandé d'investir dans Terreïs.

332.Néanmoins, ces éléments sont insuffisants pour expliquer un investissement risqué, sur un seul produit, de 76 % d'une prime de licenciement d'un montant important (623 647 euros).

333.Il en résulte que la réunion de ces indices graves, précis et concordants montre que seule la détention d'une information privilégiée permet d'expliquer, de manière non équivoque, les acquisitions litigieuses.

B. L'UTILISATION DES INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES

334.M. [I] avait exercé les fonctions de contrôleur de gestion avant d'être directeur administratif et financier du groupe Rougnon depuis seize ans, avant d'être licencié en 2018 et de retrouver un emploi au sein de la société Volta Croissance. En vue de ses acquisitions, il a expliqué avoir lu la presse boursière et s'informer sur des forums boursiers.

335.M. [I] avait donc des compétences personnelles et professionnelles qui lui permettaient de savoir ou à tout le moins aurait dû savoir que les informations Actifs et Titres étaient privilégiées.

336.Il résulte de l'ensemble de ces éléments que le manquement de détention et d'utilisation des deux informations privilégiées pour avoir acquis 22 550 titres entre le 23 novembre et le 18 décembre 2018, puis 6 310 titres entre le 25

janvier et le 11 février 2019, et enfin, tenter d'acquérir 2400 titres le 10 février 2019 est établi.

VII. SUR LE MANQUEMENT RELATIF AUX OBLIGATIONS RELATIVES À LA TENUE ET À LA MISE À JOUR DE LA LISTE D'INITIÉS

337.Dans la décision attaquée, la Commission des sanctions a retenu, sur le fondement de l'article 18 du règlement MAR, que Terreïs n'avait pas respecté ses obligations relatives à la tenue et à la mise à jour de la liste d'initiés.

338.Terreïs conteste tout manquement et soutient, en premier lieu, qu'il s'agit d'erreurs formelles qui ne révèlent aucune intention délibérée de méconnaitre les obligations relatives à la tenue et à la mise à jour de la liste d'initiés.

339.Plus précisément, elle fait valoir que :

' Sur l'absence d'obligation de mentionner soixante et onze collaborateurs prestataires : il s'agit de collaborateurs extérieurs intervenus pour le compte de Ovalto, Terreïs ou Swiss Life et que Terreïs n'avait donc pas l'obligation de mentionner le nom de personnes physiques travaillant pour différents prestataires intervenant en son nom ni même l'horaire de l'accès à l'information privilégiée, qu'elle ne pouvait pas connaitre ; le fait d'avoir mentionné pour mémoire cette liste n'altère pas la lisibilité de la liste des initiés pour les enquêteurs, ni l'intégrité du marché.

' Sur l'absence d'obligation d'inscrire la personne physique en charge de tenir la liste d'initiés propre à ce prestataire : cette obligation ne résulte pas de l'article 18 du règlement MAR et de son règlement d'exécution mais d'une recommandation de l'AMF n° 201-08 publiée en octobre 2016 ; une recommandation étant une invitation et non une obligation, sa méconnaissance est insusceptible d'être sanctionnée en application de l'article L.621-15 du CMF.

' Sur les heures d'accès : sur les cent trois personnes, soixante-treize étaient des collaborateurs de prestataires qui avaient leur propre liste d'initiés, de sorte que la date des heures d'accès n'avait pas à figurer sur la liste de Terreïs, cette exigence de l'AMF conduisant à faire peser une obligation qui excède le cadre règlementaire ; pour les trente personnes qui étaient dirigeants, salariés de Terreïs ou d'Ovalto ou de ses filiales, l'heure a été reportée après la demande des enquêteurs, l'erreur étant formelle.

' Sur la mention des fonctions exercées par les personnes initiées et de la raison pour laquelle les personnes ont été initiées : pour quatre salariés de Terreïs, leur fonction, qui n'avait pas été mentionnée, pouvait être communiquée à l'AMF si elle en avait fait la demande et la liste était exploitable puisqu'un organigramme permettait d'identifier ces personnes ; quant aux deux personnes qui faisaient partie d'un cabinet d'expertise financière connu de l'AMF, elles étaient sur la liste d'initiés d'un tiers externe et Terreïs avait porté son nom pour mémoire. La dernière était un salarié de Swiss Life et Terreïs ne saurait être tenue des obligations règlementaires à la charge de cette dernière ; quant aux mentions de « notaire » ou « directrice juridique » dans la colonne de la fonction et de la raison pour laquelle la personne a le statut d'initié, elles constituent un manquement mineur à la règlementation ; s'agissant de la mention de la personne pour le compte duquel le prestataire intervenait, seules deux personnes étaient concernées : un cabinet d'avocat ce dont il se déduisait qu'il était l'avocat de Terreïs et la banque Natixis qui figurait sur la liste de Swiss Life ; l'ensemble de cette absence de précisions n'a pu affecter l'exploitation de la liste par l'AMF, le non-respect d'un formalisme, non intentionnel de surcroît, n'étant pas susceptible de rendre inexploitable des données dans la situation, une telle preuve n'étant pas établie.

' Sur l'absence de mention d'une personne sur la liste d'initiés bien qu'ayant été initiée : seul le cabinet d'architecte a été omis, par un manque de coordination et cette erreur est formelle ; quant aux engagements de confidentialité pour trois personnes, ces engagements ont bien été signés mais n'ont pas pu être retrouvés ; cette absence de preuve ne constitue pas un manquement aux obligations réglementaires, aucune intention n'étant de surcroît établie et la pratique ne concernant qu'un faible nombre de personnes.

' Sur la clôture de la première liste d'initiés : l'omission d'ouvrir une nouvelle section dans la liste d'initiés pour chaque information ne reflète aucune intention délibérée, mais une méconnaissance par Terreïs de la portée de la règlementation. Elle indique également que les parties sont, dans tous les cas, les mêmes en 2018 et 2019.

340.Terreïs soutient, en deuxième lieu, que les erreurs sont sans incidence sur l'enquête et fait valoir l'absence de démonstration in concreto de ce que les erreurs auraient contraint les enquêteurs à des questions supplémentaires et auraient compromis l'enquête. Elle souligne que les affirmations de l'AMF quant à la violation de l'intégrité du marché sont péremptoires et que l'AMF paraît présumer l'existence d'une faute qu'il appartiendrait à Terreïs de renverser.

341.Terreïs fait, enfin, valoir que les erreurs sont sans lien avec les manquements d'initiés retenus à l'encontre des autres mis en cause : sur les huit personnes mises en cause par l'AMF et sanctionnées, aucune n'avait de liens ou de relations avec Terreïs ou Ovalto. Quant à M. [J], il est asset manager de Terreïs et son nom a bien été inscrit sur la liste. Pour l'architecte du groupe, non inscrit sur la liste, il n'a pas été établi que l'information privilégiée a été transmise par M. [B] [V], cet architecte n'ayant pas été mis en cause devant la Commission et l'enquête n'ayant pas été compromise puisque M. [B] [V] a bien été sanctionné.

342.En réponse, l'AMF soutient que :

' Sur les cent trois personnes inscrites sur la liste d'initiés transmise par Ovalto, soixante et onze ne faisaient l'objet d'aucune mention quant à leur date d'accès et il n'était pas précisé si elles intervenaient ou non pour le compte de Terreïs.

' L'heure d'accès aux informations privilégiées n'était pas précisée, la correction a posteriori par Terreïs étant indifférente ;

' L'absence de mention de la fonction exercée concerne sept personnes, et non quatre, sur cent trois et il est indifférent que les enquêteurs n'aient pas fait état de difficultés particulières liées à cette absence de mention des fonctions.

' La liste d'architectes du groupe n'est pas mentionnée dans la liste des initiés et trois engagements de confidentialité sont manquants.

' Il n'existe qu'une liste alors que pour chaque information privilégiée, une liste doit être renseignée.

343.Le ministère public considère que c'est à bon droit que l'AMF a considéré que Terreïs avait manqué à ses obligations découlant de l'article 18 du règlement MAR et du règlement d'exécution relatif à la tenue des listes d'initiés. Il souligne que la tenue des listes d'initiés concoure à la protection de l'intégrité des marchés en ce qu'elles sont un instrument utile au régulateur dans le cadre des enquêtes.

Sur ce, la Cour :

344.L'article 18 du règlement MAR, en vigueur depuis le 3 juillet 2016 et non modifié depuis, dispose que :

« 1. Les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte :

a) établissent une liste de toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, comme les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit (ci-après dénommée 'liste d'initiés') ;

b) mettent cette liste d'initiés à jour rapidement conformément au paragraphe 4 ; et

c) communiquent la liste d'initiés à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.

2. Les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte prennent toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que les personnes figurant sur la liste d'initiés reconnaissent par écrit les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.

Lorsqu'une autre personne agissant au nom ou pour le compte de l'émetteur se charge d'établir et de mettre à jour la liste d'initiés, l'émetteur demeure pleinement responsable du respect du présent article. L'émetteur garde toujours un droit d'accès à la liste d'initiés.

3. La liste d'initiés contient à tout le moins:

a) l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées;

b) la raison pour laquelle cette personne figure sur la liste d'initiés;

c) la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilégiées; et

d) la date à laquelle la liste d'initiés a été établie.

4. Les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte mettent la liste d'initiés à jour rapidement, y compris la date de la mise à jour, dans les circonstances suivantes:

a) en cas de changement du motif pour lequel une personne a déjà été inscrite sur la liste d'initiés ;

b) lorsqu'une nouvelle personne a accès aux informations privilégiées et doit, par conséquent, être ajoutée à la liste d'initiés ; et

c) lorsqu'une personne cesse d'avoir accès aux informations privilégiées.

Chaque mise à jour précise la date et l'heure auxquelles sont survenus les changements entraînant la mise à jour.

5. Les émetteurs ou toute personne agissant en leur nom ou pour leur compte conservent la liste d'initiés pour une période d'au moins cinq ans après son établissement ou sa mise à jour.

6. Les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME sont dispensés d'établir une liste d'initiés, sous réserve que les conditions suivantes soient satisfaites:

a) les émetteurs prennent toutes mesures raisonnables pour s'assurer que toutes les personnes ayant accès à des informations privilégiées reconnaissent les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés, et à la divulgation illicite d'informations privilégiées ; et

b) les émetteurs peuvent fournir à l'autorité compétente, sur demande, une liste d'initiés. ... ».

345.Le règlement d'exécution (UE) 2016/347 du 10 mars 2016 définissant les normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes conformément au règlement UE n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil (ci-après « le règlement d'exécution »), entré vigueur à compter du 3 juillet 2016 jusqu'au 3 aout 2022, s'applique également aux faits du 10 septembre 2018. Il a été abrogé par le règlement (UE) 2022/1210 du 13 juillet 2022 entré en vigueur le 3 août 2022.

346.Ce règlement d'exécution précise et détaille le format des listes d'initiés, dont il propose des modèles types, ainsi que les modalités de leur mise à jour.

347.Le considérant 6 souligne le rôle important de la liste d'initiés dans les enquêtes des autorités de régulation :

« La liste d'initiés devrait également contenir des données susceptibles d'aider les autorités compétentes à mener leurs enquêtes, à analyser rapidement le comportement de négociation des initiés, à établir des liens entre initiés et personnes impliquées dans des transactions suspectes, ainsi qu'à identifier les contacts qu'ils ont pu avoir entre eux à des moments critiques. À cet égard, les numéros de téléphone revêtent une importance capitale, car ils permettent aux autorités compétentes d'agir rapidement et de demander des enregistrements relatifs aux échanges de données, le cas échéant. En outre, de telles données devraient être fournies dès le départ, de sorte que l'intégrité de l'enquête ne soit pas compromise par le fait que l'autorité compétente soit contrainte, au cours de son enquête, de recontacter l'émetteur, le participant au marché des quotas d'émission, la plate-forme d'enchères, l'adjudicateur, l'instance de surveillance des enchères ou l'initié afin de poser des questions supplémentaires ».

348.Comme tout manquement déclaratif, le manquement résultant de la tenue et de la mise à jour de la liste d'initiés ne requiert pas d'élément intentionnel. Il s'agit d'un manquement formel, son non-respect constituant à lui seul un manquement.

349.Il convient, en l'espèce, d'examiner les cinq faits reprochés à Terreïs dans la tenue et la mise à jour des listes d'initiés entre le 10 septembre 2018, date d'ouverture de la liste d'initiés, et le 12 février 2019, date à laquelle l'information Actifs a perdu son caractère privilégié.

Sur l'absence de mention de Ia date et de l'heure d'accès aux informations privilégiées

350.L'article 8.3 c) du règlement MAR prévoit que « La liste d'initiés contient à tout le moins (') la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilégiées. ».

351.En l'espèce, il est constant que la date n'est pas mentionnée pour 71 personnes et que l'horaire ne l'est pour aucune des 103 personnes inscrites sur la liste. Terreïs ne le conteste pas.

352.Le manquement étant purement formel, la seule constatation de l'absence de mention des heures et dates d'accès aux informations privilégiées sur la liste d'initié suffit à le caractériser.

353.La question se pose néanmoins de déterminer s'il peut être reproché à Terreïs de ne pas l'avoir mentionné pour les 71 personnes extérieures à Ovalto et à elle-même.

354.Si Terreïs et l'AMF s'accordent sur le fait que ces 71 personnes extérieures à Terreïs et à Ovalto n'avaient pas à figurer sur la liste d'initiés, Terreïs soulignant d'ailleurs les avoir mentionnées « pour mémoire », la question demeure de déterminer si les dates et les horaires d'accès aux informations privilégiées devaient être néanmoins mentionnées pour l'ensemble de ces personnes.

355.La position-recommandation 2016-08 de l'AMF, publiée en octobre 2016, précise, en effet, que les listes établies par les personnes agissant au nom et pour le compte de l'émetteur interviennent en complément de celle établie par l'émetteur et que « sur la liste de l'émetteur ne peut figurer que le nom de la personne physique en charge de tenir la liste d'initié du tiers qui agit au nom ou pour le compte de l'émetteur, à l'exclusion donc du nom de l'ensemble des collaborateurs personnes physiques en charge du dossier chez ce tiers. » (souligné par la Cour).

356.Il en découle que lorsque l'émetteur a recours à des prestataires qui agissent en son nom ou pour son compte, ces prestataires doivent tenir leurs propres listes d'initiés, qui viennent en complément de celle tenue par l'émetteur. L'émetteur ne doit donc pas inscrire sur sa liste les personnes extérieures à lui, c'est à dire celles qui ne travaillent pas

pour lui et qui n'agissent ni en son nom, ni pour son compte. Seule la personne physique référente doit être mentionnée.

357. Il en résulte que l'AMF ne peut pas reprocher à Terreïs d'avoir omis d'indiquer les dates et les horaires d'accès à l'information privilégiée pour ces 71 personnes, à l'exception des personnes référentes, dès lors que Terreïs n'avait pas à les inscrire sur les listes, comme le précise la position-recommandation 2016-08. En outre, les personnes référentes sont les mieux placées pour renseigner les dates et horaires d'accès aux informations privilégiées de leurs collaborateurs.

358.Quant aux personnes référentes, en charge de tenir la liste d'initiés du prestataire agissant au nom ou pour le compte de Terreïs, c'est en vain que Terreïs invoque le caractère non obligatoire d'une position recommandation de l'AMF pour s'opposer à la caractérisation du manquement tenant à l'absence de mention des dates et horaires d'accès aux informations privilégiées par les personnes référentes. En effet, l'article 18.1, a) du règlement MAR édicte une obligation générale de mentionner « toutes les personnes qui exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées » ; il implique donc le prononcé d'une sanction pécuniaire contre tout manquement déclaratif.

360.Il en est de même pour la trentaine de personnes qui travaillent pour Terreïs et pour lesquelles il n'est fait mention d'aucun horaire d'accès aux informations privilégiées.

361.Terreïs n'est pas fondée à soutenir que l'omission a été régularisée et qu'aucun manquement ne peut lui être reprochée. Cette régularisation est, en effet, inopérante quant à la caractérisation du manquement. En effet, le considérant 6 du règlement d'exécution précise que « les données doivent être fournies dès le départ, de sorte que l'intégrité de l'enquête ne soit pas compromise par le fait que l'autorité compétente soit contrainte au cours de son enquête, de recontacter l'émetteur (') afin de poser des questions supplémentaires. » Ainsi, les date et heures d'accès aux informations privilégiées, qui constituent des données susceptibles d'aider l'AMF à mener ses enquêtes, doivent figurer sur la liste d'initiés, dès l'établissement de celle-ci.

362.Il résulte de l'ensemble de ces éléments que l'absence de mention des dates et heures d'accès aux informations privilégiées par les 71 personnes que Terreïs n'avait pas à inscrire sur la liste, ne constitue pas un manquement, à l'exception des personnes référentes. Le manquement n'est dès lors caractérisé que pour l'absence de mention des horaires de la trentaine de personnes travaillant pour Terreïs et pour l'absence de mention des dates et horaires pour les référents.

Sur l'absence de mention de la fonction occupée et de la raison de l'inscription sur la liste d'initiés

363.L'annexe I du règlement d'exécution prévoit pour chaque personne inscrite sur la liste que doivent être mentionnés, le rôle, la fonction et la raison de l'inscription sur la liste.

364.Le considérant 6 du même règlement en explique la raison : « La liste d'initiés devrait également contenir des données susceptibles d'aider les autorités compétentes à mener leurs enquêtes, à analyser rapidement le comportement de négociation des initiés, à établir des liens entre initiés et personnes impliquées dans des transactions suspectes, ainsi qu'à identifier les contacts qu'ils ont pu avoir entre eux à des moments critiques. (') ».

365.Les informations relatives à la fonction de la personne, qui constituent des données susceptibles d'aider l'AMF à mener ses enquêtes, doivent donc figurer sur la liste, dès « le départ » selon l'expression du considérant 6 du règlement d'exécution (paragraphe 371 du présent arrêt), c'est-à-dire dès l'établissement de la liste.

366.Terreïs est donc mal fondée à soutenir que l'AMF aurait pu lui demander pendant l'enquête les fonctions de ses salariés. Elle se contente par ailleurs d'affirmer que cette omission n'aurait pas gêné l'enquête, ce qui n'est pas

démontré.

367.Il en résulte que l'absence de mention de la fonction exercée pour sept personnes constitue une omission.

Sur l'absence d'une personne initiée sur la liste et l'absence d'engagements de confidentialité

368.La décision attaquée a relevé qu'Ovalto a oublié d'inscrire sur la liste l'architecte du groupe et qu'elle n'a pas été en mesure de produire les engagements de confidentialité pour trois personnes inscrites sur cette liste (paragraphe 336 de la décision attaquée).

369.S'agissant, d'abord, de l'oubli de la mention de l'architecte du groupe, le manquement étant formel, il est indifférent que Terreïs le justifie par un manque de coordination entre les deux personnes ayant tenu la liste d'initiés successivement.

370.Concernant, ensuite, les engagements de confidentialité manquants pour trois initiés, l'article 18.2 du règlement MAR, cité au paragraphe, impose que les personnes figurant sur la liste d'initiés reconnaissent par écrit les obligations légales et réglementaires et aient connaissance des sanctions applicables.

371.Terreïs affirmant avoir perdu ces engagements pour trois personnes, c'est, dès lors, à juste titre que la décision attaquée reproche à Terreïs de ne pas justifier de ces engagements de confidentialité.

Sur la tenue d'une seule liste d'initiés

372.L'article 2.1 du règlement d'exécution mentionne que « Les émetteurs veillent à ce que leur liste d'initiés soit divisée en différentes sections, chacune se rapportant à un type précis d'information privilégiée. Des nouvelles sections sont ajoutées à la liste d'initiés à mesure que de nouvelles informations privilégiées (') sont identifiées. ».

373.Le considérant 3 du même règlement précise que « Comme de multiples informations privilégiées peuvent exister en même temps au sein d'une entité, (') À cet effet, la liste d'initiés devrait être divisée en différentes sections, chacune d'entre elles étant consacrée à une information privilégiée donnée. Chaque section devrait énumérer toutes les personnes qui ont accès à la même information privilégiée. ».

374.Les termes de ces textes étant dénués d'ambiguïté sur l'obligation de tenir des listes d'initiés pour chaque information privilégiée, Terreïs est mal fondée à soutenir que la disposition n'était pas claire et qu'elle s'est méprise sur la portée de ses obligations. Quant à son argument selon lequel, dans tous les cas, les personnes initiées étaient les mêmes pour les deux informations privilégiées, Terreïs n'en justifie pas et, comme le relève à juste titre l'AMF, cela serait inopérant quant à la caractérisation du manquement.

375.En conséquence, c'est à juste titre que la Commission des sanctions a retenu contre Terreïs des manquements dans la tenue et la mise à jour de la liste d'initiés, à l'exception de la mention de la date et de l'horaire pour les 71 personnes mentionnées sur la liste de manière superfaitatoire.

TROISIÈME PARTIE : LES SANCTIONS

I.THD

376.Aux paragraphes 346 à 349 de la décision attaquée, après avoir relevé, tout d'abord, la gravité du manquement commis par THD résultant de sa répétition (trois fois en trois semaines), ensuite, la situation financière de THD avec la réalisation d'un chiffre d'affaires en 2020-2021 de 600 000 euros avec une perte de 92 000 euros et la détention au 22 juillet 2022 de 2,8 millions d'euros de placement ou liquidités bancaires et de 26,58 % de LDvins et, enfin,

l'importance de la plus-value réalisé par les investissements litigieuse (434 227 euros), la Commission des sanctions a prononcé à son encontre une sanction pécuniaire d'un million d'euros.

377.THD estime cette sanction manifestement excessive en raison de l'absence de gravité et de la durée des manquements reprochés ainsi que du montant du profit réalisé.

378.À l'appui de ces critiques, elle fait valoir, en premier lieu, que la volonté de THD était d'investir en une fois et que c'est le conseiller UBS qui a recommandé la fragmentation en plusieurs ordres en raison de l'absence de liquidité du titre pour ne pas perturber le marché, de sorte que ces éléments ne peuvent avoir d'incidence sur la détermination de la sanction.

379.Elle fait valoir, en deuxième lieu, que le montant des achats ne peut pas non plus être un élément pour fixer la sanction puisque la décision attaquée n'a pas retenu que ce montant était atypique. Quant au volume rapporté à la liquidité du titre, il est également indifférent, dès lors que les ordres ont été fractionnés pour ne pas perturber le marché sur les conseils du conseiller UBS.

380.Elle considère, en outre, que concernant les gains retenus, la décision a oublié de prendre en compte l'imposition associée à ce type de revenus et notamment le paiement de la moitié du montant brut au titre de l'impôt sur les société et de la remontée de dividendes.

381.Enfin, elle demande la prise en compte de sa coopération avec les services de l'AMF et de son absence d'antécédent.

382.En réponse, l'AMF considère que :

' Sur l'importance des gains ou avantages obtenus : la Commission des sanctions doit prendre en compte le montant net de l'économie réalisée et ce conformément à la jurisprudence constante. Elle relève que l'argument des requérants pour prendre en compte le montant net est fondé sur une affirmation vague et non étayée.

' La gravité et la durée des manquements : Tout d'abord, l'appréciation de l'indice relatif au caractère atypique des investissements litigieux par rapport aux habitudes d'investissement des requérants dans le cadre de l'examen de la détention de l'information Titres est dépourvue de lien avec la détermination du quantum de la sanction. Ensuite, le fractionnement des ordres en trois fois ne remet pas en cause le constat de leur volume important et n'a pas pour conséquence d'amoindrir la gravité du manquement.

' La situation financière de THD : THD ne rapporte pas d'éléments sur le caractère disproportionné de la sanction.

383.Le ministère public considère que le montant de la sanction pécuniaire est motivé conformément aux prescriptions de l'article L. 621-15, III, ter du CMF.

Sur ce, la Cour :

384.L'article L. 621-15, II, c), du CMF dispose :

« II. La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes :

c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger :

1° S'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou à une manipulation de marché, au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché

(règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/ CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/ CE, 2003/125/ CE et 2004/72/ CE de la Commission ;

2° A recommandé à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, au sens de l'article 8 du même règlement, ou a incité une autre personne à effectuer une telle opération ;

3° S'est livrée à une divulgation illicite d'informations privilégiées, au sens de l'article 10 dudit règlement ; ».

385.Le III de l'article L.621-15 du CMF, dans sa rédaction en vigueur du 3 janvier 2018 au 24 mai 2019, soit à la date des faits, et non modifiée depuis dans un sens moins sévère, disposait :

« Les sanctions applicables sont :

['] / c) Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c à h du II du présent article, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si celui-ci peut être déterminé ; les sommes sont versées au Trésor public. ».

386.Enfin, l'article 621-15, III, ter, du CMF, dans sa rédaction en vigueur depuis le 11 décembre 2016 applicable de manière rétroactive, dispose que :

« Dans la mise en 'uvre des sanctions, 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. ».

387.La loi encadre ainsi la mise en 'uvre des sanctions, en prévoyant à titre indicatif un ensemble de critères destinés à assurer leur individualisation. Ce dispositif tend à garantir que les sanctions sont proportionnées et dissuasives.

388.Il y a donc lieu d'examiner si le montant de la sanction infligée à THD est concrètement proportionné et suffisamment dissuasif au regard de ces critères.

389.En l'espèce, c'est à juste titre, en premier lieu, que la Commission des sanctions a indiqué que le manquement imputable à THD revêtait une particulière gravité en raison du nombre d'ordres (trois) passés en trois semaines ainsi

que du montant investi, soit 675 000 euros et du volume des titres achetés, soit18 941titres achetés représentant dix fois le volume des titres achetés entre le 1er et le 31 octobre 2018 sur le marché Euronext. L'ensemble de ces montants est significatif.

390.Quant au nombre d'ordres passés, même si le fractionnement en trois ordres s'explique par la faible liquidité du titre, il ne modifie ni le volume des actions achetées, ni le montant globalement investi.

391.C'est, en deuxième lieu, à juste titre que la Commission des sanctions a relevé l'importance des gains réalisés, soit en l'espèce 434 227 euros. THD n'est pas davantage fondée à affirmer que seul un montant net, après déduction de l'impôt sur les sociétés notamment, peut être pris en considération, cette affirmation n'étant étayée par aucun élément alors que pourtant la jurisprudence de la Commission des sanctions et de la cour d'appel de Paris a toujours pris en compte les montants bruts des bénéfices réalisés.

392.S'agissant de la situation financière de THD, en troisième lieu, cette dernière se borne à contester les chiffres retenus par la décision attaquée (paragraphe 376 du présent arrêt), sans produire à l'appui de son recours, aucun élément de nature à établir son chiffre d'affaires, de sorte que la Cour s'appuiera sur les éléments relevés au cours de l'enquête en 2021.

393.Enfin, en dernier lieu, s'agissant de l'absence de prise en compte de la coopération de THD devant les services de l'AMF, il ne ressort pas du dossier que THD a pleinement coopéré tout au long de la procédure au-delà de ce qui est normalement attendu d'une personne mise en cause. THD est donc mal fondée à reprocher à la décision attaquée de ne pas avoir pris en compte cette coopération. Quant à l'absence d'antécédent de THD en matière de délit d'initié, il n'avait pas à être pris en compte comme un modérateur de la sanction.

394.Au regard de ces éléments tenant à la gravité particulière du manquement, à l'importance des gains perçus et à la situation financière de THD, le montant de la sanction d'un million d'euros est proportionné et suffisamment dissuasif.

395.Le recours de THD sera donc rejeté.

II. M. [Y]

396.La Commission des sanctions a considéré que, d'une part, compte tenu de sa qualité de gérant et unique actionnaire de THD, M. [Y] a tiré avantage indirect de la plus-value, que, d'autre part, le manquement a été répété, M. [Y] s'étant entretenu avec le conseiller UBS avant chaque ordre et s'étant donc particulièrement impliqué et qu'enfin, le manquement était particulièrement grave compte tenu du montant des achats et de leur volume rapporté à la liquidité du titre. Eu égard aux pièces financières fournies au rapporteur, elle lui a infligé une sanction pécuniaire de 200 000 euros (§ 350 et 351).

397.M. [Y] demande de juger que le montant est excessif et de réduire considérablement la sanction. Aux mêmes moyens que ceux invoqués par THD, le mémoire étant commun, il ajoute que :

' la sanction doit prendre en compte l'imprévisibilité juridique. Il rappelle que le fait de déclarer le manquement imputable à son encontre implique de faire une lecture nouvelle de l'article 8.5 du règlement MAR et que cela n'était pas prévisible. Il cite à cet égard en ce sens une décision de la Commission des sanctions du 4 septembre 2008 (SAN 2008 21) et un arrêt de la cour d'appel de Paris (30 mars 2023 RG 18/28497).

' la décision attaquée n'a pas relevé le niveau de coopération de M. [Y], son absence d'antécédent et son absence d'expérience financière.

' le critère du profit réalisé ne peut pas être pas pris en compte en l'absence de gain lié à l'opération.

' outre la sanction financière qui représente quinze mois de salaire, la sanction a également été sociale, puisqu'il a été confronté à des difficultés notamment bancaires depuis le prononcé de la décision.

398.En réponse l'AMF considère que l'absence d'antécédent de M. [Y] et sa coopération au cours de l'enquête n'ont pas à être pris en compte pour modérer la sanction. Elle conteste le fait que M. [Y] n'ait pas d'expérience en matière d'investissement. Elle fait également valoir que M. [Y] n'a pas produit de pièces relatives à son patrimoine et à ses revenus. Enfin, elle indique qu'il n'existe pas d'imprévisibilité juridique relativement à l'application de l'article 8.5 du règlement MAR, dès lors que la décision attaquée visait dans tous les cas l'article 8.1 du même règlement.

399.Le ministère public considère que le montant de la sanction pécuniaire est motivé conformément aux prescriptions de l'article L. 621-15, III, ter du CMF.

Sur ce, la Cour :

400.Il est renvoyé, en premier lieu, aux textes cités aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt applicables au cas d'espèce.

401.Il y a donc lieu d'examiner si le montant de la sanction pécuniaire prononcé à l'encontre de M. [Y] est concrètement proportionné et suffisamment dissuasif eu égard aux critères précités.

402.En premier lieu, il sera renvoyé aux motifs figurant aux paragraphes 390 et 391 du présent arrêt pour la réponse aux moyens identiques de THD et de M. [Y].

403.C'est, en deuxième lieu, à juste titre que la Commission des sanctions a retenu à l'encontre de M. [Y] le gain réalisé par THD, dès lors qu'en sa qualité de gérant et d'unique actionnaire de THD, M. [Y] a tiré avantage indirect de cette plus-value, même si cet avantage n'est pas chiffré.

404.En troisième lieu, il n'est pas établi que la coopération de M. [Y] avec les services de l'AMF pendant toute la procédure ait dépassé le comportement normalement attendu d'une personne mise en cause. Par ailleurs, l'absence d'antécédent de M. [Y] n'a pas pour conséquence d'entraîner une modération de la sanction. Enfin, s'agissant de l'expérience financière de M. [Y], c'est à juste titre que l'AMF considère que les allégations d'inexpérience en matière financière ne sont pas établies, M. [Y] ayant investi dans des obligations dans les cinq ans qui précèdent.

405.En quatrième lieu, c'est à juste titre que la décision attaquée souligne la particulière implication de M. [Y], qui prenait seul les décisions d'investissement pour le compte de THD, après consultation du conseiller UBS. Il est renvoyé sur ce point à la deuxième partie portant sur les manquements au point I.A du présent arrêt.

406.En cinquième lieu, s'agissant du moyen tiré de l'imprévisibilité juridique relative à l'application de l'article 8.5 du règlement MAR, il a été jugé dans la partie I.B.1 du présent arrêt, que non seulement cet article s'appliquait mais qu'il n'y avait pas lieu à un renvoi préjudiciel compte tenu notamment de la clarté du texte. Le fait qu'aucune décision judiciaire n'ait encore statué sur cette question n'a pas pour conséquence de générer une insécurité juridique. La Cour relève que dans le précédent cité au soutien de son moyen, une question préjudicielle avait été posée, de sorte qu'il existait bien une insécurité juridique. Tel n'est pas le cas en l'espèce. Il en résulte que c'est de manière infondée que M. [Y] invoque l'insécurité juridique qui aurait été la sienne en sa qualité de gérant d'une personne morale mise en cause.

407.Quant aux revenus et patrimoine de M. [Y], en sixième lieu, ce dernier n'a produit, au soutien de son recours, aucune déclaration de revenus ni aucun élément de nature à établir l'étendue de son patrimoine, de sorte que la Cour s'appuiera sur ses déclarations faites devant le rapporteur le 7 juillet 2022 et reprises par la décision attaquée

(paragraphe 353), soit un salaire annuel de 266 000 euros et un patrimoine immobilier composé d'un bien, ainsi que le fait qu'il soit gérant de six SCI et le seul actionnaire de THD, dont le chiffre d'affaires est de 600 000 euros.

408.En septième lieu, s'agissant de la sanction « sociale » invoquée par M. [Y], outre qu'il ne justifie pas de ses difficultés auprès des banques après le prononcé de la décision attaquée, les conséquences de la décision de sanction sur la vie sociale du mis en cause sont dans tous les cas indépendantes du prononcé de la sanction, et ne peuvent pas être prises en considération au stade de la fixation du montant de la sanction pécuniaire dont les critères sont listés à l'article L. 621-15, III, ter du CMF. En revanche, elles peuvent être prises en considération en cas de préjudice excessif pour le prononcé ou non de la publication de la décision non anonymisée. Il est renvoyé sur ce point à la partie IV de l'arrêt.

409.En conséquence, au regard de ces éléments tenant à la particulière gravité du manquement, de la qualité et de l'implication de M. [Y] ainsi que des revenus et du patrimoine tel que déclarés au cours de la procédure, le montant de la sanction de 200 000 euros infligée à M. [Y] est proportionné et suffisamment dissuasif.

410.Le recours de M. [Y] sera donc rejeté.

III. OPTION 7

411.La décision attaquée retient que le manquement revêt une particulière gravité compte tenu, d'une part, de ce qu'il a été répété puisqu'il porte sur sept ordres passés en une semaine et qu'Option 7 aurait pu mettre un terme à ses acquisitions à tout moment, et compte tenu, d'autre part, du montant des achats litigieux et de leur volume particulièrement important. Elle retient que le montant de la plus-value est également important et que compte tenu de la situation financière d'Option 7, une sanction de 400 000 euros apparaît proportionnée et dissuasive.

412.Option 7 demande de réduire substantiellement le montant de la sanction pécuniaire. Elle fait valoir que la Commission des sanctions n'a pas pris en compte le montant net de la plus-value c'est-à-dire le montant brut déduit de l'impôt sur les sociétés et le retour de dividendes et que le manquement n'était pas d'une particulière gravité, compte tenu du fait que les investissements concernaient une valeur qui n'était ni anormalement haute, ni anormalement basse sur la période d'acquisition. Elle soutient également que le montant de la sanction qui est à dix mille euros près le bénéfice perçu en 2021 montre la disproportion de la sanction. Enfin, elle indique que le degré de coopération ainsi que l'absence de manquement d'Option 7 auparavant n'ont pas été pris en compte.

413.En réponse, l'AMF indique que :

' Sur le montant de la plus-value : le traitement fiscal et comptable de la plus-value réalisée n'a pas à être pris en compte pour la prise en compte du montant de la plus-value.

' Sur la gravité particulière du manquement : si le fait qu'il y ait plusieurs ordres s'explique par la faible liquidité du marché, Option 7 n'a jamais tenté de mettre un terme à cette passation d'ordres successifs. En outre, le montant des achats et le volume sont particulièrement importants puisque l'investissement a été de 440 000 euros pour environ 12 000 titres achetés soit six fois le volume moyen échangé quotidiennement sur Euronext entre le 1er janvier et le 31 octobre 2018. Au moyen des requérants qui font valoir que ce volume n'est pas particulièrement haut au regard du volume de titres échangés entre le 14 décembre 2018 et le 9 janvier 2019, l'AMF indique qu'à cette période, plusieurs mis en cause avaient déjà commencé à intervenir sur le titre de sorte que la liquidité du titre n'était pas à son niveau habituel. Par ailleurs, le fait que le montant investi ne soit pas atypique par rapport aux habitudes d'investissement d'Option 7 est sans incidence sur l'appréciation dudit montant.

' Sur la situation financière d'Option 7 : Option 7 ne justifie pas de son affirmation sur le caractère disproportionné. Une sanction a par ailleurs un effet dissuasif.

414.Le ministère public considère que le montant de la sanction pécuniaire est motivé conformément aux prescriptions de l'article L. 621-15, III, ter du CMF.

Sur ce, la Cour :

415.Il est renvoyé aux textes cités aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt applicables au cas d'espèce.

416.Il y a donc lieu d'examiner si le montant de la sanction infligé à Option 7 est concrètement proportionné au regard des critères légaux et suffisamment dissuasive.

417.C'est à juste titre, en premier lieu, que la Commission des sanctions a retenu qu'en l'espèce, le manquement commis par Option 7 revêtait une particulière gravité au regard du montant investi (440 000 euros) et du volume de titres (12 000) représentant six fois le volume moyen échangé quotidiennement sur Euronext entre le 1er janvier et le 31 octobre 2018 (1 800 titres).

418.Option 7 n'est pas fondée à contester cette période de référence et à soutenir que cette période est celle entre le 14 décembre 2018 et le 9 janvier 2019 (5 064 titres) et à en conclure que le volume investi n'était pas important. En effet, pour apprécier les habitudes d'investissement au regard de la liquidité du titre, la liquidité à prendre en compte comme référentiel doit être habituelle pour le titre et non pas anormalement basse ou élevée. Afin de satisfaire à cette exigence, il peut être nécessaire de se placer, pour déterminer les volumes moyens de titres échangés pris comme référentiel, à une période différente de la période d'acquisition des titres, lorsque cette dernière est caractérisée par une liquidité anormale des titres. Or, en l'espèce, la période invoquée par Option 7 n'était pas une période normale d'échanges, les autres mis en cause ayant également commencé à acheter du titre Terreïs.

419.C'est, en deuxième lieu, à juste titre que la décision attaquée a retenu que le nombre de sept achats répétés sur une courte période d'une semaine caractérise également une particulière gravité, alors même que ce fractionnement aurait été justifié par l'absence de liquidité du titre, puisqu'Option 7 n'a jamais pris la décision de renoncer à passer un ordre, ce qu'elle pouvait faire.

420.C'est, en troisième lieu, encore à juste titre que la Commission des sanctions a pris en compte l'importance de la plus-value d'un montant de 278 821 euros. Il est renvoyé au paragraphe 391 du présent arrêt s'agissant du moyen relatif au montant net du gain à prendre en compte, les moyens étant identiques à ceux de THD.

421.Concernant, enfin, la disproportion de la sanction, Option 7 ne produit aucune pièce relative à sa situation financière dans le cadre de son recours. Il convient donc de se référer aux chiffres de 2021-2022 retenus par la Commission des sanctions : il a été retenu qu'Option 7 exerçait une activité de holding générant un chiffre d'affaires de 390 000 euros en 2021 et qu'elle détenait au 2 septembre 2022 95 % des parts de HPI, laquelle avait réalisé un bénéfice d'environ 866 000 euros en 2021 et détenait à son tour des parts dans de nombreuses SCI et sociétés civiles de construction vente. Le seul fait que le montant de la sanction représente la totalité du chiffre d'affaires d'Option 7 ne démontre pas une disproportion.

422.Enfin, s'agissant de la critique de la décision attaquée tenant à l'absence de prise en compte de la coopération d'Option 7 avec les services de l'AMF et de l'absence de précédent, il n'est pas démontré que la coopération d'Option 7 ait dépassé ce qui est normalement attendu d'un mis en cause dans le cadre d'une enquête de l'AMF. Quant à l'absence d'antécédent, ce critère n'était pas susceptible de modérer la sanction.

423.Au regard de l'ensemble de ces éléments tenant au montant de la plus-value, à la particulière gravité du manquement, à la situation financière de l'entreprise, la sanction infligée à Option 7 d'un montant de 400 000 euros est proportionnée et suffisamment dissuasive.

424.Le recours d'Option 7 sera donc rejeté.

IV. M. [C] [X]

425.La Commission des sanctions a retenu que le manquement d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée reproché à M. [C] [X] a permis à Option 7 de réaliser une plus-value indirecte de 278 821 euros, bien que l'avantage ne soit pas chiffré. Elle relève également la gravité particulière du manquement en raison de sa répétition, de l'importance du montant investi et du volume des titres. Elle souligne que M. [C] [X] était le seul décisionnaire et qu'il est donc particulièrement impliqué. Enfin, compte tenu de ces éléments et de la situation financière et personnelle de M. [C] [X] décrite au paragraphe 362 de la décision, elle lui a infligé une sanction pécuniaire de 400 000 euros.

426.M. [C] [X] reprend les mêmes moyens qu'Option 7. Il ajoute que :

' Le montant de la plus-value ne peut pas être prise en compte pour déterminer sa sanction, puisque l'article L. 621-15 III, ter du CMF dispose que l'importance des gains ou avantages obtenus ne peut constituer un critère pertinent que dans la mesure où ces gains ou avantages peuvent être déterminés, ce qui n'est pas le cas en l'espèce, la décision attaquée admettant que l'avantage ne pouvait être chiffré et qu'il s'agissait d'un avantage indirect de la plus-value.

' Le fait qu'il ait été condamné aussi lourdement qu'Option 7 révèle un non-respect du principe de proportionnalité et de celui d'individualisation des peines, dès lors qu'il est impossible d'admettre que M. [C] [X] soit condamné aussi lourdement que la personne qui a profité immédiatement de la plus-value.

427.En réponse, l'AMF considère que :

' Sur l'importance des gains ou avantages obtenus : l'impossibilité de chiffrer l'avantage indirect perçu par M. [X] ne fait pas obstacle à sa prise en compte pour déterminer le montant de la sanction sans qu'il en résulte une violation des dispositions de l'article L. 621-15 III ter du CMF.

' La gravité et la durée des manquements de M. [X] : la décision attaquée retient le caractère répété du manquement établi et le montant significatif des acquisitions et leur volume.

' La qualité et le degré d'implication de M. [X] : le fait que M. [C] [X] ait été le seul décisionnaire des ordres litigieux fait qu'il a été particulièrement impliqué dans la réalisation des achats du titre Terreïs pour le compte d'Option 7.

' La situation financière de M. [X] : le rappel de la situation patrimoniale de M. [C] [X] fonde la sanction à hauteur de 400 000 euros.

428.Le ministère public considère que le montant de la sanction pécuniaire est motivé conformément aux prescriptions de l'article L. 621-15, III, ter du CMF.

Sur ce, la Cour :

429.Il est renvoyé aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt pour le rappel des textes applicables.

430.En l'espèce, il convient d'examiner si le montant de la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de M. [X] est concrètement proportionné eu égard aux critères précités et suffisamment dissuasive.

431.En premier lieu, il est renvoyé aux paragraphes 418 et 419 du présent arrêt pour la réponse aux moyens identiques à Option 7.

432.En deuxième lieu, c'est à juste titre que la décision attaquée a pris en compte le montant de la plus-value de 278 821 euros ; le gain perçu par la personne morale, Option 7 en l'espèce, bénéficie en effet indirectement à son dirigeant, à l'instar de ce qui a été jugé pour M. [Y] et THD (paragraphe 403 du présent arrêt).

433.Concernant, en troisième lieu, du montant de la sanction, c'est de manière infondée que le requérant fait valoir qu'il ne pouvait pas être condamné à la même hauteur que la personne morale. En effet, le principe d'individualisation des sanctions, qu'il invoque pourtant, impose d'examiner la situation financière et personnelle de chaque mis en cause. Tel a été le cas en l'espèce. En effet, la décision attaquée a examiné de manière précise la situation financière de M. [C] [X], qui ne produit dans le cadre de son recours, aucune pièce pour justifier de sa situation financière ; elle a rappelé au paragraphe 362 de la décision attaquée que :

' M. [X] était à la retraite, sans enfant à charge, et n'exerçait plus de mandat social.

' Ses revenus en 2021 étaient constitués d'environ 330 000 euros de dividendes d'Option 7, d'environ 230 000 francs suisse (220 000 euros) de Pierre Etoile Holding, d'une retraite française d'environ 60 000 euros par an et deux porte feuilles titres valorisés à 3,5 et 7 millions d'euros.

' Il possédait plusieurs biens immobiliers d'une valeur totale de 6,2 millions euros.

434.En outre, c'est également à juste titre que la décision a pris en compte l'implication de M. [C] [X] qui était le seul à prendre les décisions d'investissement.

435.Au regard de l'ensemble de ces éléments tenant au montant de la plus-value, à la particulière gravité du manquement, à la qualité et à l'implication de son auteur, ainsi que de ses revenus et de son patrimoine tel que déclaré au cours de l'instruction, la sanction infligée à M. [C] [X] est proportionnée et suffisamment dissuasive.

436.Le recours de M. [C] [X] sera donc rejeté.

V. M. [B] [V]

437.La Commission des sanctions a retenu que les manquements sont multiples et portent sur deux informations distinctes, que les ordres ont été répétés sur une durée de deux mois et qu'ils sont d'autant plus graves qu'ils ont ensuite donné lieu à des opérations d'initiés de la part de son frère et de Mme [U]. Elle a également pris en compte la plus-value de 66 420 euros pour le premier manquement entre le 28 novembre et le 20 décembre 2018 et celle de 142 000 euros qui aurait pu être perçue si la tentative d'acquisition le 11 février 2019 avait abouti.

438.Concernant sa situation patrimoniale et personnelle, elle a observé que M. [B] [V] a perçu en 2021 41 000 euros de salaires et qu'en 2022, il bénéficiait de l'allocation d'aide de retour à l'emploi. Son patrimoine immobilier est décrit au paragraphe 367 de la décision attaquée et révèle qu'en totalité, il est d'une valeur de 4 millions d'euros acquis par des prêts. Il a trois enfants à charge.

439.Compte tenu de ces éléments, elle lui a infligé une sanction pécuniaire de 350 000 euros.

440.Dans son mémoire du 14 octobre 2024, M. [B] [V] demande, à titre subsidiaire, de réformer la décision en révisant très significativement à la baisse la sanction pécuniaire.

441.Il fait valoir que ses revenus sont faibles, qu'il n'est plus salarié chez Ravier mais qu'il a fondé sa propre entreprise de plomberie et que son patrimoine est constitué de biens « non liquides » avec des prêts importants à rembourser. Il demande de prendre en compte la nature de ses fonctions et de ses attributions pour apprécier la gravité des manquements car il n'occupait aucune fonction au sein des sociétés impliquées dans les opérations à l'origine des informations privilégiées en cause et n'était pas, du fait de ses fonctions, particulièrement « averti ».

Enfin, il relève que, concernant les premiers investissements litigieux, l'information privilégiée n'a jamais été révélée au public et n'a donc créé aucune situation d'inégalité au sein du marché ; il en est de même des opérations de février 2019 : l'opération n'ayant pas eu lieu, elle n'a pu causer de préjudice à quiconque.

442.Dans son mémoire en réponse du 27 juin 2024, l'AMF soulève l'irrecevabilité des moyens tendant à la réformation de la décision s'agissant du quantum de la sanction, au motif que ces moyens sont nouveaux et donc irrecevables sur le fondement de l'article R. 621-46 du CMF. Elle rappelle que les moyens nouveaux ne sont recevables que s'ils répondent à des observations de l'AMF, ce qui n'est pas le cas en l'espèce, l'AMF n'ayant formé aucune demande en ce sens. Elle relève que dans sa déclaration du 5 avril 2023, le requérant se borne à solliciter l'annulation de la décision mais ne formule aucune demande, ni aucune critique portant sur la sanction pécuniaire prononcée à son encontre, et que ce n'est que dans ses dernières observations du 6 mars 2024 que M. [V] soulève, pour la première fois, le moyen portant sur le quantum de la sanction. Elle affirme en conséquence que ce moyen apparaissant comme une demande de réformation de la décision en vue d'une réduction de quantum de la sanction est nouveau car ne figurant pas dans la déclaration de recours.

443.M. [B] [V] n'a pas formé d'observations en réponse.

444.Le ministère public ne s'est pas prononcé sur cette question.

Sur ce, la Cour :

445.Il résulte de l'article R. 621-45, II, du CMF que les recours contre les décisions de portée individuelle prises par l'AMF, autres que celles concernant les agréments ou les sanctions concernant certaines personnes, sont portés devant la Cour et sont formés, instruits et jugés conformément aux dispositions de l'article R. 621-46 de ce code, et ce par dérogation aux dispositions du titre VI du livre II du code de procédure civile.

446.L'article R. 621-46 du CMF dispose que « I. - Le recours devant la cour d'appel de Paris est formé par une déclaration écrite déposée en quadruple exemplaire au greffe de la cour d'appel de Paris contre récépissé. À peine d'irrecevabilité prononcée d'office, elle comporte les mentions prescrites par l'article 648 du code de procédure civile et précise l'objet du recours. Lorsque la déclaration ne contient pas l'exposé des moyens invoqués, le demandeur doit, sous la même sanction, déposer cet exposé au greffe dans les 15 jours qui suivent le dépôt de la déclaration (...) ».

447.Il résulte de ce texte que sont irrecevables tous les moyens développés dans les mémoires successivement déposés à l'appui du recours lorsqu'ils ne figurent ni dans la déclaration de recours ni dans l'exposé des moyens, lesquels fixent les termes du litige. Ne sont recevables que les moyens nouveaux qui n'ont d'autre objet que de répondre aux observations de l'AMF.

448.En l'espèce, l'exposé des moyens déposé au greffe le 5 avril 2023 ne contient aucune demande de réformation du quantum de la sanction, ni aucun moyen pris de la disproportion de cette sanction.

449.Ce moyen pris de l'absence de proportionnalité de la sanction au soutien de la demande de réformation a ainsi été présenté pour la première fois dans le mémoire du 14 octobre 2024. Il est donc nouveau.

450.Il ne répond pas à une argumentation que l'AMF aurait développée, les développements de l'AMF dans ses observations du 9 janvier 2024 reprenant chaque motif de la décision attaquée pour l'approuver et considérer que la sanction est proportionnée.

451.Dès lors, formés plus d'un an après l'exposé des moyens, au-delà donc du délai de quinze jours prévu à l'article R. 641-26 du CMF, les moyens de M. [B] [V] visant le quantum de la sanction sont irrecevables.

452.En l'absence de demande de réformation de la décision, le recours de M. [B] [V] sera donc rejeté.

VI. M. [A] [V]

453.La Commission des sanctions a retenu le montant de la plus-value de 46 057 euros, dividendes inclus, d'une part, la particulière gravité du manquement tenant au fait que le manquement ait porté sur deux ordres à cinq jours d'intervalle et les volumes de titres achetés, d'autre part, et enfin, la situation financière et personnelle de M. [A] [V]. Compte tenu de ces éléments, elle lui a infligé la sanction pécuniaire de 100 000 euros.

454.M. [A] [V] demande à la Cour de réduire sensiblement le montant de la sanction. Il fait valoir que la sanction est disproportionnée au regard du montant de la plus-value et de ses revenus (53 000 euros par an), et de sa situation familiale (père de deux enfants à charge). Il souligne également que l'information privilégiée n'a jamais été révélée au public et n'aura donc créé aucune situation d'inégalité d'information au sein du marché, puisque l'opération a finalement été abandonnée et qu'il a été reconnu par la Commission des sanctions qu'il ne détenait pas d'information Titres.

455.Dans ses observations en date du 27 juin 2024, l'AMF soulève l'irrecevabilité des moyens tendant à la réformation de la décision s'agissant du quantum de la sanction, au motif que ces moyens sont nouveaux et donc irrecevables sur le fondement de l'article R. 621-46 du CMF. Elle relève que dans sa déclaration du 3 avril 2023, le requérant se borne à solliciter l'annulation de la décision mais ne formule aucune demande, ni aucune critique portant sur la sanction pécuniaire prononcée à son encontre, et que ce n'est que dans ses dernières observations du 12 avril 2024 que M. [V] soulève, pour la première fois, le moyen portant sur le quantum de la sanction. Elle affirme, en conséquence, que ce moyen apparaissant comme une demande de réformation de la décision en vue d'une réduction de quantum de la sanction est nouveau car ne figurant pas dans la déclaration de recours.

456.M. [A] [V] n'a pas formulé d'observations en réponse.

457.Le ministère public ne s'est pas prononcé sur cette question.

Sur ce, la Cour :

458.Il est renvoyé aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt pour le rappel des textes applicables.

459.En l'espèce, l'exposé des moyens déposé au greffe le 3 avril 2023 ne contient aucune demande de réformation de la sanction, et donc aucun moyen pris de la disproportion du montant de la sanction.

460.Ce moyen a été soulevé pour la première fois dans le mémoire du 12 avril 2024. Il n'a pas pour objet de répondre à une argumentation que l'AMF aurait développée dans ses observations du 9 janvier 2024.

461.Par conséquent, formé plus d'un an après l'exposé des moyens, soit au-delà des quinze jours prévu à l'article R. 641-26 du CMF, les moyens de M. [A] [V] visant le quantum de la sanction sont irrecevables.

462.En l'absence de demande de réformation de la décision, le recours de M. [A] [V] sera donc rejeté.

VII. MME [U]

463.La Commission des sanctions a retenu que le montant de la plus-value était de 25 783 euros et que le volume des titres acquis le 20 novembre 2018 a représenté 19,5 % des titres échangés ce jour-là. Concertant sa situation patrimoniale, elle a relevé que Mme [U] avait perçu 39 000 euros de salaires en 2021 et qu'elle était propriétaire de plusieurs biens immobiliers acquis en 2010, 2013 et 2019 pour des montants de 110 000 euros, 63 000 euros et 35 000 euros. Elle détient également des parts dans la SARL [V] qui est propriétaire d'un appartement à [Localité 18] acquis pour 990 000 euros, et de deux autres appartements acquis pour 110 000 euros et 245 000 euros. Elle doit

rembourser les crédits afférents à ces achats. Elle est la compagne de M. [B] [V] avec lequel elle a trois enfants mineurs. Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, elle lui a infligé une sanction pécuniaire de 75 000 euros.

464.Mme [U] demande à la Cour de réduire le montant de la sanction pécuniaire. Elle fait valoir que cette sanction est disproportionnée au regard de ses revenus (39 000 euros annuels), de son patrimoine immobilier composé de biens acquis avec des prêts en cours de remboursement, et de sa situation personnelle et familiale, avec trois enfants à charge. Elle soutient, enfin, que l'information Titres n'a jamais été révélé au public et n'a donc créé aucune situation d'inégalité au sein du marché.

465.En réponse, l'AMF soulève l'irrecevabilité de ces moyens sur le fondement de l'article R. 621-46 du code monétaire et financier. Elle considère que la sanction pécuniaire est disproportionnée au regard de la gravité du manquement retenu (1121 titres acquis en une journée représentant 19,5% des titres échangés), du profit retiré de ce dernier (25 783 euros), de la situation financière et patrimoniale de Mme [U], ou au regard des autres critères mentionnés au III ter de l'article L. 621-15 du CMF. Concernant la situation financière de Mme [U], elle relève que dans son ordonnance du 15 novembre 2023, le magistrat délégué du premier président du 15 novembre 2023 a mentionné que l'avis d'imposition de 2021 montre que Mme [U] dispose d'autres sources de revenus pour lesquels elle n'a produit aucun justificatif, et que le montant cumulé des différents investissements immobiliers s'élève ainsi à plus de 4 millions d'euros et à près de 2 millions d'euros si on en exclut la propriété familiale acquise à [Localité 4].

466.Mme [U] n'a pas répondu sur l'irrecevabilité soulevée.

467.Le ministère public ne s'est pas prononcé sur l'irrecevabilité.

Sur ce, la Cour :

468.Il est renvoyé aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt pour le rappel des textes applicables.

469.En l'espèce, l'exposé des moyens déposé au greffe le 3 avril 2023 ne contient aucune demande de réformation de la sanction, et donc aucun moyen pris de la disproportion du montant de la sanction.

470.Le moyen de la réformation du quantum de la sanction, pris de l'absence de proportionnalité de la sanction, a ainsi été présenté pour la première fois dans le mémoire du 12 avril 2024. Il ne répond pas en outre à une argumentation que l'AMF aurait développée.

471.Il est donc irrecevable, comme ayant été présenté au-delà du délai de quinze jours.

472.En l'absence de demande de réformation, le recours de Mme [U] sera donc rejeté.

VIII. M. [I]

473.La Commission des sanctions a retenu que les deux manquements portaient sur deux informations privilégiées et ont été répétés sur une période totale de deux mois et demi. Elle a pris en compte la plus-value réalisée de 55 097 euros et 89 630 euros ainsi que le passage d'ordres massifs dans la soirée du 10 au 11 février 2019, ainsi que la situation patrimoniale et personnelle de M. [I], qui perçoit des revenus de 188 000 euros par an et détient 250 000 euros du capital de la société pour laquelle il travaille, outre deux biens immobiliers et des actions. Compte tenu de ces éléments, elle a infligé une sanction pécuniaire de 250 000 euros.

474.M. [I] demande la réformation de la décision en réduisant la sanction. Il soutient que les éléments retenus par la commission ne sont pas suffisants pour justifier le prononcé d'une sanction du double de la plus-value et d'un montant supérieur à ses revenus. Il expose qu'il n'a pas été tenu compte qu'il intervenait pour la première fois sur les marchés

financiers, comme pourtant la Commission des sanctions l'a déjà pris en compte. À cet égard, il cite deux décisions de la Commission des sanctions du 19 octobre 2006 [et non du 5 mars 2009] et du 23 décembre 2008.

475. En réponse, l'AMF rappelle que la décision attaquée a pris en compte la gravité et la durée des manquements, en retenant que les manquements concernent deux informations privilégiées, qu'ils ont duré deux mois et demi et qu'entre le 10 février et le 11 février 2019, ses acquisitions ont représenté 72 % des titres échangés. Elle souligne que les gains obtenus n'ont pas été limités comme M. [I] le prétend, et qu'ils se sont élevés à une somme totale de 144 727 euros et que si la tentative avait abouti il aurait perçu 51 600 euros en plus. Concernant la situation financière de M. [I], elle fait valoir qu'il exerçait les fonctions de directeur général de la société Volta croissance dont il détient 250 000 euros de capital et qu'il a perçu en 2021 188 000 euros de salaires. Il est propriétaire de deux biens immobiliers financés, dont l'un de 300 000 euros, par un emprunt et détient des portefeuilles d'actions pour 42 000 euros. En réponse au moyen tiré du fait qu'il serait inexpérimenté, concernant les deux décisions de la Commission des sanctions citées par le requérant (AMF CDS, 19 octobre 2006, SAN-2007-03 et CDS, 23 décembre 2008 SAN-2009-27), elle souligne que les dispositions de l'article L. 621-15 III du code monétaire financier, applicables à l'époque des faits des décisions citées, ne comportaient que deux critères d'appréciation de la sanction, la gravité du manquement et le gain ou avantage procuré le cas échéant et que les décisions ne sont pas transposables. Elle souligne que M. [I] disposait à l'époque des faits « d'une formation comptable et avait exercé par le passé des fonctions de contrôleur de gestion et de responsable administratif et financier dans plusieurs sociétés et notamment pendant seize ans au sein du groupe Rougnon » (§ 268). M. [I] a également justifié ses investissements litigieux auprès du rapporteur par l'existence de rumeurs relayées par les forums boursiers qu'il fréquentait. L'AMF en conclut que, même s'il n'avait jamais investi en bourse auparavant, il ne peut sérieusement soutenir qu'il n'avait aucune connaissance des règles relatives aux marchés financiers et demander une sanction symbolique. L'AMF rappelle enfin le rôle dissuasif d'une sanction.

476.Le ministère public considère que le montant de la sanction pécuniaire est motivé conformément aux prescriptions de l'article L. 621-15, III, ter du CMF.

Sur ce, la Cour :

477.Il est renvoyé aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt pour le rappel des textes applicables.

478.Il y a lieu d'examiner si le montant de la sanction infligé à M. [I] est concrètement proportionné au regard des critères légaux et suffisamment dissuasif.

479.En l'espèce, c'est, en premier lieu, à juste titre que la Commission des sanctions a pris en compte le montant de la plus-value réalisée, à savoir un montant total de 144 727 euros (55 097 et 89 630 euros), outre le montant qu'il aurait perçu si la tentative avait réussi (51 600 euros). Contrairement à ce que soutient M. [I], ces montants cumulés sont significatifs.

480.C'est, en deuxième lieu, encore à juste titre que la Commission des sanctions a retenu la particulière gravité des manquements en raison des treize ordres passés au total sur une durée de deux mois et demi. Elle relève également le passage d'ordres massifs dans la soirée du 10 au 11 février 2019 qui lui ont permis d'acquérir 72 % des titres échangés ce jour-là et ont participé à une hausse de 6,7 % du cours, ce qui a entraîné une décision de suspension de la cotation. Il en résulte que si cette hausse a été limitée dans le temps, elle reflète néanmoins une gravité dont la décision de suspension du cours du titre est le reflet.

481.M. [I] n'est pas fondé, en troisième lieu, à invoquer deux décisions de la Commission des sanctions (Commission des sanctions, 5 mars 2009 et Commission des sanctions, 23 décembre 2008) qui ont pris en compte l'inexpérience du mis en cause sur les marchés financiers pour modérer la sanction. En effet, si M. [I] a effectivement passé pour la première fois des ordres d'achats sur le marché Euronext, il dispose néanmoins de quelques connaissances

financières, son banquier ayant mentionné un profil d'investisseur « expérimenté » sur sa fiche de renseignement, ce que M. [I] tente de minimiser, ainsi que d'un intérêt pour les forums boursiers et la presse boursière, selon ses propres déclarations aux enquêteurs (Annexe 1.3 procès-verbal d'audition de M. [I]). Ainsi, s'il n'est pas un investisseur averti, il dispose néanmoins de connaissances qu'il a acquises seul en se documentant. Quant à l'absence de baccalauréat de M. [I], il n'a pas d'incidence sur ses connaissances boursières, d'autant qu'il est devenu directeur administratif et financier du groupe Rougnon pendant seize ans puis directeur général de Volta croissance depuis 2018.

482.Enfin, en dernier lieu, s'agissant des revenus et du patrimoine de M. [I], ce dernier ne produit, au soutien de son recours, aucune déclaration de revenus ni aucun élément de nature à établir l'étendue du patrimoine, de sorte que la Cour s'appuiera sur ses déclarations et les pièces fournies dans le cadre de l'enquête et devant le rapporteur, à savoir un salaire annuel de 188 000 euros et un patrimoine immobilier composé de deux biens dont un de 300 000 euros et d'un portefeuille d'actions de 42 000 euros. M. [I] est par ailleurs père de deux enfants.

483.Au regard de l'ensemble de ces éléments tenant au montant de la plus-value, à la particulière gravité des deux manquements, ainsi que de ses revenus et de son patrimoine tel que déclaré au cours de l'instruction, la sanction infligée à M. [I] de 250 000 euros est proportionnée et suffisamment dissuasive.

484.Le recours de M. [I] sera donc rejeté.

IX. TERREÏS

485.La Commission des sanctions a retenu que le manquement est d'une gravité certaine car il a porté sur plusieurs carences dans l'établissement de la liste d'initiés ce qui a préjudicié à l'enquête de l'AMF. Elle souligne également que cette violation des règles nuit à l'objectif de lutte contre les manquements d'initiés et perturbe l'intégrité des marchés, et que le manquement est d'autant plus grave que Terreïs est cotée depuis 2006, soit depuis douze ans à l'époque des faits. Elle souligne que les manquements s'apparentent à des négligences et non à une mauvaise foi et qu'aucun gain n'a été démontré. Compte tenu de ces éléments et de la situation financière de Terreïs, elle lui a infligée une sanction pécuniaire de 350 000 euros.

486.Terreïs demande à la Cour de réformer la décision et de réduire de manière significative la sanction.

487.Elle soutient, en premier lieu, que le caractère inédit et non intentionnel d'un manquement conduit à ce qu'il ne peut être jugé avec la même sévérité que la violation délibérée d'une obligation établie et sanctionnée de longue date (CEDH, 1er septembre 2016, n° 48158/11, X et Y / France, spéc. § 64). Il faut que le manquement soit inédit, comme l'a jugé la cour d'appel le 24 mars 2022, n° 20/08390, et non intentionnel, ce qui est le cas en l'espèce. Elle considère en effet que le défaut d'élément intentionnel doit être pris en compte au niveau de la sanction conformément à l'article L. 621-15, III, ter qui vise l'implication et la qualité de la personne mise en cause.

488.En réponse à l'AMF qui affirme que les obligations imposées à l'émetteur étaient claires, elle souligne une confusion entre les notions de clarté de l'article 18 du règlement MAR et leur portée au regard de leur violation, qui n'était pas prévisible et pour une première application aurait dû faire l'objet d'une modération.

489.Elle soutient, en deuxième lieu, que la sanction est disproportionnée, dépassant même ce que le rapporteur avait proposé. Elle souligne, d'abord, le caractère formel du manquement et celui mineur des erreurs relevées dans la tenue de la liste d'initiés, ainsi que de l'absence d'incidence sur l'enquête. Elle indique, ensuite,que la décision semble apprécier la sanction au seul regard des ressources de Terreïs, ce qui ne correspond pas aux critères de l'article L. 621-15, III, ter du CMF, qui prescrit une appréciation in concreto de plusieurs critères. Elle critique, par ailleurs, la motivation générale de la décision sur la gravité du manquement. Elle affirme, en outre, qu'il doit être tenu compte de la qualité de Terreïs, qui est une société foncière disposant d'effectifs limités, n'ayant, à la différence de grandes

sociétés, pas une pratique habituelle des opérations de marché et de la tenue de listes d'initiés. Elle précise à cet égard que l'élément retenu par la décision tenant au fait que Terreïs est cotée depuis 2006 est inopérant puisque le manquement se rapporte à un règlement d'exécution de 2016 et à une opération ponctuelle en 2018. Enfin, elle expose que le contrôle de proportionnalité doit se faire en fonction des gains ou avantage tirés du manquement et du degré de coopération avec l'AMF. Or, en l'espèce, Terreïs n'a perçu aucun avantage et a coopéré pendant l'enquête.

490.Elle considère, en troisième lieu, que l'analyse de la jurisprudence de la Commission des sanctions révèle que des sanctions plus faibles ont été prononcées dans d'autres affaires a au titre de manquements intentionnels. Elle cite, à cet égard, plusieurs décisions dont celle concernant l'omission de déclaration des franchissements de seuils pour lesquels les mis en cause ont été sanctionnés de dizaines de milliers d'euros. Elle précise que dans la décision du 14 juin 2012 (AMF, CDS, 14 juin 2012, SAN n° 2012-07 confirmée par CE, 26 janvier 2015, n° 360933), la sanction pécuniaire de 500 000 euros sanctionnait un manquement à l'obligation d'établir une liste d'initiés qui faisait totalement défaut et d'une violation de l'obligation par l'entreprise, en sa qualité de professionnelle, prestataire de services d'investissement, de mettre en place une procédure de contrôle de la circulation de l'information privilégiée, de détection des conflits d'intérêts et de respect du principe de la primauté de l'intérêt du client.

491.Elle déduit du quantum de la sanction prononcée contre elle la volonté de l'AMF d'adresser un message de fermeté au marché, faisant de Terreïs un exemple pour les émetteurs tenus d'établir une telle liste, mais sans satisfaire aux exigences de proportionnalité et de modération exigées par l'article L. 621-15, III du CMF.

492.En réponse l'AMF considère, en premier lieu, que la jurisprudence de la CEDH et de la cour d'appel de Paris (CA 24 mars 2022 n° 20/08390) n'est pas applicable, dès lors que cette jurisprudence vise des cas où la portée de la règle n'était pas claire, alors qu'en l'espèce, l'interprétation de l'article 18 du règlement MAR et les obligations imposées à l'émetteur dans la tenue et la mise à jour des listes d'initiés ne souffrent d'aucune difficulté d'interprétation. Elle rappelle que le texte a fait l'objet d'un règlement d'exécution qui précise le format des listes d'initiés et les modalités de mise à jour, que l'AMF a publié en octobre 2026 une position recommandation 2016-08 qui éclaire certains points du règlement MAR et qu'enfin, le Q&A de l'ESMA (ESMA70-145-111) relatif au règlement MAR précise aussi la portée des exigences de la réglementation. Elle en déduit que le manquement était conforme au principe de prévisibilité de légalité des délits et des peines. Elle souligne que Terreïs avait d'ailleurs une connaissance des exigences attendues puisqu'elle n'a jamais renseigné l'heure d'accès sur le modèle de liste d'initiés.

493.Elle soutient, en deuxième lieu, que la décision attaquée satisfait aux « exigences de motivation et d'individualisation » des sanctions. Elle conteste la prise en compte des décisions de la cour d'appel de Paris citées par Terreïs qui ne sont pas transposables. Ainsi, dans l'arrêt du 19 décembre 2019 (CA Paris, 19 décembre 2019, RG n°19/00495), la cour d'appel de Paris a relevé que la commission avait prononcé une sanction « sans aucune appréciation de la gravité des manquements commis » par le requérant. Quant à la décision du 30 juin 2016 (CA Paris, 30 juin 2016, RG n° 15/04219), à l'époque des faits, le texte n'était pas le même et la sanction était uniquement fixée en fonction de la gravité des manquements et des avantages éventuellement tirés. Il en est de même des deux autres arrêts cités par Terreïs.

494.Elle conteste, en troisième lieu, la comparaison avec des décisions de la Commission des sanctions portant sur des manquements déclaratifs. Elle soutient que le quantum de la sanction est apprécié au regard de la situation de chaque mis en cause (CA Paris, 23 mai 2019, RG n° 18/18638).

495.Elle en déduit qu'il résulte de ces éléments que la sanction de 350 000 euros prononcée par la Commission des sanctions ne manifeste aucune disproportion, que ce soit par rapport à la gravité des manquements retenus, à la situation financière et patrimoniale de Terreïs, ou aux autres critères mentionnés au III ter de l'article L. 621-15 du CMF.

496.Le ministère public considère que la décision est motivée au regard de l'article L. 621-15, III, ter du CMF et que si le montant de 350 000 euros est important au regard du chiffre d'affaires de 19 millions d'euros de Terreïs et d'un résultat avant impôts de 3,9 millions d'euros, il convient de considérer qu'elle est proportionnée compte tenu du fait que la tenue de la liste constitue un gage de prévention des opérations d'initiés, souhaité par le législateur européen ainsi qu'un outil exploitable par le régulateur, qui facilite l'efficacité des enquêtes de l'AMF en matière d'abus de marché.

Sur ce, la Cour :

497.Il est renvoyé aux textes visés aux paragraphes 384, 385 et 386 du présent arrêt.

498.En l'espèce, il convient d'examiner si le montant de la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de Terreïs est concrètement proportionné eu égard aux critères précités et suffisamment dissuasif.

499.Il convient de rappeler qu'il est retenu contre Terreïs un manquement tenant à la tenue et à la mise à jour de la liste d'initiés.

500.En premier lieu, la Cour estime, comme la Commission des sanctions, que ces manquements bien que formels, revêtent une certaine gravité.

501.Les listes d'initiés doivent, en effet, être tenues d'une manière qui garantit notamment l'exhaustivité des informations (considérant 9 du règlement d'exécution), afin d'aider les autorités compétentes à mener leurs enquêtes, à analyser rapidement le comportement de négociation des initiés, à établir des liens entre initiés et personnes impliquées dans des transactions suspectes, ainsi qu'à identifier les contacts qu'ils ont pu avoir entre eux à des moments critiques (considérant 6 du règlement d'exécution).

502.Le manquement dans la tenue et la mise à jour de la liste d'initiés peut ainsi nuire à une enquête portant sur des manquements d'initiés, l'absence des informations actualisées dans la liste pouvant notamment ralentir les enquêteurs contraints alors de solliciter les informations auprès de l'émetteur. Or, ainsi que le rappelle le considérant 6 du règlement d'exécution, les comportements des initiés doivent être rapidement analysés afin de diminuer le risque d'atteinte à l'intégrité du marché. Ce risque peut constituer un critère de gravité du manquement, sans qu'il soit besoin d'établir un effet réel sur le marché.

503.C'est cette gravité que la décision attaquée a soulignée, en relevant que le manquement, peu important qu'il soit formel et non intentionnel, a porté sur cinq carences dans l'établissement de la liste d'initiés, lesquelles prises dans leur ensemble, rendent difficilement exploitable la liste d'initiés, et causent donc un préjudice à l'enquête ainsi qu'un risque de perturbation de l'intégrité des marchés.

504.En deuxième lieu, la circonstance invoquée que la Commission des sanctions n'aurait jamais, avant la décision attaquée, appliqué l'article 18 du règlement MAR n'est pas de nature à démontrer la méconnaissance par ces dispositions des principes de prévisibilité de la loi répressive.

505.Si la décision attaquée constitue effectivement une première application par la Commission des sanctions de l'article 18 du règlement MAR, la décision de sanction rendue le 14 juin 2012 (AMF, CDS, 14 juin 2012, SAN n° 2012-07) l'ayant été, certes pour le manquement tiré de l'absence de tenue d'une liste d'initié, mais au visa des articles 223-27 et suivants du RGAMF, elle n'est pas une interprétation inédite et non prévisible de l'article 18 du règlement MAR.

506.En effet, compte tenu de l'absence d'ambiguïté du texte, éclairé par son règlement d'exécution d'une part, la position-recommandation 2016-08 de l'AMF, d'autre part, et le rapport Q&A de l'ESMA, enfin, Terreïs ne pouvait

raisonnablement ignorer les exigences du texte et croire que l'interprétation de ce dernier était possible. En outre, les obligations de l'émetteur quant à la tenue de la liste d'initiés étant connues, Terreïs pouvait donc raisonnablement savoir qu'une poursuite de l'AMF contre un manquement relatif à la tenue d'une liste d'initié était prévisible.

507.Elle devait d'ailleurs d'autant plus le savoir que, comme le relève à juste titre la décision attaquée, Terreïs est une société cotée sur le marché Euronext depuis 2006 ; elle a donc une expérience sur les marchés et doit savoir comment mettre en 'uvre de nouvelles obligations, ce d'autant que pour l'article 18 du règlement MAR, comme la Cour l'a déjà relevé à plusieurs reprises, les entreprises ont été particulièrement accompagnées pour sa mise en 'uvre par trois textes qui ont expliqué la mise en 'uvre de l'article 18 et ont même fourni des modèles types et se sont référés à des exemples concrets. Le fait que le règlement MAR soit entré en vigueur en 2016 et que le manquement date de septembre 2018 est donc indifférent.

508.En troisième lieu, contrairement à ce que soutient Terreïs, le fait que le manquement ne soit pas intentionnel a bien été pris en compte par la Commission des sanctions, qui relève l'absence d'intention de nuire ou de dissimuler les informations de la part de Terreïs, assimilant le comportement de Terreïs à des négligences multiples. L'absence de gains ou d'avantages est également pris en compte (paragraphe 393 de la décision attaquée).

509.En quatrième lieu, s'agissant de la coopération de Terreïs pendant l'enquête invoquée pour modérer la sanction, elle n'a pas à être spécifiquement prise en compte dès lors que cette coopération n'a pas dépassé le comportement normal attendu d'une entreprise mise en cause.

510.En cinquième lieu, Terreïs ne peut utilement se prévaloir des décisions de la Commission des sanctions prononcées dans le cadre d'autres affaires pour dénoncer un montant de sanction disproportionné en procédant à la comparaison entre les affaires. Le montant des sanctions est, en effet, défini au cas par cas, selon les circonstances et situations propres à chaque affaire, selon les principes d'individualisation de la sanction prévue à l'article L. 621-15, III, ter du CMF. Terreïs ne soutient pas, en outre, que le montant serait disproportionné au regard de ses capacités contributives.

511.Enfin, en revanche, la Cour n'ayant pas retenu un des manquements relatifs à la mention des dates et heures d'accès aux informations privilégiées par les 71 personnes que Terreïs n'avait à pas à inscrire sur la liste, à l'exception des référents, il convient de diminuer la sanction.

512.Eu égard à l'ensemble de ces éléments, la Cour estime qu'une sanction de 200 000 euros est proportionnée et suffisamment dissuasive.

513.La décision attaquée sera donc réformée en ce qu'elle a prononcé une sanction pécuniaire de 350 000 euros.

QUATRIÈME PARTIE : LA DEMANDE D'ANONYMISATION DE LA PUBLICATION DE LA DÉCISION ATTAQUÉE

514.Aux paragraphes 396 à 399 de la décision attaquée, après avoir rappelé le libellé de l'article L. 621-15 V du CMF, ainsi que des raisons invoquées par THD et M. [Y], en faveur de la non publication de la décision ou de sa publication sous forme non anonymisé, la Commission des sanctions a estimé que la publication de sa décision n'était ni susceptible de causer un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou du déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours.

515.M. [I] demande à la Cour de réformer la décision attaquée concernant la publication non anonymisée de celle-ci et d'ordonner son anonymisation. Il soutient que la publication pourrait caractériser une atteinte excessive dans le cadre de sa carrière professionnelle, d'autant plus qu'il venait d'être recruté dans une autre entreprise. Il précise que la décision de sanction apparaît dans un moteur de recherches comme Google, ce qui ternit son image. Il fait encore

valoir qu'il n'est pas un investisseur aguerri, ni un acteur du marché et que la publication de son nom n'est pas de nature à permettre de protéger les investisseurs éventuels.

516.THD et M. [Y] demandent à la Cour d'anonymiser la décision attaquée.

517.L'AMF considère qu'il n'est pas justifié d'un préjudice grave et disproportionné. Elle rappelle que la Cour de cassation a retenu que « la publication forcée de la décision de la commission des sanctions procède du principe fondamental de la publicité des décisions à forme et contenu juridictionnels » (Cass. Com., 13 novembre 2013, n° 12-21572).

518.Le ministère public partage cet avis.

Sur ce, la Cour :

519.Le V de l'article L. 621-15 du CMF dispose :

« 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. [']

La commission 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 ».

520.La Cour rappelle que cette publication, prévue par la loi, procède du principe fondamental de la publicité des décisions à forme et contenu juridictionnels.

521.En l'espèce, THD se borne à demander l'anonymisation dans le dispositif de ses mémoires, sans en justifier. Sa demande sera donc rejetée. Quant à celle de M. [Y] qui invoque une « sanction sociale », la Cour relève que compte tenu de son rôle important, il ne justifie pas d'un préjudice excessif résultant de la publication non-anonymisée de la décision de sanction. Sa demande sera donc également rejetée.

522.Quant à M. [I], la mention de son nom pouvant lui porter atteinte dans sa vie professionnelle comme il l'a expliqué, il y a lieu d'enjoindre à l'AMF d'anonymiser la décision litigieuse.

CINQUIÈME PARTIE : LES DEMANDES AU TITRE DE L'ARTICLE 700 DU CODE DE PROCÉDURE CIVILE

523.L'AMF n'étant pas partie à l'instance, mais simplement présente pour présenter des observations à la Cour sur les éléments du recours, elle ne peut être condamnée au paiement sur le fondement de l'article 700 du code de procédure civile.

524.Il n'y a donc lieu à application de l'article 700 du code de procédure civile.

PAR CES MOTIFS

La Cour, statuant publiquement,

DIT n'y avoir lieu au renvoi de la question préjudicielle portant sur l'interprétation de l'article 8.5 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ;

RÉFORME la décision de la Commission des sanctions n° 1 du 30 janvier 2023 mais seulement en ce qu'elle a prononcé une sanction de trois cent cinquante mille euros (350 000 euros) à l'égard de Terreïs et en ce qu'elle a ordonné la publication de la décision sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers et son maintien en ligne de manière non anonyme pendant cinq ans à compter de la date de son prononcé s'agissant de M. [I] ;

Statuant de nouveau de ces chefs :

PRONONCE à l'encontre de Terreïs une sanction pécuniaire de deux cent mille euros (200 000 euros) ;

ENJOINT à l'Autorité des marchés financiers d'anonymiser la décision de la Commission des sanctions n° 1 du 30 janvier 2023 s'agissant de M. [I] ;

REJETTE les recours formés par THD, M. [Y], Option 7, M. [C] [X], M. [B] [V], M. [A] [V], Mme [U] et M. [I] à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n° 1 du 30 janvier 2023, en ce qu'elle a prononcé des sanctions pécuniaires et ordonné la publication de la décision sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers et son maintien en ligne de manière non anonyme pendant cinq ans à compter de la date de son prononcé ;

REJETTE les demandes d'anonymisation de la décision de la Commission des sanctions formées par la société THD et de M. [Y] ;

DIT n'y avoir lieu à application de l'article 700 du code de procédure civile ;

LAISSE à chacune des parties la charge de ses propres dépens.

LE GREFFIER,

Valentin HALLOT

LE PRÉSIDENT,

Gildas BARBIER