



**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 12 du 13 décembre 2024

Procédure n° 23-12

Décision n° 12

Personnes mises en cause :

- EcoR1 Capital
Limited Liability Company
Immatriculée au *Office of the Secretary of State of the State of California*, sous le numéro 201233410005
Dont le siège social est situé 357 Theama Street, #3, San Francisco, CA 94103, États-Unis
Ayant élu domicile au cabinet Gibson, Dunn & Crutcher LLP – 16 avenue Matignon, 75008 Paris
Prise en la personne de son représentant légal
- M. Oleg Nodelman
Né le [...] à [...]
Domicilié au [...]
Ayant élu domicile au cabinet Gibson, Dunn & Crutcher LLP – 16 avenue Matignon, 75008 Paris

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

- Vu le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, et notamment ses articles 12 et 15 ;
- Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14, L. 621-15, R. 621-38 à R. 621-40 ;
- Vu le code de commerce, notamment son article L. 233-7 ;
- Vu le règlement général de l'AMF, notamment son article 223-14 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 7 novembre 2024 :

- M. Aurélien Soustre, en son rapport ;
- Mme Lauriane Bonnet, représentant le collège de l'AMF ;
- la société EcoR1, représentée par Mme Sarah Marriott, dirigeante, et assistée par ses conseils Mes Benoît Fleury, Frédéric Chevalier et Me Reed Brodsky ;
- Mme Sarah Marriott, assistée par ses conseils Mes Benoît Fleury et Frédéric Chevalier du cabinet Gibson Dunn & Crutcher LLP Paris et Me Reed Brodsky du cabinet Gibson Dunn & Crutcher LLP New York.
- Mme Nicola Delon et M. Jean-Pierre Vogel, interprètes.

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

Table des matières

FAITS	4
PROCÉDURE	4
MOTIFS DE LA DÉCISION	5
I. SUR LE MANQUEMENT DE MANIPULATION DE COURS	6
1. SUR LA MANIPULATION DE COURS PAR FIXATION DU COURS A UN NIVEAU ANORMAL OU ARTIFICIEL SUR LES TITRES INNATE PHARMA	6
1.1 NOTIFICATIONS DE GRIEFS	6
1.2 OBSERVATIONS DES PERSONNES MISES EN CAUSE	7
1.3 TEXTES APPLICABLES	9
1.4 EXAMEN DU GRIEF	9
1.4.1 Sur les indicateurs de manipulation de cours	9
1.4.2 Sur l'appréciation de la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel	12
2. SUR LA MANIPULATION DE COURS PAR POSITION DOMINANTE SUR L'OFFRE DU TITRE INNATE PHARMA	17
2.1 NOTIFICATIONS DE GRIEFS	17
2.2 OBSERVATIONS DES PERSONNES MISES EN CAUSE	17
2.3 TEXTES APPLICABLES	17
2.4 EXAMEN DU GRIEF	18
2.4.1 Sur l'existence d'une position dominante lors des cinq séquences du 10 au 16 octobre	18
2.4.2 Sur l'effet de la position dominante sur le cours du titre ou la création d'autres conditions de transaction inévitables	19
3. SUR LA MANIPULATION DE COURS RESULTANT DE LA VENTE DE TITRES AU MOMENT DE LA CLOTURE DU MARCHÉ AVEC POUR EFFET D'INDUIRE EN ERREUR LES INVESTISSEURS	19
3.1 NOTIFICATIONS DE GRIEFS	19
3.2 OBSERVATIONS DES PERSONNES MISES EN CAUSE	20
3.3 TEXTES APPLICABLES	20
3.4 EXAMEN DU GRIEF	20
3.4.1 Sur l'existence de ventes à la clôture du marché	21
3.4.2 Sur l'effet réel ou potentiel des ventes à la clôture du marché	21
4. SUR LA CARACTÉRISATION DU MANQUEMENT DE MANIPULATION DE COURS À L'ÉGARD DES PERSONNES MISES EN CAUSE	22
4.1 NOTIFICATIONS DE GRIEFS	22
4.2 OBSERVATIONS DES PERSONNES MISES EN CAUSE	22
4.3 TEXTES APPLICABLES	22
4.4 EXAMEN DU GRIEF	22
II. SUR LES MANQUEMENTS DECLARATIFS	23
1. NOTIFICATION DE GRIEFS ADRESSEE A ECOR1	23
2. OBSERVATIONS D'ECOR1	23
3. TEXTES APPLICABLES	23
4. EXAMEN DU GRIEF	24
SANCTIONS ET PUBLICATION	24
I. SUR LES SANCTIONS	24
1. SUR LA DUREE ET LA GRAVITE DES MANQUEMENTS	25

2. SUR LES AUTRES ELEMENTS RELATIFS A CHAQUE PERSONNE MISE EN CAUSE.....	26
2.1 L'IMPORTANCE DES GAINS RETIRES	26
2.2 LES PERTES SUBIES PAR DES TIERS	27
2.3 LA SITUATION FINANCIERE D'EcoR1.....	28
2.4 LA SITUATION FINANCIERE DE M. NODELMAN.....	28
II. SUR LA PUBLICATION DE LA DECISION	28

FAITS

La société Innate Pharma est une société française de biotechnologies créée en 1999, spécialisée en immuno-oncologie et dédiée à l'amélioration du traitement des cancers grâce à des anticorps thérapeutiques innovants agissant sur le système immunitaire.

Le titre Innate Pharma est coté depuis 2006 sur le compartiment B d'Euronext Paris.

Le 12 juin 2019, Innate Pharma a annoncé son intention de lancer son introduction en bourse sur le Nasdaq aux États-Unis, tout en conservant sa cotation principale sur Euronext Paris. Cette opération devait être réalisée par une offre publique d'actions libellées en dollars américains – les *American Depositary Shares* (ci-après, « **ADS** ») – aux États-Unis et un placement privé d'actions ordinaires en dehors des États-Unis.

Le 7 octobre 2019, Innate Pharma a annoncé le lancement de cette introduction sur le Nasdaq et précisé que le prix de l'offre serait déterminé selon la moyenne pondérée par les volumes des cours de clôture du titre Innate Pharma sur Euronext Paris lors des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019.

Fondée en 2013 par M. Oleg Nodelman, qui en est le principal actionnaire, la société EcoR1 Capital LLC (ci-après, « **EcoR1** ») est une société établie à San Francisco. Son objet social est le conseil en investissements. Elle est spécialisée en particulier dans les investissements dans des petites entreprises cotées et actives dans le domaine des biotechnologies.

En 2021, EcoR1 gérait 2,8 milliards de dollars d'actifs.

EcoR1 est notamment le gérant de deux fonds d'investissement EcoR1 Capital Fund LP et EcoR1 Capital Fund Qualified LP (ci-après, les « **fonds EcoR1** »).

EcoR1, qui a commencé à investir dans la société Innate Pharma à partir d'octobre 2018, a cédé des titres de cette société, sur Euronext Paris et hors marché, les 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019. Le 17 octobre 2019, jour de l'introduction d'Innate Pharma sur le Nasdaq, EcoR1 a souscrit des ADS Innate Pharma.

PROCÉDURE

Le 9 septembre 2020, le secrétaire général de l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête portant sur le marché du titre Innate Pharma, 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 de ce titre, à compter du 1^{er} janvier 2019.

Le 3 juin 2022, des lettres circonstanciées relatant les éléments de fait et de droit recueillis par les enquêteurs ont été adressées à EcoR1 et M. Nodelman.

Ces derniers ont présenté des observations le 18 juillet 2022.

Le rapport d'enquête a été établi le 13 janvier 2023.

La commission spécialisée n° 2 du collège de l'AMF a décidé, le 24 janvier 2023, de notifier des griefs à la société EcoR1 et à M. Nodelman.

Les notifications de griefs ont été adressées à EcoR1 et M. Nodelman par lettres du 10 juillet 2023.

Il est reproché à EcoR1 et M. Nodelman :

- d'avoir fixé ou été susceptible de fixer le cours du titre Innate Pharma à un niveau anormal ou artificiel en cédant des actions Innate Pharma entre le 10 et le 16 octobre 2019, en méconnaissance des dispositions du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, entré en application le 3 juillet 2016 (ci-après, le « **règlement MAR** »).

- de s'être assurés, entre le 10 et le 16 octobre 2019, une position dominante sur le marché du titre Innate Pharma ayant eu pour effet la fixation du prix de vente du titre Innate Pharma, en méconnaissance des dispositions du point a) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR.
- d'avoir réalisé, entre le 10 et le 16 octobre 2019, des cessions de titres Innate Pharma au moment de la clôture du marché ayant eu pour effet, réel ou potentiel, d'induire en erreur les investisseurs, en méconnaissance des dispositions du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR.

Il est par ailleurs reproché à EcoR1 d'avoir manqué en janvier et en octobre 2019 à son obligation de déclaration à l'AMF du franchissement du seuil de 5 % du capital et des droits de vote d'Innate Pharma, en méconnaissance des dispositions des articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF.

Une copie des notifications de griefs a été transmise le 10 juillet 2023 au président de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 28 septembre 2023, le président de la commission des sanctions a désigné Mme Ute Meyenberg en qualité de rapporteure. Par décision du 6 mars 2024, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Aurélien Soustre, en qualité de rapporteur et en remplacement de Mme Meyenberg.

Par lettres du 13 mars 2024, les personnes mises en cause ont été informées qu'elles disposaient d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code.

Le 6 octobre 2023, EcoR1 a présenté des observations en réponse aux notifications de griefs. Par courrier du 11 avril 2024, M. Nodelman a demandé à pouvoir reprendre à son compte l'argumentation développée dans les observations d'EcoR1, ce qui a été accepté par le rapporteur par lettre du 18 avril 2024.

Les personnes mises en cause ont été entendues par le rapporteur le 15 mai 2024, et ont, à la suite de ces auditions, communiqué des informations et pièces complémentaires le 5 juin 2024.

Le rapporteur a déposé son rapport le 1^{er} octobre 2024.

Par lettres du 1^{er} octobre 2024 auxquelles était joint le rapport du rapporteur, EcoR1 et M. Nodelman ont été convoqués à la séance de la commission des sanctions du 7 novembre 2024 et informés qu'ils disposaient d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par lettres du 15 octobre 2024, les personnes mises en cause ont été informées de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 7 novembre 2024 ainsi que du délai de quinze jours dont elles disposaient, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander, conformément aux articles R. 621-39-2 à R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou de plusieurs de ses membres.

Le 21 octobre 2024, les personnes mises en cause ont déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

MOTIFS DE LA DÉCISION

1. Il convient pour la clarté de la présente décision de rappeler avant l'examen des griefs le mode de fonctionnement d'un carnet d'ordres sur Euronext Paris.
2. Le déroulé d'une séance sur Euronext Paris comprend le fixing d'ouverture, la phase de négociation en continu et le fixing de clôture. Lors de la phase de négociation en continu, le cours coté d'un titre correspond au dernier prix auquel a été réalisée une transaction. En dehors des heures de marché, le cours coté correspond au cours de clôture de la dernière séance.

3. À chaque instant, deux prix coexistent au sein d'un carnet d'ordres : le meilleur prix à la vente, qui correspond au prix le plus bas auquel certains vendeurs sont prêts à céder leurs titres, et le meilleur prix à l'achat, qui lui est nécessairement inférieur et qui correspond à la limite la plus haute que certains acheteurs sont prêts à payer pour acquérir des titres. En période de négociation continue, les deux prix ne peuvent pas être égaux puisque s'ils le sont, il y a accord et donc exécution immédiate et systématique des ordres concernés. Ces deux meilleurs prix forment la fourchette de cotation.
4. Le cours coté d'un titre correspond pour sa part au dernier prix auquel a été réalisée une transaction : soit il est égal au meilleur prix à la vente, si un acheteur a accepté de passer un ordre à ce cours et donc de payer plus cher que la meilleure limite à l'achat ; soit il est égal au meilleur prix à l'achat, si cette fois un vendeur a accepté de vendre moins cher que la meilleure limite à la vente.
5. Les ordres « au marché » sont prioritaires sur les ordres à cours limités. Lorsque tous les ordres d'achat et de vente « au marché » sont exécutés, les ordres à cours limités peuvent l'être. Le cours du titre en question correspond alors au prix de la dernière transaction exécutée
6. Un ordre est dit « agressif » lorsqu'il est passé à la meilleure limite opposée (par exemple, pour un ordre d'achat, lorsqu'il est saisi à un cours supérieur ou égal à la meilleure limite à la vente) : il y a alors accord sur le prix, et donc transaction. Passer un ordre agressif permet son exécution immédiate, plutôt que de le voir placé dans la file d'attente du carnet d'ordres, derrière d'autres ordres présents en carnet au même prix, prioritaires car saisis plus tôt.
7. Un ordre est dit « passif » lorsqu'il est entré dans le carnet d'ordres à un cours limite auquel il ne peut pas être immédiatement exécuté (par exemple, pour un ordre d'achat, lorsqu'il est saisi à un cours inférieur à la meilleure limite à la vente) : l'acheteur attend alors qu'un investisseur de sens opposé entre un ordre à ce cours pour que la transaction puisse se réaliser.
8. Les données fournies par Euronext Paris permettent, d'une part, d'identifier les ordres agressifs et, d'autre part, de mesurer la variation de cours qui résulte de ces ordres.
9. Ainsi, lorsqu'un ordre de vente agressif porte sur une quantité de titres supérieure à la quantité des ordres d'achat présents au carnet d'ordres pour cette limite, cet ordre de vente agressif épuise la quantité des ordres d'achat disponible pour cette limite. Pour solder la quantité restante de l'ordre de vente agressif, le cours baisse pour trouver des contreparties à l'achat à une limite inférieure, provoquant ainsi un impact négatif sur le cours (appelé « *price impact* » négatif). Il est à noter que l'ordre agressif sera exécuté au fur et à mesure que le cours baisse, tant qu'il trouve des contreparties, et jusqu'à atteindre le cours limite libellé dans l'ordre agressif. Une fois ce cours limite franchi, la quantité restante de l'ordre de vente sera inscrite au carnet en attendant que le cours remonte, à moins que le donneur d'ordre ne modifie le cours limite à la baisse dans le but de continuer l'exécution de l'ordre.
10. Enfin, en vertu des règles de marché Euronext, chaque *fixing* (d'ouverture ou de clôture) commence par une période d'accumulation durant laquelle les ordres sont enregistrés sans exécution. Durant cette période, un cours théorique indicatif, lequel représente le prix auquel l'algorithme du système parviendrait compte tenu de la situation du moment du carnet, est diffusé en continu par Euronext. À la fin de la période d'accumulation, Euronext détermine un prix maximisant le volume exécuté. Ce prix devient alors le cours de la valeur et tous les titres compris dans le cumul sont immédiatement échangés à ce prix. Durant cette phase, il n'est pas possible d'entrer de nouveaux ordres ni de modifier ou d'annuler des ordres existants.

I. Sur le manquement de manipulation de cours

1. Sur la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel sur les titres Innate Pharma

1.1 Notifications de griefs

11. Les notifications de griefs reprochent à EcoR1 d'avoir réalisé des cessions de titres Innate Pharma les 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019, qui ont fixé ou sont susceptibles d'avoir fixé le cours de clôture du titre Innate Pharma à un niveau anormal ou artificiel, en méconnaissance des dispositions du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR.

12. Les notifications de griefs exposent que les cinq jours de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 constituent respectivement les séquences 1, 2, 3, 4 et 5 pendant lesquelles les cessions de titres Innate Pharma par EcoR1 sont examinées.
13. Selon elles, au cours de ces cinq séquences, EcoR1 a émis des ordres de vente, qui ont été partiellement ou totalement exécutés et ont donné lieu à un certain nombre de cessions de titres sur Euronext Paris, qui ont elles-mêmes contribué à la baisse du cours du titre Innate Pharma, qui a été de 13 % entre le cours d'ouverture du 10 octobre 2019 et le cours de clôture du 16 octobre 2019.
14. Plus particulièrement, les notifications de griefs exposent que, parmi les cessions de titres qui ont eu un effet négatif sur le cours du titre Innate Pharma (« *price impact* » négatif) sur les cinq séquences examinées, celles qui ont été réalisées par EcoR1 sur Euronext Paris ont représenté 5,15 %, 20,11 %, 18,55 %, 47,82 % et 32,63 % du *price impact* négatif respectivement sur les séquences 1, 2, 3, 4 et 5.
15. Les notifications de griefs indiquent par ailleurs que les cessions réalisées sur Euronext Paris par EcoR1 au cours des cinq séquences ont représenté entre 18 et 35 % du volume quotidien de transactions, ce qui correspond à l'indicateur mentionné au a) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR.
16. En outre, selon les notifications de griefs, les cessions de titres Innate Pharma sur Euronext Paris par EcoR1 représentent une part significative de l'ensemble des cessions réalisées au moment précis où sont calculés les cours de clôture, ou aux alentours de ce moment (ventes au « *fixing* »), en ce qu'elles ont représenté 29,76 %, 20,44 %, 25,21 %, 61,86 % et 27,16 % de ces cessions respectivement pour les séquences 1, 2, 3, 4 et 5. Ces parts significatives des ventes au *fixing* ont, selon les notifications de griefs, provoqué une baisse du cours de clôture de chaque séquence. Les notifications de griefs indiquent que les ventes au *fixing* réalisées par EcoR1 correspondent à l'indicateur mentionné au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR.
17. Enfin, les notifications de griefs relèvent que les cessions de titres Innate Pharma sur Euronext Paris par EcoR1 ne semblent pas avoir été réalisées pour des raisons légitimes et qu'elles ne s'inscrivaient dans aucune pratique de marché admise conformément à l'article 13 du règlement MAR.

1.2 Observations des personnes mises en cause

18. En premier lieu, les personnes mises en cause indiquent que le comportement d'EcoR1 au cours des cinq séquences en cause ne diffère pas de celui adopté lorsqu'elle est intervenue sur le titre Innate Pharma en janvier 2019 ou en mars-avril 2020. Elles soutiennent qu'au cours des cinq séquences retenues par les notifications de griefs, l'intérêt vendeur d'EcoR1 a été réel et constituait une raison légitime.
19. Les personnes mises en cause précisent sur ce point que, sans les cessions reprochées préalablement aux acquisitions des ADS Innate Pharma sur le Nasdaq, le montant de l'exposition d'EcoR1 dans cette société aurait doublé et représenté près de 5 % de son portefeuille, sa détention d'Innate Pharma en capital et en droits de vote aurait alors dépassé les 11 %, faisant d'elle le deuxième actionnaire, ce qui n'était pas son intention, et la soumettant à des règles strictes de la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Elles ajoutent qu'EcoR1 souhaitait obtenir des liquidités en cédant les titres Innate Pharma au cours des cinq séquences examinées pour pouvoir acquérir des ADS par la suite. Les cessions des cinq séquences examinées étaient donc, selon les personnes mises en cause, cohérentes avec leurs intérêts vendeur.
20. Les personnes mises en cause affirment également que les caractéristiques des instructions données par EcoR1 lors des cinq séquences examinées ne différaient aucunement de celles qu'elle avait données en janvier 2019 et en mars 2020.
21. Elles indiquent enfin qu'EcoR1 donnait ses instructions au *broker* BTIG, qui avait toute latitude pour passer et exécuter ses ordres, ces instructions transmises par EcoR1 à BTIG ne pouvant, selon elles, être considérées comme étant de nature à influencer le cours.
22. En deuxième lieu, les personnes mises en cause contestent que les deux indicateurs utilisés dans les notifications de griefs soient constitués.

23. Elles soutiennent que l'indicateur selon lequel les transactions doivent représenter une proportion importante du volume quotidien de transactions réalisé sur l'instrument financier concerné, mentionné au a) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR, n'est pas vérifié au regard des taux précédemment retenus par la pratique décisionnelle de la commission des sanctions. Selon elles, lorsque des volumes de moindre importance ont été retenus pour considérer l'indicateur comme étant vérifié, d'autres critères complémentaires ont été pris en compte, telle qu'une durée de plusieurs mois durant laquelle ont eu lieu les interventions sur le titre en cause. Elles ajoutent que, sur un marché peu liquide comme celui en cause, la moindre intervention, un tant soit peu significative, a pour effet mécanique de porter à des valeurs élevées des indicateurs manifestement conçus pour s'appliquer à des opérations portant sur des titres liquides. Elles font valoir que les interventions d'EcoR1 n'ont pas entraîné une variation sensible du cours. Elles affirment à cet égard que la baisse du cours du titre Innate Pharma observée sur les cinq séquences s'explique par, premièrement, la correction importante opérée par le marché à la suite d'une hausse anormale du cours provoquée par la publication par Innate Pharma de ses résultats financiers consolidés le 13 septembre 2019, deuxièmement, l'existence d'une tendance baissière observée sur le titre depuis janvier 2019, troisièmement, le fait qu'Innate Pharma avait annoncé, quelques jours avant les cinq séquences, la possibilité d'appliquer une décote maximum de 15 % au calcul du prix de souscription des ADS et, quatrièmement, le fait que plusieurs exemples d'introductions sur le Nasdaq de sociétés françaises témoignent d'une tendance baissière du cours pendant la période servant de référence pour la fixation du prix de l'introduction.
24. Par ailleurs, les personnes mises en cause relèvent que les notifications de griefs reprochent à EcoR1 d'avoir « *contribué* » à une baisse du cours, laissant entendre que son comportement ne constitue pas la cause exclusive de cette baisse, alors que l'indicateur du a) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR vise un comportement qui « *fixe ou est susceptible de fixer* » le cours à un niveau anormal ou artificiel. Elles ajoutent que, même s'il était considéré que le règlement MAR n'exige pas une causalité exclusive du comportement en cause, il est néanmoins nécessaire de démontrer un lien de causalité entre celui-ci et la hausse du cours, ce qui n'est pas le cas en l'espèce. À ce sujet, elles font valoir dans leurs observations en réponse au rapport du rapporteur que la contribution d'EcoR1 au *price impact* négatif sur l'ensemble des séquences en cause est cohérente avec sa part des transactions sur l'ensemble desdites séquences, ce qui ne permet pas d'établir un lien de causalité.
25. Enfin, les personnes mises en cause exposent que la mesure de l'impact des interventions d'EcoR1 sur le cours du titre effectuée par la poursuite n'est pas exacte. Elles précisent à ce sujet, en s'appuyant sur une note technique établie par un cabinet d'expertise et de conseil financier, que cette mesure, du *price impact*, est inadaptée en ce qu'elle se focalise sur l'impact de chaque transaction prise isolément et non de l'ensemble des transactions de tous les intervenants et qu'elle ne prend dès lors pas en compte l'ordre des transactions ou l'évolution du prix entre les différentes transactions intervenues au cours d'une même journée. Elles soulignent que cette mesure a conduit les enquêteurs à affirmer que, sans les interventions d'EcoR1 sur le titre, le cours se serait établi à l'issue des cinq séquences à 9,07 euros, soit une augmentation de 38 %, alors qu'un tel niveau n'a jamais été atteint en 2019, ni à aucun moment depuis.
26. S'agissant du second indicateur retenu, celui mentionné au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR, les personnes mises en cause soutiennent que l'expression « *aux alentours de ce moment* » utilisée dans son libellé désigne une phase de négociation d'environ cinq minutes durant laquelle les ordres s'accumulent avant d'être tous débouclés au même prix, qui constitue le prix de clôture. Elles font valoir à ce sujet qu'EcoR1 n'a pas donné d'instructions à son *broker* « *au moment précis* » de la clôture ou « *aux alentours de ce moment* », au sens de l'indicateur en cause puisque ses instructions ont toujours été transmises en dehors de la phase de négociation d'environ cinq minutes. Dans leurs observations en réponse au rapport du rapporteur, elles font encore valoir que, s'agissant du moment de l'exécution des ordres, l'indicateur en cause n'a pas vocation à s'appliquer aux situations dans lesquelles des ordres émis plusieurs heures avant le *fixing* de clôture sont exécutés au moment du *fixing*, sans modification ou annulation de ces ordres.
27. Les personnes mises en cause ajoutent que, sur chaque séquence, les titres cédés par EcoR1 à la clôture ne représentent pas une proportion importante des titres cédés par elle sur le reste de la séquence.
28. S'agissant de la variation de cours, elles soutiennent que les cours de clôture des cinq séquences restent proches du dernier cours de la séance avant le *fixing* ou encore du prix moyen des transactions dans l'heure précédant le *fixing*, de sorte que la variation de cours n'est pas caractérisée.
29. Elles exposent enfin que, plus généralement, les volumes négociés au moment de la clôture du marché représentent sur Euronext en France un volume très important du volume total négocié.

30. Les personnes mises en cause en concluent que les deux indicateurs utilisés par la poursuite sont dénués de pertinence.

1.3 Textes applicables

31. Les faits reprochés aux personnes mises en cause se sont déroulés entre le 10 et le 16 octobre 2019. Ils seront en conséquence examinés au regard des textes applicables pendant cette période.
32. Le a) et le g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR relative aux « *Indicateurs de manipulations consistant à donner des indications fausses ou trompeuses ou à fixer les cours à un niveau anormal ou artificiel* », entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, prévoit : « *Aux fins de l'application de l'article 12, paragraphe 1, point a), du présent règlement, et sans préjudice des formes de manipulations décrites au paragraphe 2 dudit article, les participants au marché et les autorités compétentes prennent en considération, lors de l'examen de transactions ou d'ordres, les indicateurs suivants, dont la liste n'est pas exhaustive et qui ne doivent pas pour autant être considérés en soi comme constituant une manipulation de marché : / a) la mesure dans laquelle les ordres passés ou les transactions effectuées représentent une proportion importante du volume quotidien de transactions réalisé sur l'instrument financier concerné, un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible de leur cours ; / [...] / g) la mesure dans laquelle les ordres sont passés ou les transactions effectuées au moment précis où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations, ou aux alentours de ce moment, et entraînent des variations de cours qui ont un effet sur ces cours et ces évaluations* ».
33. Le ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Aux fins du présent règlement, la notion de « manipulation de marché » couvre les activités suivantes : / a) effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout autre comportement qui : [...] / ii) fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers [...] ; / à moins que la personne effectuant une transaction, passant un ordre ou adoptant tout autre comportement établisse qu'une telle transaction, un tel ordre ou un tel comportement a été réalisé pour des raisons légitimes et est conforme aux pratiques de marché admises telles qu'établies conformément à l'article 13 ; [...]* ».
34. L'article 13 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, et intitulé « *Pratiques de marché admises* », non modifié depuis, dispose : « *1. L'interdiction prévue à l'article 15 ne s'applique pas aux activités visées à l'article 12, paragraphe 1, point a), sous réserve que la personne qui effectue une transaction, passe un ordre ou adopte tout autre comportement établisse que cette transaction, cet ordre ou ce comportement répond à des raisons légitimes, et est conforme aux pratiques de marché admises, établies conformément au présent article [...]* ».
35. L'article 15 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».

1.4 Examen du grief

1.4.1 Sur les indicateurs de manipulation de cours

- ✓ Sur l'indicateur mentionné au a) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR relatif à la proportion importante du volume quotidien de transactions effectuées

36. Il résulte de la liste des transactions réalisées sur le titre Innate Pharma et fournie par Euronext Paris que les titres cédés par EcoR1 ont représenté respectivement 18,75 %, 26,67 %, 17,02 %, 50,28 % et 34,32 % du volume quotidien des transactions sur ce titre lors des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019, séances devant servir à la détermination du prix de référence de l'opération d'émission d'actions et ADS d'Innate Pharma sur le Nasdaq.
37. Les autres intervenants sur le marché ont représenté, pour les séances des 11, 15 et 16 octobre 2019 – soit les séquences 2, 5 et 6 – des parts du volume quotidien des transactions bien inférieures (pour les plus élevées : 17,64 % le 11 octobre, 20,01 % le 15 octobre et 18,2 % le 16 octobre). Par ailleurs, si l'on peut constater que pour

les séances des 10 et 14 octobre 2019 (séquences 1 et 3) deux acteurs ont réalisé une part plus importante de transactions qu'EcoR1, soit 33,44 % pour la séquence 1 et 21,17 % pour la séquence 3, cette observation doit être relativisée dans la mesure où ces deux acteurs sont des intermédiaires qui ont pu acheter et vendre des actions pour le compte de plusieurs clients, dont le nombre est inconnu.

38. Ainsi, les ordres passés par EcoR1 ont représenté une proportion importante du volume quotidien de transactions réalisées sur l'instrument financier concerné, nonobstant le fait que ces ordres ne représentaient pas la part la plus élevée du volume quotidien des transactions pour chacune des séquences.
39. Contrairement à ce que soutiennent les personnes mises en cause, l'examen de l'incidence des opérations sur le cours du titre n'est pas requis pour que l'indicateur en cause soit vérifié, puisque ce dernier mentionne cette circonstance à titre d'exemple (« *en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible de leurs cours* »). En tout état de cause, il ressort de l'enquête que, parmi les transactions qui ont eu un impact négatif sur le cours du titre, les cessions d'EcoR1 ont représenté, respectivement pour les cinq séquences une part de 5,15 %, 20,11 %, 18,55 %, 47,82 % et 32,63 % du *price impact* négatif causé par l'ensemble des transactions. L'argumentation des personnes mises en cause relative à la non vérification de l'indicateur ici examiné en raison du manque allégué de pertinence du *price impact* pour apprécier la variation sensible du cours doit en conséquence être écartée.
40. Il résulte de ce qui précède que l'indicateur mentionné au a) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR est vérifié pour les cinq séquences.
 - ✓ Sur l'indicateur mentionné au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR relatif à la mesure dans laquelle les ordres sont passés ou les transactions effectuées au moment précis où sont calculés les cours de référence ou aux alentours de ce moment et entraînent des variations de cours qui ont un effet sur ces cours
41. L'indicateur mentionné au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR suppose d'établir la mesure dans laquelle les ordres sont passés ou les transactions effectuées à un moment particulier d'une séance de bourse et de démontrer que des variations de cours induites par ces ordres ou transactions ont eu un effet sur les cours de référence.
42. Il convient, en premier lieu, d'identifier la période temporelle pertinente pour examiner l'indicateur.
43. Les personnes mises en cause soutiennent que l'indicateur doit être examiné en prenant en compte les ordres passés lors de la période d'accumulation du fixing de clôture. Elles soutiennent qu'EcoR1 n'a pas émis d'instruction de vente pendant cette période.
44. Toutefois, les dispositions du g) précité visent les ordres passés mais aussi les « *transactions effectuées* » au moment du fixing. En l'occurrence, les enquêteurs ont pris en compte les transactions effectuées pendant la période de *fixing* de clôture. Dès lors, l'argumentation des personnes mises en cause sera écartée.
45. Ainsi qu'il a été précisé précédemment (point 9) le *fixing* de clôture se décompose en deux phases, la première étant une période d'accumulation durant laquelle les ordres sont enregistrés sans donner lieu à des transactions et la seconde étant une période de débouclage durant laquelle Euronext Paris cherche à déterminer un prix maximisant le nombre de transactions qui pourra être exécuté sans qu'il soit possible d'entrer de nouveaux ordres ou de modifier ou annuler des ordres existants. Cette seconde phase du *fixing* constitue le « *moment précis* » où est calculé le cours de clôture, au sens de l'indicateur du règlement MAR en cause.
46. Les enquêteurs ont relevé le nombre de ventes réalisées par EcoR1 pendant la seconde phase du *fixing* de clôture, le débouclage, soit pendant le « *moment précis* » où est calculé le cours de référence.
47. En deuxième lieu, il ressort de l'enquête que les cessions effectuées par EcoR1 ont représenté respectivement sur les cinq séquences étudiées, 29,76 %, 20,44 %, 25,21 %, 61,86 %, 27,16 % des ventes réalisées pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture, ce qui est significatif.

48. Les personnes mises en cause comparent ces volumes vendus pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture avec le volume vendu par EcoR1 lors de la journée entière. Elles comparent également les volumes vendus par les autres intervenants pendant le débouclage lors du *fixing* par rapport aux volumes vendus par ces autres intervenants lors de la journée. Cependant, outre qu'elles ne tirent aucune conclusion de ces deux comparaisons, il convient de relever que celles-ci ne permettent pas de démontrer qu'EcoR1 n'aurait pas vendu un nombre significatif de titres pendant le débouclage lors du *fixing*, par rapport au reste du marché.
49. En outre, si l'indicateur se réfère à « *la mesure* » dans laquelle les transactions sont effectuées au moment précis où sont calculés les cours de référence ou « *aux alentours de ce moment* », cela n'implique pas que la majorité ou la totalité des transactions d'EcoR1 exécutées au cours de la journée devrait être exécutée à ce moment précis ou aux alentours de ce moment. Il suffit que la mesure dans laquelle les transactions d'EcoR1 ont été effectuées audit moment précis ou aux alentours de ce moment revête un caractère important, quand bien même elle aurait également réalisé beaucoup de transactions à d'autres moments de la journée.
50. À cet égard, les cessions réalisées par EcoR1 pendant le débouclage du *fixing* de clôture représentent 34,12 % de toutes les cessions qu'elle a réalisées au cours de la séquence 1, 11,84 % au cours de la séquence 2, 23,07 % au cours de la séquence 3, 13,2 % au cours de la séquence 4 et 14,52 % au cours de la séquence 5. En outre, il ressort des données relevées pendant l'enquête que les ventes effectuées par EcoR1 représentent la plus grande part de transactions réalisées pendant le débouclage du *fixing* de clôture par rapport aux autres intervenants concernant les séquences 4 et 5, et la deuxième plus grande part concernant les séquences 1, 2 et 3, étant précisé que les autres intervenants sont des intermédiaires qui ont pu effectuer des transactions pour le compte de plusieurs clients et que les parts qu'ils détiennent doivent, ainsi qu'il a été relevé précédemment, être relativisées.
51. Il en résulte que les cessions réalisées par EcoR1 pendant le moment précis où est calculé le cours de clôture représentent, pour chaque séquence, entre 20,44 % et 61,86 % de toutes les transactions réalisées par l'ensemble des intervenants pendant ce moment, entre 11,84 % et 34,12 % des cessions réalisées par EcoR1 au cours de la séquence concernée, et une part supérieure ou importante par rapport à celles détenues par d'autres intervenants sur le marché. Dès lors, il y a lieu de conclure que la mesure dans laquelle les transactions effectuées par EcoR1 au moment précis où était calculé le cours de clôture est, pour chacune des cinq séquences examinées, importante.
52. En troisième lieu, il y a lieu de vérifier si la mesure dans laquelle EcoR1 a effectué des transactions pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture a induit, pour chaque séquence, des variations de cours ayant un effet sur le cours de clôture.
53. Il y a lieu de préciser que lorsqu'un nombre important de titres à céder, dont le cours limite est inférieur au dernier prix de marché observé avant la période de débouclage figure dans le carnet d'ordres, le système, qui cherche à exécuter le plus grand nombre possible de transactions, est susceptible de provoquer un décalage vers le bas de la fourchette de cotation, afin que le prix de débouclage intègre le maximum d'ordres présents au carnet.
54. Plus particulièrement, concernant la séquence 1, EcoR1 a passé un ordre de 300 000 titres dont le cours limite était bien inférieur au cours alors en vigueur à 16h29, peu de temps avant le *fixing* de clôture qui a lieu à environ 17h30. Un tel ordre a ainsi donné lieu à l'exécution, comme déjà indiqué, d'un nombre significatif de ventes pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture. Il est relevé que le cours a baissé de 1,7 % entre le passage de l'ordre et la clôture, alors qu'il était sur une tendance haussière avant le passage de l'ordre et que le cours a clôturé à 6,41 euros, soit un prix très proche du cours limite transmis dans cet ordre, qui était de 6,40 euros. L'argument des personnes mises en cause selon lequel le cours de clôture de cette séquence (6,41 euros) est proche du dernier cours relevé au cours de la période de cotation continue (6,42 euros) ne démontre pas que les ventes d'EcoR1 exécutées pendant le débouclage du *fixing* de clôture n'ont pas pu faire varier le cours, dès lors que le prix de débouclage aurait pu, en l'absence des ventes d'EcoR1, être de 6,42 euros, supérieur à celui de 6,41 euros.
55. Concernant la séquence 2, EcoR1 a passé un ordre de 500 000 titres la veille de la séquence après bourse, avec un cours limite (6,15 euros) en-dessous du cours de clôture de la séquence 1 (6,41 euros). Au cours de la séquence 2, dès que le cours du titre Innate Pharma a franchi à la baisse le cours limite libellé dans cet ordre, EcoR1 a abaissé le cours limite de son ordre pour qu'il reste inférieur au cours en vigueur. Cette modification a été opérée en fin de séance, à 16h23, et impliquait une baisse du cours limite suffisamment importante pour qu'il reste inférieur au cours en vigueur au moment du *fixing* de clôture, ce qui a entraîné un décalage de la fourchette de cotation pendant le débouclage, pour aboutir à un cours de clôture à 6,08 euros, proche du cours limite, tel que modifié, de 6,05 euros.

56. Concernant la séquence 3, EcoR1 a passé à 13h50 un ordre de 300 000 titres dont le cours limite (6 euros) était inférieur au cours alors en vigueur (6,19 euros), donnant lieu, comme déjà indiqué, à un nombre significatif de ventes pendant le débouclage du *fixing* de clôture, ce qui a entraîné un décalage de la fourchette de cotation pendant le débouclage, pour aboutir à un cours de clôture à 6 euros, identique au cours limite transmis par EcoR1.
57. Concernant la séquence 4, EcoR1 a passé un ordre de 500 000 titres la veille de la séquence après bourse, avec un cours limite (5,80 euros) en-dessous du cours de clôture de la séquence 3 (6 euros). Au cours de la séquence 4, dès que le cours du titre Innate Pharma a approché le cours limite libellé dans cet ordre, EcoR1 a abaissé le cours limite de son ordre pour qu'il reste inférieur au cours en vigueur. Cette modification a été opérée à 13h49 et impliquait une baisse du cours limite suffisamment importante pour qu'il reste inférieur au cours en vigueur au moment du *fixing* de clôture, ce qui a entraîné un décalage de la fourchette de cotation pendant le débouclage, pour aboutir à un cours de clôture à 5,71 euros, proche du cours limite, tel que modifié, de 5,82 euros.
58. Concernant enfin la séquence 5, EcoR1 a passé un ordre de 500 000 titres, avec un cours limite (5,50 euros) en-dessous du cours alors en vigueur (6,18 euros). À la toute fin de la séquence, EcoR1 a abaissé à deux reprises le cours limite de son ordre pour qu'il reste très inférieur au cours en vigueur. Ces modifications ont été opérées à 17h24 et 17h28 et ont entraîné un décalage de la fourchette de cotation pendant le débouclage du *fixing* de clôture, pour aboutir à un cours de clôture à 5,64 euros.
59. Il résulte de ce qui précède que les ventes réalisées par EcoR1 pendant le débouclage du *fixing* de clôture de chaque séquence ont entraîné des variations à la baisse des cours de clôture de chaque séquence. L'indicateur prévu au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR est dès lors vérifié pour les cinq séquences identifiées par les enquêteurs et retenues par les notifications de griefs.

1.4.2 Sur l'appréciation de la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel

60. Le seul fait que l'existence d'un ou plusieurs indicateurs d'une manipulation de cours soit vérifiée ne suffit pas à établir qu'une telle manipulation a bien été mise en œuvre. Le manquement prévu au ii) du point a du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR est caractérisé notamment lorsque les ordres litigieux ne manifestent pas, de la part de leur auteur, un réel intérêt vendeur ou acheteur mais ont pour objectif d'augmenter ou de diminuer la valeur d'un titre. Il convient donc d'examiner si tel a été le cas en l'espèce.
61. S'agissant, en premier lieu, des interventions d'EcoR1 pendant les cinq séquences examinées, les notifications de griefs exposent que cinq ordres émis par elle au cours des cinq séquences ont donné lieu à des ventes qui ont eu pour effet la baisse du cours du titre.
62. EcoR1 a émis un ordre par séquence examinée. Chacun de ces ordres comprenait, d'une part, un nombre de titres à céder supérieur au volume quotidien moyen échangé sur le marché concerné et, d'autre part, un cours limite très en dessous du cours en vigueur au moment de l'émission de l'ordre.
63. La combinaison de ces deux caractéristiques conférerait à chacun de ces ordres la possibilité, d'une part, d'épuiser les meilleures limites à l'achat existantes dans le carnet d'ordres (ventes agressives) et, d'autre part, afin de trouver d'autres contreparties pour solder la quantité restante de l'ordre, de décaler la fourchette de cotation vers le bas. Le cours limite étant libellé à un prix très inférieur au cours en vigueur au moment de l'émission des ordres, chacun de ceux-ci bénéficiait d'une durée de vie importante et pouvait décaler la fourchette de cotation vers le bas jusqu'à ce que le cours en vigueur franchisse à la baisse le cours limite.
64. Concernant la séquence 1, EcoR1 a émis un ordre relatif à 300 000 titres à céder sur un marché dont le volume journalier moyen était, entre le 1^{er} et le 9 octobre 2019, de 254 142 titres échangés et un cours limité de 6,40 euros, en dessous du cours qui se situait à 6,525 euros à ce moment, en fin de séance, à 16h28, de sorte que, à la clôture du marché vers 17h30, la quantité de titres concernée par l'ordre n'était pas épuisée et le cours limite n'avait pas été franchi à la baisse, malgré une baisse enregistrée entre le début de l'exécution de l'ordre et la clôture. Cet ordre pouvait donc avoir un impact lors du débouclage du *fixing* de clôture.

65. Concernant la séquence 2, EcoR1 a émis un ordre de vente la veille après bourse relatif à 500 000 titres, sur un marché dont le volume journalier moyen était, entre le 1^{er} et le 10 octobre 2019, de 252 584 titres échangés et un cours limité à 6,15 euros, en dessous du cours qui se situait à ce moment à 6,41 euros. Le cours limite libellé dans cet ordre a été franchi à la baisse en cours de séance. Il est relevé que, à 16h23, juste avant que le cours en vigueur ne franchisse le cours limite à la baisse, EcoR1 a abaissé le cours limite, de sorte que l'ordre en cause pouvait, continuer, d'une part, à être exécuté et, d'autre part, décaler la fourchette de cotation vers le bas jusqu'à la clôture et pouvait donc avoir un impact lors du débouclage du *fixing* de clôture.
66. Concernant la séquence 3, EcoR1 a émis un ordre de vente relatif à 300 000 titres, sur un marché dont le volume journalier moyen était, entre le 1^{er} et le 11 octobre 2019, de 274 557 titres échangés et un cours limité à 6 euros, en dessous du cours qui se situait à ce moment à 6,19 euros à 13h50. Malgré une exécution soutenue de l'ordre entre 13h50 et la clôture du marché, la quantité de titres libellée dans l'ordre n'a pas été épuisée et le cours limite n'a pas été franchi à la baisse à la clôture, de sorte que l'ordre pouvait avoir un impact lors du débouclage du *fixing* de clôture.
67. Concernant la séquence 4, EcoR1 a émis un ordre de vente la veille après bourse relatif à 500 000 titres, sur un marché dont le volume journalier moyen était, entre le 1^{er} et le 14 octobre 2019, de 289 605 titres échangés et un cours limité à 5,80 euros, en dessous du cours qui se situait à ce moment à 6 euros. Le cours limite libellé dans cet ordre a été franchi à la baisse en cours de séance. Il est relevé que, à 13h49, juste avant que le cours en vigueur ne franchisse le cours limite à la baisse, EcoR1 a abaissé le cours limite, de sorte que l'ordre en cause pouvait continuer, d'une part, à être exécuter et, d'autre part, à décaler la fourchette de cotation vers le bas jusqu'à la clôture et pouvait donc avoir un impact lors du débouclage du *fixing* de clôture.
68. Concernant la séquence 5, EcoR1 a émis un ordre de vente relatif à 500 000 titres, sur un marché dont le volume journalier moyen était, entre le 1^{er} et le 15 octobre 2019, de 328 148 titres échangés et un cours limité à 5,50 euros, en dessous du cours qui se situait à ce moment à 6,18 euros, à 13h53. À 17h24, quelques minutes avant le *fixing* de clôture, EcoR1 a modifié l'ordre, en abaissant le cours limite à 5,20 euros. À 17h28, EcoR1 a de nouveau modifié l'ordre, en abaissant le cours limite à 5 euros, de sorte que l'ordre en cause pouvait continuer à être exécuté et pouvait avoir un impact lors du débouclage du *fixing* de clôture.
69. Pour toutes ces séquences, les ordres d'EcoR1, qui comprenaient un nombre de titres que le marché n'était pas capable d'absorber pendant la phase de cotation continue de chaque séquence – les contreparties à l'achat, même aux meilleures limites à l'achat, n'étant pas suffisantes –, aboutissaient à ce qu'il reste, au moment de la clôture, une quantité importante de titres à céder. Au surplus, à ce moment de la clôture du marché, pour chaque séquence, le cours limite de l'ordre concerné restait inférieur, voire très inférieur, au cours en vigueur.
70. Ainsi, le carnet d'ordres comprenait une part significative de titres à céder à un cours limite inférieur au dernier cours en vigueur avant la clôture, de sorte que le système était incité à déterminer un prix de clôture bas afin de maximiser le nombre de transactions à réaliser lors du débouclage.
71. Au demeurant, les ventes d'EcoR1 qui ont été exécutées de manière agressive ou pendant le débouclage du *fixing* de clôture ont représenté sur chacune des séquences entre 85,2 et 100 % de toutes les ventes réalisées par elle sur ces séquences, ce qui confirme que les caractéristiques des ordres émis ne pouvaient que privilégier l'exécution de ventes agressives ou pendant le débouclage du *fixing* de clôture par rapport à l'exécution de ventes passives.
72. Il ressort par ailleurs de la comparaison entre le cours observé avant et à la suite de chaque transaction exécutée de manière agressive par EcoR1 que, de façon générale, les interventions de celle-ci sur le titre Innate Pharma ont eu un impact négatif sur le cours lors de chacune des séquences examinées. Cet impact a été mesuré par l'application de la méthodologie du *price impact*, qui prend en compte la différence entre le cours auquel une transaction agressive est exécutée et celui auquel la transaction qui la précède avait été exécutée. En l'espèce, il ressort des éléments du dossier que les ventes d'EcoR1 ont contribué à l'impact négatif sur le cours causé par les ventes de tous les intervenants (*price impact* négatif) à hauteur de 5,15 %, 20,11 %, 18,55 %, 47,82 % et 32,63 % respectivement sur les séquences 1, 2, 3, 4 et 5.
73. La méthodologie du *price impact* est critiquée par les personnes mises en cause en ce qu'elle se fonde sur des données hypothétiques. Cependant, contrairement à ce qu'elles soutiennent, cette méthodologie comparant, ainsi qu'il vient d'être dit, le cours de la dernière transaction exécutée au cours auquel l'ordre agressif en cause est exécuté s'appuie sur des données objectives et réelles. Elle permet ainsi de calculer l'impact des ordres sur le

cours. Le cumul de ces impacts sur une séance de bourse permet d'obtenir le cours de clôture de cette séance, qui peut présenter toutefois une légère différence avec le cours de clôture réellement observé. Ceci s'explique par le fait que la méthodologie du *price impact* comprend un certain degré d'approximation pour déterminer les cours de clôture, résultant de ce que, premièrement, elle est effectuée uniquement sur la période de cotation continue et ne tient pas compte du *fixing* de clôture, qui a pourtant une influence sur le cours de clôture, deuxièmement, elle n'intègre pas les variations pouvant exister entre le cours de clôture d'une journée de bourse et le cours d'ouverture du lendemain et, troisièmement, elle présente une marge d'erreur qui a été annoncée et expliquée par les enquêteurs (si le cumul des *price impact* aboutit à une baisse de cours de 13 %, l'erreur sera de l'ordre de 0,85 %, si ce cumul aboutit à une baisse de cours de 1 %, la marge d'erreur est de l'ordre de 0,005 %). Les cumuls des *price impact* calculés par les enquêteurs sur la période considérée donnent des variations de cours qui entrent toujours dans le degré d'approximation, qui reste faible, annoncé par les enquêteurs. Il s'ensuit que cette méthodologie est pertinente pour mesurer l'impact des interventions d'EcoR1 sur le cours.

74. Le fait, invoqué par les personnes mises en cause, que le cours du titre Innate Pharma était fixé en fonction des transactions de l'ensemble des intervenants sur le marché et non uniquement de celles d'EcoR1 n'exclut pas l'application en l'espèce du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR. En effet, cette disposition concerne les situations dans lesquelles le cours n'est pas le fruit du jeu normal des achats et des ventes effectuées, c'est-à-dire en application d'un intérêt vendeur ou d'un intérêt acheteur, mais celui d'un jeu faussé par les ordres, transactions, ou le comportement d'un intervenant, dont l'intérêt vendeur ou acheteur n'est pas présent. Ces ordres, transactions, ou comportements ne répondant pas à un intérêt vendeur ou acheteur ont pour effet d'altérer les ordres et transactions des autres intervenants, lesquels peuvent, par exemple, être incités à décaler leurs cours limites, entraînant des décalages de fourchette. Le niveau du cours résulte ainsi bien des ordres, transactions, ou du comportement de l'intervenant en cause et l'argumentation des personnes mises en cause doit dès lors être écartée.
75. Il faut néanmoins relever que la méthodologie du *price impact* utilisée par les enquêteurs, si elle permet de mesurer avec une certaine précision l'impact de chaque transaction réalisée par EcoR1 sur le cours, ce dont il est possible de déduire un impact de l'ensemble des transactions réalisées par EcoR1 plus ou moins important sur le cours de clôture, ne permet en revanche pas de révéler avec certitude le niveau auquel le cours de clôture se serait établi en l'absence de toute intervention d'EcoR1 sur le marché du titre Innate Pharma. En effet, en l'absence des interventions d'EcoR1, les ordres émis par les autres intervenants et les stratégies de ceux-ci auraient été différents, sans qu'il soit toutefois possible de connaître les caractéristiques des ordres qui auraient été émis ou les stratégies qui auraient été mises en place. Il en résulte que, comme le soulignent les personnes mises en cause, l'affirmation figurant dans le rapport d'enquête selon laquelle, en l'absence des interventions des personnes mises en cause sur le marché, le cours du titre Innate Pharma aurait augmenté de 38 % au cours des cinq séquences examinées, ne constitue qu'une analyse hypothétique. Une telle analyse ne peut dès lors servir qu'à illustrer l'importance de l'impact des interventions des mis en cause sur le marché et non à démontrer la manière dont le cours aurait évolué si EcoR1 n'avait réalisé aucune transaction.
76. En l'occurrence, la méthodologie du *price impact* et l'analyse hypothétique utilisées par les enquêteurs démontrent que les transactions réalisées par les mis en cause ont eu pour effet de faire baisser les cours de clôture au cours des séquences examinées dans une proportion significative dont se sont d'ailleurs émus la société Innate Pharma ainsi que le marché. En effet, le 18 octobre 2019, un membre du Conseil de surveillance écrivait aux autres dirigeants de la société : « *il s'agit d'une évolution assez étrange du cours de l'action, qui donne quelque peu l'impression d'une « manipulation » effectuée aux dépens des actionnaires existants (pression inhabituelle sur l'action avant la fixation du prix, puis réclamation de la décote totale). Vous en avez probablement déjà discuté avec nos banques : qu'ont-elles fait pour éviter cette situation ?* » (traduction libre du message suivant : « *this is quite a strange share price evolution, giving somewhat a feeling of "manipulation" done at the expense of existing shareholders (unusual pressure on the stock before pricing and then claiming the full discount). Probably, you have already discussed this with our banks: what have they done to prevent this situation ?* »).
77. De même, la directrice financière d'Innate Pharma à l'époque des faits s'interrogeait dans un courriel du 24 octobre 2019, après avoir été informée des volumes cédés par EcoR1 : « *ils ont probablement participé à la baisse du titre non ?* ».
78. Enfin, au cours de la séquence 5 - le 16 octobre 2019 - Innate Pharma a demandé à ses banques conseils des éclairages sur la chute du cours. Une de ces banques conseil lui a répondu le même jour, avant les interventions du *broker* d'EcoR1, BTIG, sur le titre, qui ont commencé après 14 heures : « *J'ai jeté un coup d'œil à l'activité du*

marché des courtiers sur Innate : il y a un petit courtier américain (BTIG) qui a été très actif vendredi/lundi/mardi. Il a échangé respectivement 260k, 180k et 500k d'actions Innate ces jours-là avec une part de marché très élevée (40 %+). Pas une seule action n'a été échangée aujourd'hui par ce courtier et le prix de l'action est en hausse de 9 %. Nous pouvons donc supposer qu'il s'agit d'une source des flux vendeurs. En ce qui concerne les transactions par l'intermédiaire de Citi, nous n'avons pas vu de volumes significatifs de la part de nos clients au cours des derniers jours » (traduction libre du message suivant : « I had a look at broker market activity in Innate : there is a small US broker (BTIG) that has been very active on Friday/ Monday/ Tuesday. They traded respectively 260k, 180k and 500k of Innate shares on those days with very high market share (40%+). Not a single share traded today by this broker and share price is up by 9 %. We can then assume that this was a source of the selling flows. In term of trading through Citi, over the last few days we haven't seen significant volumes from our clients »).

79. Le marché s'est également étonné de la baisse du cours du titre Innate Pharma au cours des cinq séquences, comme l'indiquent les notes du 18 octobre 2019 de l'analyste Bryan Garnier et du 21 octobre 2019 de Oddo BHF. Cette dernière note précisait en particulier : « [...] nous ressortons un peu déçus des modalités octroyées qui pourraient pénaliser le cours quelques temps. [...] Cette opération [d'introduction sur le Nasdaq] a tout de même conduit à pressuriser le cours durant l'intervalle de la levée faisant passer le cours de bourse de 6.9 €, jour de l'annonce, à 5.5 € vendredi soir dernier (-20 %). [...] la décorrélation entre la valeur intrinsèque de la société et sa valeur boursière aujourd'hui est selon nous réelle ».
80. S'agissant, en second lieu, du contexte dans lequel EcoR1 a réalisé les transactions au cours des séquences examinées, il convient de relever que les fonds EcoR1, en tant qu'actionnaires d'Innate Pharma, et EcoR1 en sa qualité de gérant, ont eu connaissance des résolutions n^{os} 28 et 31 de l'assemblée générale d'Innate Pharma du 22 mai 2019 qui indiquaient les principes de fixation du prix de souscription à l'augmentation de capital. Par ailleurs, le marché et EcoR1 pouvaient anticiper, eu égard à la pratique des introductions sur le Nasdaq, à partir du 20 septembre 2019, que le lancement de l'introduction d'Innate Pharma sur le Nasdaq aurait lieu le 7 octobre 2019, avec une fixation du prix de souscription dans les jours qui suivent, dès lors qu'Innate Pharma avait annoncé avoir déposé le document d'enregistrement auprès de la SEC et le document d'enregistrement universel auprès de l'AMF. Enfin, le marché et EcoR1 ont été informés le 7 octobre que l'introduction d'Innate Pharma sur le Nasdaq aurait lieu le 16 octobre 2019 et ils pouvaient en déduire, au vu des informations dont ils disposaient, que les dates des séances de bourse dont les cours de clôture devaient servir à déterminer le prix de souscription, seraient les cinq séances de bourse du 10 au 16 octobre 2019.
81. Il ressort du dossier qu'EcoR1 a commencé à céder des titres Innate Pharma à partir du 30 septembre 2019, qu'elle n'a cédé aucun titre Innate Pharma les 7, 8 et 9 octobre 2019 et a commencé à céder massivement ces titres avec des cours limites bas à partir du 10 octobre 2019 et jusqu'au 16 octobre 2019. Par ailleurs, à la suite de ces cinq jours de bourse du 10 au 16 octobre 2019, EcoR1 a été le plus gros souscripteur d'ADS Innate Pharma sur le Nasdaq. Le prix de souscription dont elle a bénéficié, égal à la moyenne pondérée des cinq cours de clôture des cinq séances de bourse sur Euronext Paris en cause diminuée d'une décote de 14,8 % appliquée par Innate Pharma, lui était favorable dans la mesure où le cours du titre Innate Pharma avait connu une baisse significative sur les cinq séances de bourse en cause. Cette stratégie de vente en cohérence avec les informations dont disposait EcoR1, rappelées au paragraphe précédent, reflète l'intérêt de la société à ce que les cours de clôture des séances de bourse allant du 10 au 16 octobre 2019 sur Euronext Paris soient le plus bas possible, afin de souscrire aux ADS à un prix intéressant.
82. Les personnes mises en cause font valoir que les cessions concernées répondaient à un réel intérêt vendeur. Cependant les arguments qu'ils invoquent à ce sujet (continuer à soutenir le développement d'Innate Pharma, limiter son exposition dans cette société, partager sa participation entre Euronext Paris et le Nasdaq plus proche géographiquement, culturellement et réglementairement) sont contredits par la période à laquelle les cessions ont été réalisées ainsi que leurs modalités, décrites ci-dessus, qui démontrent un objectif poursuivi de baisse des cours du titre Innate Pharma pendant la période de référence.
83. Concernant en particulier le fait qu'EcoR1 souhaitait céder des titres Innate Pharma sur Euronext pour pouvoir acquérir des ADS sans augmenter son exposition au-delà de 10 % de détention du capital d'Innate Pharma, il y a lieu de relever que, au 7 octobre 2019, EcoR1 détenait 3 568 627 titres et a acquis, le 16 octobre 2019, 4 545 454 ADS. EcoR1 aurait ainsi pu, afin de respecter la contrainte d'exposition qu'elle s'était elle-même fixée, céder 261 583 actions entre le 7 et le 16 octobre 2019, c'est-à-dire significativement moins que le nombre d'actions qu'elle a effectivement cédées lors des cinq séquences examinées, s'élevant à 965 550 actions. Or pour céder 261 583 actions entre le 7 et le 16 octobre selon des conditions minimisant le risque de manipulation de cours,

EcoR1 aurait pu céder uniquement les 7, 8 et 9 octobre 2019, c'est-à-dire avant la période pendant laquelle le prix de souscription à l'augmentation du capital d'Innate Pharma devait être calculé, ou encore céder entre le 7 et le 16 octobre des quantités plus faibles par séance et selon des cours limites privilégiant davantage le meilleur prix pouvant être retiré de la vente de chaque action plutôt que l'écoulement de gros volumes à céder. Enfin, la contrainte d'exposition avancée par EcoR1 n'explique aucunement, d'un côté, que celle-ci ait abaissé le cours limite de ses ordres dès que le cours en vigueur s'apprêtait à franchir à la baisse le cours limite initialement libellé dans ses ordres (par exemple le 15 octobre 2019 à 13h49), ou lorsque le cours en vigueur se trouvait encore bien au-dessus du cours limite initialement libellé dans son ordre (par exemple le 16 octobre 2019, à deux reprises à 17h24 et 17h28), ou encore, de l'autre, qu'elle ait insisté le 16 octobre 2020 à 17h11 auprès de son *broker* pour que son ordre de 500 000 titres soit entièrement exécuté, alors que, le 15 octobre à 10 heures, EcoR1 avait déjà écoulé plus de 261 583 actions. En outre, EcoR1 savait, lorsqu'elle a insisté auprès de son *broker* à la toute fin de la séquence 5 pour que son ordre de 500 000 titres soit entièrement exécuté, que le cours de clôture de cette séquence présentant le plus gros volume d'échanges pèserait davantage dans le calcul du prix de souscription aux ADS et que le cours alors en vigueur était le plus bas des cinq jours de bourse servant à calculer le prix de souscription. Un tel comportement répond davantage à l'objectif d'obtention d'une moyenne des cours de clôture pondérée par les volumes la plus basse possible, afin d'obtenir un prix de souscription aux ADS le plus bas possible, que celui de réduire son exposition.

84. Au surplus, lorsque qu'EcoR1 a été en mesure, le 7 octobre, de connaître les dates de séance auxquelles les cours de clôture seraient pris en compte pour calculer le prix de souscription des ADS, elle n'a procédé à aucune cession les 7, 8 et 9 octobre et a attendu le 10 octobre pour commencer à céder massivement, et ce jusqu'au 16 octobre 2019, en émettant des ordres dont les caractéristiques, en termes de volumes et de cours limites, ne pouvaient donner lieu, comme déjà indiqué *supra*, qu'à un grand nombre de ventes agressives, ainsi que de ventes exécutées pendant le débouclage du *fixing* de clôture, susceptibles de décaler la fourchette de cotation vers le bas et de faire baisser les cours de clôture. Les explications fournies par les personnes mises en cause, selon lesquelles ils ne travaillaient pas les 7, 8 et 9 octobre 2019 pour des circonstances personnelles, ne sont ni suffisantes ni plausibles, dans la mesure où il est établi que lors d'autres années elles avaient travaillé et notamment cédé des titres Innate Pharma aux dates correspondant à ces mêmes circonstances. En outre, EcoR1 a, à plusieurs reprises, réajusté à la baisse le cours limite de certains de ses ordres lorsque le cours en vigueur s'apprêtait à franchir à la baisse le cours limite initialement libellé dans ces ordres, un tel réajustement donnant lieu à d'autres ventes agressives sur le reste de la séance en cours et à un grand nombre de ventes exécutées pendant le débouclage de clôture avec un cours limite bien inférieur au dernier cours en vigueur de la phase de cotation continue. Cela a ainsi eu pour effet, comme déjà indiqué, de décaler la fourchette de cotation vers le bas.
85. Il s'ensuit que, contrairement à ce qu'avancent les personnes mises en cause, EcoR1 ne s'est pas comportée comme un investisseur agissant sur le long terme mais bien comme un investisseur de circonstance et à court terme.
86. Concernant la circonstance selon laquelle EcoR1 transmettait ses instructions à un *broker*, BTIG, qui avait selon les personnes mises en cause toute latitude pour passer les ordres sur le marché, il convient de relever que les instructions transmises au *broker* étaient précises, en ce qu'elles comprenaient une quantité très importante de titres à écouler au cours de la séance et un cours limite. De plus, comme indiqué ci-dessus, EcoR1 modifiait auprès de son *broker* le cours limite initialement libellé dans ses ordres lorsque le cours en vigueur s'apprêtait à le franchir à la baisse (séquences 2 et 4) ou, à quelques minutes de la clôture, alors même que le cours en vigueur ne menaçait pas de le franchir à la baisse (séquence 5). Il s'ensuit que BTIG n'avait pas toute latitude pour exécuter les ordres d'EcoR1 et ne faisait que mettre en œuvre les instructions précises de cette dernière.
87. Il est enfin rappelé que le manquement de manipulation de cours est objectif, et ne nécessite pas d'établir que l'auteur des interventions sur le titre en cause avait une intention manipulateur.
88. Il résulte de l'ensemble de ce qui précède que la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel au sens du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR est caractérisée pour les cinq séquences examinées des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019.
89. Une manipulation de cours au sens du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR peut bénéficier d'une exemption prévue au quatrième alinéa du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du même règlement, si les opérations s'expliquent par des raisons légitimes et si elles sont conformes aux « *pratiques de marché admises* » sur le marché réglementé concerné, telles qu'établies conformément à l'article 13 du même

règlement. Cependant, les opérations en cause ne sont pas réalisées dans le cadre de contrats de liquidité sur actions qui constituent, depuis le 3 juillet 2016, l'unique pratique de marché admise en France, ce qui suffit à exclure que ces opérations puissent bénéficier de l'exemption prévue au quatrième alinéa du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR.

90. Il s'ensuit que les transactions réalisées par les personnes mises en cause au cours des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 constituent une manipulation de cours par fixation du cours à un niveau à un niveau anormal ou artificiel, au sens du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 du règlement MAR, sans qu'une telle manipulation ne puisse bénéficier de l'exemption prévue au point a) du paragraphe 1 de l'article 12.

2. Sur la manipulation de cours par position dominante sur l'offre du titre Innate Pharma

2.1 Notifications de griefs

91. Les notifications de griefs reprochent à EcoR1 de s'être assurée une position dominante au cours des cinq séances examinées, ayant pour effet de fixer les cours de clôture du titre Innate Pharma. Elles relèvent à cet égard que les transactions réalisées ont représenté, sur les cinq séquences examinées, une part importante du total des ventes réalisées, une part importante du total des ventes agressives réalisées, ainsi qu'une part importante du total des ventes exécutées pendant le débouclage du *fixing* de clôture.
92. Selon les notifications de griefs, la position dominante d'EcoR1 a eu pour effet réel ou potentiel de fixer directement les prix de vente du titre Innate Pharma au cours des cinq séquences examinées, ce qui est, selon elles, confirmé par l'analyse du *price impact* généré par les transactions réalisées.
93. Les notifications de griefs en concluent que les transactions réalisées au cours des cinq séquences examinées ont constitué une manipulation de cours au sens du point a) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR.

2.2 Observations des personnes mises en cause

94. Les personnes mises en cause réitèrent leurs critiques déjà exposées concernant les indicateurs relatifs à la proportion des transactions quotidiennes représentées par les ventes d'EcoR1 et à la quantité de transactions de celle-ci exécutées pendant le *fixing* de clôture, sur lesquels repose la démonstration du manquement par la poursuite. Elles contestent la pertinence d'un troisième indicateur utilisé et relatif à la part occupée par leurs ventes parmi le total des ventes agressives en ce qu'il ne figurerait pas dans le règlement MAR.
95. Dans leurs observations en réponse au rapport du rapporteur, les personnes mises en cause soutiennent qu'EcoR1 ne détenait pas, sur aucune des séquences examinées, de position dominante, étant donné que, premièrement, pour les séquences 1 et 3, elle n'était pas le premier intervenant et que ses ventes ont représenté moins de la moitié du total des transactions, deuxièmement, pour les séquences 2 et 5, elle était le premier intervenant mais ses ventes ont représenté moins de la moitié du total des transactions et, troisièmement, pour la séquence 4, si elle était le premier intervenant et ses ventes ont représenté plus de la moitié du total des transactions, ces seuls critères ne permettent pas de caractériser une position dominante. En outre, selon les personnes mises en cause, le poids représenté par EcoR1 dans les ventes agressives et les ventes réalisées pendant le *fixing* de clôture ne peut servir à caractériser une position dominante.
96. Concernant enfin la méthodologie du *price impact*, utilisée par la poursuite, les personnes mises en cause concluent à l'absence de pertinence et au caractère erroné d'une telle méthodologie pour les mêmes raisons que celles qui ont déjà été présentées au titre du grief précédent. Dans leurs observations en réponse au rapport du rapporteur, elles soutiennent que, comme l'indique le rapport du rapporteur de la commission, le lien entre la position dominante et la fixation des prix n'est pas démontré.

2.3 Textes applicables

97. Les faits reprochés aux personnes mises en cause se sont déroulés du 10 au 16 octobre 2019 et seront examinés au regard des textes alors en vigueur.

98. Le point a) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Les comportements suivants sont, entre autres, considérés comme des manipulations de marché : / (a) le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, de contrats au comptant sur matières premières qui lui sont liés ou de produits mis aux enchères basés sur des quotas d'émission, avec pour effet, réel ou potentiel, la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création, réelle ou potentielle, d'autres conditions de transaction inéquitable ; [...]* ».
99. L'article 15 du règlement MAR, déjà reproduit ci-dessus, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».

2.4 Examen du grief

2.4.1 Sur l'existence d'une position dominante lors des cinq séquences du 10 au 16 octobre

100. Les transactions réalisées par EcoR1 au cours des cinq séquences examinées ont représenté des proportions importantes, entre 18,75 % et 50,28 %, des transactions réalisées par l'ensemble des intervenants. S'il peut être considéré que EcoR1 détenaient une position dominante sur l'offre du titre Innate Pharma lors de la séquence 4 en ce que ses transactions ont représenté plus de 50 % du total des transactions sur cette séquence, il ne saurait être conclu qu'elle détenait une telle position lors des autres séquences pendant lesquelles ses transactions ont représenté moins de 50 % du total des transactions, sans examiner les parts de transactions détenues par les autres intervenants.
101. À cet égard, selon les données fournies par Euronext Paris présentes au dossier, les transactions réalisées par EcoR1 au cours de la séquence 2 ont représenté 38,54 % des transactions réalisées, soit la proportion la plus importante, devant le deuxième intervenant représentant 11,86 % des transactions. Lors de la séquence 5, les transactions réalisées par EcoR1 ont représenté 30,32 % des transactions réalisées, soit la proportion la plus importante, les transactions du deuxième intervenant représentant 9,52 % des transactions réalisées.
102. Concernant la séquence 1, un autre intervenant qu'EcoR1 a réalisé le nombre le plus significatif de transactions. Toutefois, il convient de noter que cet intervenant est un intermédiaire, qui a pu agir pour le compte de plusieurs de ses clients, de sorte que le nombre de transactions réalisées par lui pourrait être partagé entre plusieurs intervenants différents. Le nombre et l'identité des clients de cet intermédiaire n'est pas connu. Au total, si, pour cette séquence, EcoR1 a réalisé une part significative des ventes, il n'est pas connu si c'est elle qui en a réalisé la part la plus importante, de sorte qu'il convient d'examiner les autres éléments du dossier pour conclure à l'existence ou non d'une position dominante d'EcoR1.
103. Sur ce point, il est constaté que l'ordre émis par EcoR1 pendant la séquence 1 comprenait une quantité de titres à céder (300 000) supérieure à la liquidité journalière moyenne du titre Innate Pharma (qui était, entre le 1^{er} et le 9 octobre 2019, de 254 142 titres échangés, comme indiqué au point 64 ci-dessus), ainsi qu'un cours limite situé à un niveau très inférieur au cours alors en vigueur au moment de l'émission de l'ordre. Ces deux caractéristiques, relatives à la quantité de titres à céder et au cours limite, permettaient de trouver des contreparties situées aux meilleures limites à l'achat, donnant lieu à l'exécution de ventes d'un nombre important de titres au cours de la séance, y compris de manière agressive, ainsi que pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture, le marché n'étant pas en capacité d'exécuter entièrement les quantités importantes libellées dans l'ordre au cours de la phase de cotation continue. Au demeurant, cet ordre émis par EcoR1 le 10 octobre 2019 a entraîné la cession de 45 303 titres, dont 27 846 l'ont été de manière agressive, représentant 32,32 % du total des ventes aux meilleures limites à l'achat, au cours de la phase de cotation continue, faisant d'EcoR1 l'acteur le plus important de la séquence en termes de ventes agressives et un des acteurs les plus importants en termes de ventes lors du débouclage du *fixing* de clôture.
104. Il en résulte qu'EcoR1 a été le vendeur en première position aux meilleures limites à l'achat et figure parmi les deux vendeurs les plus importants de titres pendant la phase de cotation continue ou pendant celle du *fixing* de clôture. Si les personnes mises en cause allèguent que les ventes agressives ou les ventes pendant le *fixing* de clôture ne peuvent pas être prises en compte pour vérifier l'existence d'une position dominante, elles n'en expliquent toutefois pas les raisons, de sorte qu'un tel argument ne peut qu'être écarté. Dès lors, EcoR1 a détenu une position dominante sur l'offre du titre Innate Pharma lors de la séquence 1.

105. Concernant la séquence 3, EcoR1 a réalisé, à égalité avec un autre intervenant, la part la plus importante des ventes totales effectuées lors de cette séquence, l'intervenant le plus actif qui suit représentant une part bien inférieure. Il convient d'examiner les autres éléments du dossier pour conclure à l'existence ou non d'une position dominante d'EcoR1.
106. À cet égard, il est relevé que l'ordre émis par EcoR1 lors de la séquence 3 comprenait une quantité de titres à céder (300 000 titres) supérieure à la liquidité journalière moyenne du titre Innate Pharma (qui était, entre le 1^{er} et le 11 octobre 2019, de 274 557 titres échangés, comme indiqué au point 66 ci-dessus), ainsi qu'un cours limite très inférieur au cours en vigueur au moment de l'émission de l'ordre. Comme déjà indiqué précédemment, de telles caractéristiques permettaient de trouver des contreparties situées aux meilleures limites à l'achat donnant lieu à l'exécution d'un nombre important de ventes de titres au cours de la séance, y compris de manière agressive, ainsi que pendant le débouclage lors du *fixing* de clôture, le marché n'étant pas en capacité d'exécuter entièrement les quantités importantes libellées dans l'ordre au cours de la phase de cotation continue. Au demeurant, cet ordre émis par EcoR1 le 14 octobre 2019 a entraîné la cession d'un nombre significatif de titres, dont une grande part l'a été de manière agressive, au cours de la phase de cotation continue, faisant d'EcoR1 l'acteur le plus important de la séquence en termes de ventes agressives, à égalité avec un autre intervenant, et un des acteurs les plus importants en termes de ventes lors du débouclage du *fixing* de clôture.
107. Il s'ensuit qu'EcoR1 a été le vendeur en première position aux meilleures limites à l'achat et que les titres échangés par elle ont représenté une proportion considérable du total des échanges sur ces titres que ce soit pendant la phase de cotation continue ou pendant celle du *fixing* de clôture. Dès lors, EcoR1 a détenu une position dominante sur l'offre du titre Innate Pharma lors de la séquence 3.
108. Enfin, il convient de relever qu'il résulte des éléments du dossier que, sur un total des ventes de 3 047 564 titres lors des cinq séquences, EcoR1 en a cédé 965 550, soit 31,68 %, XTX Markets Limited en a cédé 312 336, soit 10,25 %, Goldman Sachs International en a cédé 250 214, soit 8,21 %, et Citadel Securities en a cédé 215 598, soit 7,07 % du total, le reste des ventes provenant d'autres cédants de moindre importance. Il s'en déduit qu'EcoR1 a, de ce point de vue aussi, été le cédant le plus important.
109. Il résulte de l'ensemble des éléments qui précèdent que la position dominante d'EcoR1 est vérifiée sur l'offre du titre Innate Pharma concernant chacune des séquences 1, 2, 3, 4 et 5.

2.4.2 Sur l'effet de la position dominante sur le cours du titre ou la création d'autres conditions de transaction inéquitable

110. Pour retenir que la position dominante d'EcoR1 a eu pour effet réel ou à tout le moins potentiel de fixer directement les prix de vente du titre Innate Pharma, les notifications de griefs indiquent que les ventes d'EcoR1 ont contribué au *price impact* négatif pour environ 31 % sur l'ensemble des séquences.
111. La manipulation de cours visée par le point a) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR consiste, pour une personne, « de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier [...] avec pour effet, réel ou potentiel, la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création, réelle ou potentielle, d'autres conditions de transactions inéquitables » et exige ainsi d'établir un lien entre la position dominante et l'effet sur les prix ou les conditions de transactions inéquitables.
112. Or les notifications de griefs n'expliquent pas le lien entre la position dominante d'EcoR1 et les effets tirés de cette position sur les prix ou les conditions de transactions inéquitables et il n'est pas démontré que la position dominante aurait permis par elle-même à EcoR1 de faire baisser le cours du titre de sorte que le grief de manipulation de cours par position dominante n'est pas caractérisé en l'espèce.

3. Sur la manipulation de cours résultant de la vente de titres au moment de la clôture du marché avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs

3.1 Notifications de griefs

113. Les notifications de griefs exposent qu'au cours des cinq séquences, EcoR1 a réalisé des ventes représentant en moyenne 31,91 % des volumes négociés pendant le débouclage du *fixing* de clôture sur Euronext Paris. Elles

ajoutent que les ventes d'EcoR1 ont contribué à près de 31 % du *price impact* négatif causé par toutes les ventes du marché sur Euronext en moyenne pendant la période de référence.

114. Les notifications de griefs indiquent en particulier que les ventes réalisées pendant le débouclage du *fixing* de clôture sur les cinq séquences ont eu pour effet, réel ou potentiel, d'induire en erreur tous les investisseurs qui agissent en se fondant sur les cours affichés durant la période de référence, dont notamment les futurs souscripteurs aux ADS sur le Nasdaq, le prix de l'offre résultant de la moyenne pondérée des cours de clôture du titre au cours de la période de référence. Dès lors, selon les notifications de griefs, les ventes réalisées pendant le débouclage lors des cinq séquences ont constitué une manipulation de cours au sens de l'article 12.2, b) du règlement MAR.

3.2 Observations des personnes mises en cause

115. Les personnes mises en cause soutiennent que les conditions de l'indicateur mentionné au g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR, selon lequel les ventes doivent avoir eu lieu « *au moment précis* » où sont calculés les cours de référence, ou « *aux alentours de ce moment* » ne sont pas satisfaites. Elles indiquent à cet égard que les ordres émis par EcoR1 à 16h28, 16h23 ou encore 13h13 ne l'ont pas été « *au moment précis* » ou « *aux alentours* » du moment de la clôture, qui a lieu après 17h30. Elles font valoir concernant plus particulièrement les ordres émis lors de la séquence 5 à 17h24 et 17h28 que ceux-ci n'ont pas été passés « *aux alentours* » de la clôture, celle-ci étant intervenue à 17h35 et 25 secondes.
116. Dans leurs observations en réponse au rapport du rapporteur, les personnes mises en cause affirment que le *broker* BTIG n'a jamais passé un ordre qui aurait concerné le nombre total d'actions à céder dans l'instruction transmise par EcoR1, de sorte que, contrairement à ce qu'affirme le rapport, les ventes réalisées pendant le *fixing* ne sont pas des résidus d'un ordre comprenant un grand nombre de titres et qui n'aurait pas pu être totalement exécuté au cours de la période de cotation continue. Seul le *broker* BTIG décidait, selon elles, de placer et d'exécuter certaines des instructions d'EcoR1 lors du *fixing* de clôture. Par ailleurs, les personnes mises en cause soulignent que le volume exécuté pendant le *fixing* de clôture est resté très faible par rapport au volume exécuté pendant la période de cotation continue.
117. Elles soutiennent encore que la méthodologie du *price impact* utilisée par la poursuite n'est pas pertinente, pour les mêmes raisons que celles développées dans leurs observations sur le premier grief.
118. Enfin, les personnes mises en cause soutiennent que, s'agissant du lien entre les ventes réalisées à la clôture et l'erreur dans laquelle auraient été induits les autres investisseurs, la réaction des autres investisseurs aux ventes exécutées par EcoR1 n'a pas été examinée ni démontrée.

3.3 Textes applicables

119. Les faits reprochés aux personnes mises en cause se sont déroulés du 10 au 16 octobre 2019 et seront examinés au regard des textes alors en vigueur.
120. Le point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Les comportements suivants sont, entre autres, considérés comme des manipulations de marché : / [...] / b) le fait d'acheter ou de vendre des instruments financiers, au moment de l'ouverture ou de la clôture du marché, avec pour effet, réel ou potentiel, d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours affichés, y compris lors de l'ouverture ou de la clôture ; [...]* ».
121. L'article 15 du règlement MAR, déjà reproduit *supra*, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».

3.4 Examen du grief

122. À titre liminaire, il y a lieu de constater que les notifications de griefs ne font pas référence aux indicateurs mentionnés aux a) et g) de la partie A de l'annexe I du règlement MAR, pour démontrer la manipulation de cours sur le fondement du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, de sorte que, les arguments des

personnes mises en cause relatifs à l'utilisation erronée d'indicateurs de l'annexe I du règlement MAR par la poursuite aux fins de caractériser le présent grief ne peuvent qu'être écartés.

3.4.1 Sur l'existence de ventes à la clôture du marché

123. Les ordres émis par EcoR1 comprenaient des caractéristiques, en termes de volumes et de cours limites, susceptibles de donner lieu à l'exécution d'un nombre significatif de ventes lors du débouclage du *fixing* de clôture lors des cinq séquences examinées et ont effectivement représenté, respectivement sur chaque séquence, 29,76 %, 20,44 %, 25,21 %, 61,86 % et 27,16 % des volumes totaux échangés lors du débouclage du *fixing* de clôture. De telles proportions font d'EcoR1 l'intervenant le plus important ou le deuxième plus important, selon les séquences, en termes de ventes pendant le *fixing* de clôture comme exposé au point 51 ci-dessus.
124. L'argument selon lequel le *broker* d'EcoR1 passait les ordres sur le marché pour le compte d'EcoR1 et décidait seul de réaliser des ventes au moment de la clôture ne saurait exonérer EcoR1 de sa responsabilité pour les raisons déjà exposées précédemment au point 86. En particulier, il est rappelé qu'EcoR1 ne pouvait qu'anticiper, comme indiqué aux points 83 et 84 ci-dessus, qu'une telle quantité demandée au *broker* ne pouvait pas être liquidée totalement lors de la période de cotation continue et qu'une partie se retrouverait dans le carnet lors du *fixing* de clôture. Elle ne pouvait qu'anticiper aussi que le fait de demander au *broker* d'abaisser le cours limite de ses ordres permettrait auxdits ordres de conserver un cours limite très inférieur au dernier cours en vigueur avant le *fixing* de clôture et de leur donner un poids plus important dans le calcul du prix de clôture lors du débouclage de clôture.
125. Il en résulte que la première composante de la manipulation de cours visée par le point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR et relative à l'existence de ventes à la clôture du marché est vérifiée.

3.4.2 Sur l'effet réel ou potentiel des ventes à la clôture du marché

126. EcoR1 a émis des ordres lors des cinq séquences examinées qui comprenaient, d'une part, un cours limite permettant d'exécuter les ventes aux meilleures limites à l'achat (toujours en-dessous voire très en-dessous du cours en vigueur, y compris du dernier cours de la période de cotation continue) et, d'autre part, un nombre très important de titres à céder – supérieur voire très supérieur à la quantité journalière absorbée par le marché à cette époque (entre 300 000 et 500 000 titres par ordres, comme indiqué aux points 64 à 68 ci-dessus, alors que le marché absorbait en moyenne, entre le 1^{er} septembre et le 9 octobre 2019, 223 347 titres échangés par jour). Il résulte de telles caractéristiques que l'exécution de ces ordres ne pouvait donner lieu qu'à, d'une part, un grand nombre de ventes agressives lors de la phase de cotation continue et, d'autre part, étant donné que le nombre de titres concernés était supérieur voire très supérieur à ce que pouvait absorber le marché, qu'à l'inscription en fin de séance d'un grand nombre de titres à céder pendant le *fixing* de clôture. En outre, le cours limite de chaque ordre demeurait inférieur, voire très inférieur, au dernier cours en vigueur de la période de cotation continue, notamment, à quatre reprises, grâce à des modifications à la baisse du cours limite par EcoR1 en cours de séance.
127. Ainsi, les opérations aux alentours du *fixing*, qui au surplus présentaient un caractère à la fois massif et répétitif, ont pu inciter les autres intervenants, pendant la phase d'accumulation, soit à renoncer à l'exécution de leurs ordres pendant le débouclage du *fixing* de clôture, soit à abaisser le cours limite afin de s'assurer l'exécution de leurs ordres de vente, ou à tout le moins d'une partie de ceux-ci, à des conditions financières dégradées, pendant le débouclage du *fixing* de clôture. En outre, les investisseurs ont pu être induits en erreur lorsqu'ils définissaient leur stratégie sur la base d'un cours de clôture lors de la séance qui suivait. Les ventes à la clôture du marché d'EcoR1 ont ainsi eu pour effet, à tout le moins potentiel, d'induire les autres investisseurs en erreur. L'argument des personnes mises en cause selon lequel la réaction des autres investisseurs face aux ventes d'EcoR1 n'aurait pas été démontrée est inopérant dès lors qu'il suffit que la manipulation en cause puisse avoir pour effet potentiel d'induire les autres investisseurs en erreur, ce qui a été le cas en l'espèce.
128. Le grief tiré d'une manipulation de cours résultant de la vente de titres au moment de la clôture du marché, en violation du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, est ainsi caractérisé pour l'ensemble des séquences.

4. Sur la caractérisation du manquement de manipulation de cours à l'égard des personnes mises en cause

4.1 Notifications de griefs

129. Les notifications de griefs adressées à EcoR1 et à M. Nodelman indiquent que les ordres litigieux ont été réalisés pour le compte des fonds EcoR1, les fonds Capital Fund LP et EcoR1 Capital Fund Qualified LP, par la société EcoR1 qui en assure la gestion. Elles précisent que M. Nodelman, en sa qualité de préposé d'EcoR1 et de gérant des fonds a pris les décisions de céder les titres et a passé les ordres. Elles considèrent que M. Nodelman a concouru activement à la réalisation des ventes et que les dispositions de l'article 12 du règlement MAR s'appliquent aux préposés des personnes morales de sorte que le manquement peut être imputé à EcoR1 et à M. Nodelman.

4.2 Observations des personnes mises en cause

130. Les personnes mises en cause, sans formuler d'observations quant aux principes d'imputabilité des pratiques, ont néanmoins fait valoir qu'EcoR1 a transmis ses ordres *via* son *broker* BTIG qui avait toute latitude quant à leur exécution.

4.3 Textes applicables

131. Les faits reprochés aux personnes mises en cause se sont déroulés du 10 au 16 octobre 2019 et seront examinés au regard des textes alors en vigueur.
132. L'article 15 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché* ».
133. Le point 13) du paragraphe 1 de l'article 3 de ce même règlement, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, précise que le terme « *personne* » désigne « *toute personne physique ou morale* ».
134. Le paragraphe 4 de l'article 12 du règlement MAR, entré en application le 3 juillet 2016, non modifié depuis, dispose : « *Lorsque la personne visée dans le présent article est une personne morale, le présent article s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui prennent part à la décision de mener des activités pour le compte de la personne morale concernée* ».

4.4 Examen du grief

135. Les transactions réalisées au cours des cinq séquences examinées constituent un manquement de manipulation de cours au sens des dispositions du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12 et du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR.
136. Les ordres litigieux ont été passés par M. Nodelman pour le compte de la société EcoR1, qui elle-même agit pour le compte des deux fonds EcoR1 (EcoR1 Capital Fund LP et EcoR1 Capital Fund Qualified LP).
137. EcoR1 est le gérant (« *general partner* ») des deux fonds d'investissement concernés. Aux termes des deux « *Agreements of Limited Partnership* » conclus entre EcoR1 et chacun de ceux-ci, EcoR1 dispose de l'autorité pleine, exclusive et entière pour gérer et contrôler leurs activités et prend toutes les décisions qui les concernent. Les pouvoirs d'EcoR1 comprennent notamment l'utilisation du capital et des recettes des deux fonds pour la poursuite de ses activités et l'achat, la détention ou la vente, l'emprunt ou la négociation de toute manière des titres détenus par ceux-ci.
138. Ainsi qu'il a déjà été dit précédemment, la circonstance selon laquelle EcoR1 transmettait ses instructions à son *broker* chargé de passer les ordres sur le marché ne saurait remettre en cause sa responsabilité, dès lors que celle-ci transmettait des instructions précises à son *broker* qui, comme indiqué aux points 86 et 124 ci-dessus, ne disposait pas d'autonomie pour passer les ordres.

139. Par conséquent, le manquement de manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel, au sens du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12, et par la vente de titres au moment de la clôture du marché avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs, au sens du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, est caractérisé à l'égard d'EcoR1.
140. S'agissant de M. Nodelman, il résulte du « *Statement of information* » émis par l'administration américaine que celui-ci est gérant et représentant légal d'EcoR1. Il a pris les décisions de céder les titres Innate Pharma pendant la période de référence et a passé lui-même les ordres litigieux pendant les cinq séquences examinées auprès de son *broker*.
141. Par conséquent, le manquement de manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel, au sens du ii) du point a) du paragraphe 1 de l'article 12, et par la vente de titres au moment de la clôture du marché avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs, au sens du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 du règlement MAR, est caractérisé à l'égard de M. Nodelman, qui a pris part à la décision de mener des activités pour le compte de la personne morale concernée, sur le fondement du paragraphe 4 de l'article 12 du règlement MAR.

II. Sur les manquements déclaratifs

1. Notification de griefs adressée à EcoR1

142. La notification de griefs reproche à EcoR1 d'avoir, en sa qualité de société de gestion agissant pour le compte des fonds EcoR1 manqué à deux reprises, en janvier et octobre 2019, à son obligation de déclaration de franchissements de seuils prévue aux articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF.
143. Elle expose que le 7 janvier 2019, à la suite de l'acquisition de titres, les fonds EcoR1 ont franchi à la hausse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote d'Innate Pharma et auraient dû déclarer un tel franchissement à l'AMF au plus tard le 11 janvier 2019, ce qu'ils n'ont pas fait. Elle ajoute que le 11 octobre 2019, à la suite d'une cession de titres, les fonds EcoR1 ont franchi à la baisse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote et auraient dû déclarer un tel franchissement à l'AMF au plus tard le 17 octobre 2019, ce qu'ils n'ont pas fait.
144. Concernant le franchissement à la baisse du 11 octobre 2019, la notification de griefs ajoute que l'absence de déclaration à l'AMF est d'autant plus grave qu'elle a eu lieu durant la période au cours de laquelle il est reproché à EcoR1 d'avoir manipulé le cours d'Innate Pharma.

2. Observations d'EcoR1

145. La société EcoR1 reconnaît avoir franchi à la hausse, puis à la baisse, le seuil de 5 % du capital et des droits de vote, sans avoir procédé aux déclarations dans les délais à l'AMF. Elle conteste toutefois que la déclaration du franchissement de seuil à la baisse aurait dû intervenir pendant la période durant laquelle il lui est reproché d'avoir manipulé le cours d'Innate Pharma puisque cette période s'est terminée le 16 octobre 2019, soit avant la fin du délai imparti qui a couru jusqu'au 17 octobre 2019. La société conteste donc le caractère de particulière gravité qu'entend attacher la poursuite à cette absence de déclaration.
146. Par ailleurs, EcoR1 rappelle que le dernier franchissement de seuil à la hausse, du 28 octobre 2019, avait quant à lui bien été déclaré et indique avoir pris des mesures afin que des dysfonctionnements de ce type ne se reproduisent plus.

3. Textes applicables

147. Les faits reprochés se sont déroulés entre le 7 janvier et le 16 octobre 2019 et seront examinés au regard des textes alors applicables.
148. L'article L. 233-7 du code de commerce, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016, non modifiée sur ces points depuis, dispose : « *I. - Lorsque les actions d'une société ayant son siège sur le territoire de la République sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier, toute personne*

physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'État, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède. [...] / VII.- Lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, la personne tenue à l'information prévue au I est tenue de déclarer, à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote, les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir. / Cette personne précise dans sa déclaration : / a) Les modes de financement de l'acquisition ; / b) Si elle agit seule ou de concert ; / c) Si elle envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre et d'acquérir ou non le contrôle de la société ; / [...] ».

149. L'article 223-14 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur depuis le 5 décembre 2015, dispose : « I. - Les personnes tenues à l'information mentionnée au I de l'article L. 233-7 du code de commerce déposent leur déclaration auprès de l'AMF, avant la clôture des négociations, au plus tard le quatrième jour de négociation suivant le franchissement du seuil de participation ».

4. Examen du grief

150. Le 7 janvier 2019, les fonds EcoR1 ont acquis 1 482 583 titres Innate Pharma. À la suite de ces acquisitions, leur participation est passée de 3,61 à 5,93 % du capital et des droits de vote d'Innate Pharma, de sorte qu'ils ont franchi à la hausse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote.
151. Le 11 octobre 2019, les fonds EcoR1 ont cédé 327 688 titres Innate Pharma. À la suite de ces cessions, leur participation est passée de 5,45 % à 4,94 % du capital et des droits de vote d'Innate Pharma, de sorte qu'ils ont franchi à la baisse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote.
152. Ces franchissements de seuil auraient dû être déclarés à l'AMF dans un délai de quatre jours de négociation, soit au plus tard le 7 janvier 2019 concernant le premier franchissement et le 17 octobre 2019 concernant le second. Or ces franchissements n'ont pas été déclarés dans les délais impartis, ce qui résultait, notamment, d'un système défaillant de contrôle interne. La gravité de cette omission est renforcée par le fait que les cessions du 11 octobre 2019 ont été réalisées pendant la période de référence et que si, comme l'indique la société EcoR1, le marché a été informé du dernier franchissement de seuil à la hausse, du 28 octobre 2019, il n'avait préalablement pas été informé ni du franchissement de seuil à la hausse du 7 janvier 2019, ni de celui à la baisse du 11 octobre précédent et ne disposait donc d'aucun élément lui permettant d'interpréter ce dernier franchissement de seuil.
153. En conséquence, et dans la mesure où, comme déjà indiqué ci-dessus, EcoR1, société de gestion des fonds EcoR1, dispose de l'autorité pleine, exclusive et entière pour gérer et contrôler leurs activités et prend toutes les décisions qui les concernent, les manquements tirés de la méconnaissance des dispositions des articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF, en janvier puis en octobre 2019, sont caractérisés à l'égard d'EcoR1.

SANCTIONS ET PUBLICATION

I. Sur les sanctions

154. Les faits reprochés se sont déroulés entre le 7 janvier et le 16 octobre 2019.
155. Le II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 3 janvier 2018 au 23 octobre 2019, non modifié depuis dans un sens moins sévère sur ces points, dispose : « 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'initiés 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 ; [...] 4° ou s'est livrée à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du II de l'article L. 621-14, [...] / dès lors que ces actes concernent : [...] / - un instrument financier

[...], négociés sur une plate-forme de négociation située sur le territoire français ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur une telle plate-forme de négociation a été présentée [...] ».

156. Le II de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016, fait référence aux « manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées mentionnées aux c et d du II de l'article L. 621-15, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés ou à tout autre manquement aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme prévues aux chapitres I et II du titre VI du livre V du présent code ».
157. Les obligations prévues par les dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce et de l'article 223-14 du règlement général de l'AMF répondent à un impératif de transparence. Tout manquement à ces obligations est de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés.
158. Aux termes du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans les mêmes versions, non modifié depuis dans un sens moins sévère sur ces points : « 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 g du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public [...] ».
159. Ainsi, chaque personne mise en cause encourt une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 100 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés.
160. Le III *ter* de ce même article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur depuis le 11 décembre 2016, définit comme suit les critères à prendre en compte pour déterminer la sanction : « Dans la mise en œuvre des sanctions [...], 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 ».

1. Sur la durée et la gravité des manquements

161. Le manquement de manipulation de cours, qui a eu lieu entre le 10 et le 16 octobre 2019, a eu pour effet de fausser le fonctionnement régulier du marché et de porter ainsi atteinte à la confiance des investisseurs. La manipulation de cours a concouru à faire baisser les cours de clôture du titre de la société Innate Pharma devant servir à fixer le prix de souscription à une augmentation de capital, de sorte que les conséquences ont été significatives. Le manquement revêt ainsi une particulière gravité.
162. Les manquements aux obligations déclaratives sont de nature à affecter le bon fonctionnement du marché dès lors que les dispositions concernées ont pour objet de permettre au marché d'être informé rapidement des opérations réalisées sur le titre concerné. Si le défaut de déclaration du franchissement de seuil à la baisse, en octobre 2019, a eu lieu pendant la période au cours de laquelle il est reproché à EcoR1 d'avoir manipulé le cours du titre Innate Pharma, une telle circonstance ne saurait être considérée comme aggravante dès lors que le délai dont disposait EcoR1 pour effectuer sa déclaration se terminait après la période de manipulation. Ainsi, il ne peut pas être valablement affirmé que les conséquences du défaut de déclaration du second franchissement de seuil sont plus graves que celles qui auraient résulté d'un défaut de déclaration à un autre moment.

2. Sur les autres éléments relatifs à chaque personne mise en cause

2.1 L'importance des gains retirés

163. Selon la poursuite, le cours du titre Innate Pharma a baissé de 14,22 % au cours des cinq séquences examinées, permettant aux mis en cause de réaliser un profit estimé à 2 863 926 euros.
164. Les personnes mises en cause contestent les calculs de la poursuite et considèrent qu'aucun profit n'a été réalisé. Ils indiquent en particulier que l'estimation réalisée par la poursuite est erronée, dans la mesure où elle ne prend pas en compte la moins-value résultant de la vente des titres Innate Pharma sur Euronext Paris, le fait que le cours du titre Innate Pharma aurait quand même baissé en l'absence de leurs interventions sur les cinq séquences examinées, et le fait qu'ils n'auraient pas souscrit à des ADS dans de telles proportions s'ils n'avaient pas cédé de titres lors de ces cinq séquences. Elles ajoutent que le calcul par la poursuite du profit prétendument réalisé par EcoR1 leur est défavorable car il revient à estimer que la totalité de la baisse du cours entre le 9 et le 16 octobre est imputable à EcoR1, sans même pondérer cette baisse au regard la contribution de celle-ci au *price impact*. Elles font encore valoir qu'aucun préjudice à l'ensemble des détenteurs d'actions d'Innate Pharma ne saurait être relevé dans la mesure où EcoR1 a été un « *anchor investor* » sans lequel l'introduction en bourse d'Innate Pharma n'aurait pas eu lieu.
165. La commission des sanctions rappelle que l'estimation par la poursuite du profit engendré par les pratiques en cause n'est qu'un des éléments dont elle peut tenir compte dans la détermination de la sanction.
166. En l'occurrence, elle observe que la poursuite, pour estimer le profit réalisé par EcoR1 à l'occasion de sa manipulation de cours, a comparé, d'un côté, le montant effectivement dépensé par EcoR1 pour acquérir 4 545 454 ADS selon un prix par ADS qui résulte de la manipulation de cours et, de l'autre, le montant qu'aurait dépensé EcoR1 pour acquérir le même nombre d'ADS selon un prix par ADS qui n'aurait pas été influencé par une manipulation de cours, ce montant devant être reconstitué.
167. Pour procéder à cette reconstitution le montant de ce qu'aurait dépensé EcoR1 pour acquérir les ADS en l'absence de manipulation de cours, plusieurs méthodologies sont possibles.
168. Une première méthodologie consiste à reconstituer le prix d'émission d'une ADS dans l'hypothèse où EcoR1 n'aurait fait aucune intervention sur le titre Innate Pharma sur Euronext Paris lors des jours de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019. Dans un tel cas, puisque le prix d'une ADS dépend de la moyenne pondérée par les volumes des cours de clôture du titre Innate Pharma des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 (voir la partie relative aux faits et point 81 ci-dessus), il convient de reconstituer quels auraient été, d'une part, les volumes négociés au cours de ces séances et, d'autre part, les cours de clôture de ces séances en l'absence de toute intervention d'EcoR1. Cependant, la façon dont aurait évolué le cours du titre Innate Pharma pendant les cinq séquences examinées en l'absence des interventions d'EcoR1 ne peut pas être connue, étant donné que les autres intervenants sur le marché auraient adopté des stratégies différentes, cédé ou acheté des volumes différents à des conditions de prix différentes. Dès lors, pour estimer le profit réalisé par EcoR1, il n'apparaît pas pertinent d'utiliser cette méthode.
169. Une deuxième méthodologie, proposée par les personnes mises en cause, consiste à reconstituer le prix d'une ADS en considérant qu'EcoR1 est intervenue sur le titre Innate Pharma sur Euronext Paris lors des jours de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019, tout en retirant le *price impact* négatif causé par les interventions d'EcoR1. Il convient de rappeler au préalable que les ventes agressives produisent un *price impact* négatif, faisant baisser le cours du titre, tandis que les achats agressifs produisent un *price impact positif*, faisant monter le cours. Sur une période donnée, si le *price impact* négatif causé par toutes les ventes agressives est supérieur au *price impact* positif causé par tous les achats agressifs, alors le cours du titre aura baissé sur cette période. En l'espèce, si le *price impact* négatif causé par les ventes agressives d'EcoR1 sur la période allant du 10 au 16 octobre 2019 est retiré, le *price impact* négatif restant, causé par les ventes agressives des autres intervenants, sera plus faible (EcoR1 ayant contribué au *price impact* négatif à hauteur de 30,83 % sur la période concernée, seuls 69,17 % du *price impact* négatif total sont conservés) et deviendra alors inférieur au *price impact* positif causé par les achats agressifs sur cette même période. Selon un tel calcul, le cours du titre Innate Pharma aurait dès lors, au cours de la période concernée, monté de 38 %. Un tel résultat paraît, d'une part, contestable et, d'autre part, très défavorable aux personnes mises en cause, étant donné que leur profit réalisé serait dans ce cas beaucoup plus élevé que celui estimé par la poursuite. Cette méthodologie n'apparaît donc pas pertinente.

170. Une troisième méthodologie consiste à relever le dernier cours de référence du titre Innate Pharma connu avant la période de manipulation de cours, soit le cours de clôture du 9 octobre 2019, et de considérer que ce cours n'a pas bougé au cours des séances des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019. Une telle méthodologie part ainsi du principe que, en l'absence des interventions d'EcoR1, le cours n'aurait connu aucune variation pendant la période servant à calculer le prix de souscription aux ADS, ce qui est favorable aux personnes mises en cause, puisqu'en l'absence de la manipulation de cours d'EcoR1, le cours du titre Innate Pharma aurait pu monter. Cette méthodologie, qui est celle utilisée par la poursuite, est la plus appropriée étant donné que, d'une part, elle ne demande aucune reconstitution artificielle et, par hypothèse, contestable de volumes négociés et de cours de clôture au cours de cinq séances de bourse en l'absence d'interventions d'EcoR1 et, d'autre part, elle n'implique pas de prendre en compte un cours qui aurait fortement monté en l'absence du *price impact* négatif d'EcoR1, ce qui aurait été défavorable aux personnes mises en cause.
171. Le cours de clôture du titre Innate Pharma était le 9 octobre 2019 de 6,575 euros et la décote appliquée par Innate Pharma au prix de souscription aux ADS était de 14,8 % (voir point 81 ci-dessus), de sorte qu'il peut être estimé, selon cette troisième méthodologie, que le prix de souscription aux ADS aurait été, en l'absence de manipulation de cours, de 5,6 euros. Pour acquérir 4 545 454 ADS à ce prix, EcoR1 aurait ainsi dû dépenser 25 454 542 euros. Cependant, EcoR1 a, à la suite de sa manipulation de cours, dépensé 22 590 906 euros pour acquérir 4 545 454 ADS. Elle a donc économisé 2 863 636 euros.
172. Par ailleurs, les personnes mises en cause demandent dans leurs écritures que soit prise en compte la moins-value réalisée par EcoR1 lorsqu'elle a vendu les 965 550 titres sur Euronext Paris, dans la mesure où ces titres faisaient partie d'une position longue et qu'ils ont été cédés selon un prix moyen inférieur à leur prix moyen d'achat.
173. Sur ce point, il convient de relever tout d'abord que le prix réel de cession des titres Innate Pharma cédés par EcoR1 entre le 10 et le 16 octobre 2019, ainsi que le volume cédé, résultent d'une stratégie visant à manipuler le cours du titre Innate Pharma. Dès lors, la prise en compte du prix moyen réel de cession, qui est un prix manipulé, n'est pas pertinente. De plus, la méthodologie appropriée consisterait alors à reconstituer le prix de souscription aux ADS en dehors des interventions d'EcoR1 sur le titre Innate Pharma au cours de la période allant du 10 au 16 octobre 2019. Il ne saurait par conséquent être pris en compte dans cette reconstitution la moins-value d'EcoR1 résultant de ces interventions sur cette période.
174. Ensuite, même à considérer qu'EcoR1 aurait cédé 965 550 titres sur Euronext Paris au prix du dernier cours connu avant la période de manipulation de cours (le cours de clôture du 9 octobre 2019), soit selon un prix moyen de 6,575 euros, il convient de rappeler que la cession d'un tel volume résulte d'une stratégie visant à faire baisser le cours. En effet, si EcoR1 n'avait pas manipulé le cours du titre Innate Pharma à la baisse, elle n'aurait pas cédé de titres sur Euronext Paris ou, à tout le moins, pas dans de telles proportions. La prise en compte d'une moins-value réalisée par EcoR1 avec la vente de 965 550 titres Innate Pharma sur Euronext, même selon un prix moyen antérieur à la manipulation de cours, n'est, dès lors, pas plus pertinente.
175. Il résulte de l'ensemble de ce qui précède que la commission des sanctions prendra en considération un profit réalisé de 2 863 636 euros pour son appréciation du montant des sanctions.

2.2 Les pertes subies par des tiers

176. La baisse du cours du titre Innate Pharma lors des séances des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 a eu pour effet de réduire l'ampleur de l'augmentation de capital visée par Innate Pharma à l'occasion de son introduction sur le Nasdaq, ce qui est de nature à lui avoir porté préjudice.
177. Au surplus, alors qu'Innate Pharma visait une émission d'un nombre maximum de 12 266 665 actions, la société a dû autoriser l'émission d'un nombre plus important d'actions en raison de la baisse du cours pendant les cinq séances précitées. 14 375 000 actions ont finalement été émises, soit 2 108 335 actions supplémentaires par rapport au nombre annoncé au lancement, représentant, sur la base des 64 149 976 actions qui composaient le capital avant l'augmentation de capital, une dilution supplémentaire de 6,3 % pour les actionnaires, pénalisant ainsi ces derniers.
178. Enfin, du fait de la baisse du cours au cours de ces cinq séances sur Euronext Paris, tous les détenteurs d'actions Innate Pharma ont vu la valeur de leur investissement diminuer.

2.3 La situation financière d'EcoR1

179. EcoR1 a refusé de transmettre ses états financiers. Elle a exposé en séance qu'il ne lui était pas possible de le faire en application de la législation américaine.

2.4 La situation financière de M. Nodelman

180. M. Nodelman a refusé de transmettre les documents relatifs à sa situation financière et fourni les mêmes explications.
181. Il sera en conséquence et au regard de l'ensemble de ce qui précède, sans que la commission des sanctions puisse, pour les raisons qui viennent d'être rappelées, s'assurer de la proportionnalité de cette sanction au regard des situations financières de la société EcoR1 et de M. Nodelman, prononcé à l'encontre de la société EcoR1 une sanction pécuniaire de 7 millions d'euros et de M. Nodelman une sanction pécuniaire de 3 millions d'euros.

II. Sur la publication de la décision

182. Les personnes mises en cause demandent que la décision de la commission des sanctions ne soit pas publiée ou, à tout le moins, publiée de manière anonymisée, à moins de leur causer un préjudice grave et disproportionné ainsi qu'aux investisseurs institutionnels, fondations, fonds de pension et *family office* partenaires et investisseurs d'EcoR1. Elles font valoir qu'elles sont tenues de déclarer à la SEC et aux investisseurs d'EcoR1 toute sanction prononcée à son encontre, y compris par la commission des sanctions de l'AMF, même si la décision est publiée de manière anonyme. Elles ajoutent que si la décision était publiée avec leurs noms, elles seraient sanctionnées à double titre, contrairement à des mis en cause non soumis aux règles de la SEC, au moment de la publication de la décision puis lors de l'information individuelle effectuée par EcoR1 auprès de ses investisseurs.
183. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version applicable depuis le 11 décembre 2016, non modifiée sur ces points depuis, 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. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. / La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes : / a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données personnelles ; / b) Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. / Les décisions portant sur des manquements, par toute personne, aux obligations prévues à l'article L. 233-7 et au II de l'article L. 233-8 du code de commerce et à l'article L. 451-1-2 du présent code font obligatoirement l'objet d'une publication [...]* ».
184. En l'espèce, dès lors que le manquement à l'article L. 233-7 du code de commerce est caractérisé, la publication de la présente décision s'impose.
185. En tout état de cause, la publication de la présente décision, de façon nominative, n'est ni susceptible de causer aux personnes mises en cause un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. Il y a donc lieu d'ordonner la publication de la présente décision sur le site internet de l'AMF et de fixer à cinq ans à compter de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par Mme Valérie Michel-Amsellem, présidente, Mme Edwige Belliard, M. Frédéric Bompaire et Mme Sophie Schiller, membres de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions retient que :

- le manquement de manipulation du cours du titre Innate Pharma au cours des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 sur Euronext Paris sur le fondement du ii) du point a) du paragraphe 1

de l'article 12, du point b) du paragraphe 2 de l'article 12 et de l'article 15 du règlement MAR, est caractérisé à l'égard d'EcoR1 et de M. Oleg Nodelman ;

- le manquement de manipulation du cours du titre Innate Pharma au cours des séances de bourse des 10, 11, 14, 15 et 16 octobre 2019 sur Euronext Paris, sur le fondement du point a) du paragraphe 2 de l'article 12 et de l'article 15 du règlement MAR, n'est pas caractérisé à l'égard d'EcoR1 et de M. Oleg Nodelman ;
- le manquement à l'obligation de déclaration des franchissements à la hausse et à la baisse du seuil de 5 % de détention du capital et des droits de vote d'Innate Pharma, prévue aux articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF, est caractérisé à l'égard d'EcoR1.

En conséquence, la commission des sanctions :

- prononce à l'égard de la société EcoR1 une sanction pécuniaire de 7 000 000 € (sept millions d'euros) ;
- prononce à l'égard de M. Oleg Nodelman une sanction pécuniaire de 3 000 000 € (trois millions d'euros).

Fait à Paris, le 13 décembre 2024,

La Secrétaire de séance,

La Présidente,

Martine Gresser

Valérie Michel-Amsellem

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