AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

La Commission
des sanctions

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 1 du 26 février 2021

Procédure n° 19-14
Décision n° 1

Personne mise en cause :

- X
  Société à responsabilité limitée immatriculée au […] sous le numéro […]
  Dont le siège social est situé […]
  Prise en la personne de son représentant légal
  Ayant élu domicile chez Maître Patrick Jaïs au cabinet De Pardieu Brocas Maffei, 57 Avenue d'Iéna, 75116 Paris

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

Vu le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché et notamment ses articles 12 et 15 ;

Vu le code monétaire et financier et notamment son article L. 621-15 ;

Vu le règlement général de l'AMF et notamment ses articles 631-1 et 631-2 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 22 janvier 2021 :

- Mme Sophie Schiller, en son rapport ;
- Mme Virginie Adam, représentant le collège de l'AMF ;
- M. […], en qualité de représentant légal de la société X, assisté par son conseil Me Patrick Jaïs accompagné de Me Sandra Aloui, avocats du cabinet De Pardieu Brocas Maffei ;

La mise en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS

Fondée en 1948, la société Y est une société spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation d'articles d'arts de la table.

En 2013, confrontée à des difficultés financières, Y a conclu avec ses principaux actionnaires et partenaires financiers un accord sur le réaménagement de sa dette et l'adossement d'un nouveau partenaire industriel ou financier. Cet accord a conduit la société X - société ayant pour objet social l'acquisition, le développement et la cession de prises de participation sous quelque forme que ce soit dans toute entreprise nationale ou étrangère - à entrer, à la fin de l'année 2014, au capital de Y à hauteur de 67 %. X a ensuite renforcé sa participation et détenait, le 29 septembre 2015, 75,55 % du capital de Y.

En 2015, le titre Y était admis aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris où il faisait l'objet d'un double *fixing* quotidien, l'un à 11h30 (1er *fixing*), l'autre à 16h30 (2nd *fixing*).

Pendant l'année 2015, le cours du titre a évolué entre 0,47 et 1,12 euro, avec un volume moyen quotidien échangé de 2 532 titres.

Au cours du mois de décembre 2015 et en janvier 2016, X, par l'intermédiaire de son gestionnaire de fortune, est intervenue à l'achat sur le titre Y.

Les actions Y ont fait l'objet, du 5 au 18 avril 2019, d'une offre publique de retrait initiée par X, agissant de concert avec la société allemande […], principal client de la société Y. Les actions Y ont été radiées d'Euronext Paris le 23 avril 2019.

PROCÉDURE

Le 13 mai 2016, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête portant sur le marché du titre Y à compter du 1er janvier 2015. Le 1er décembre 2016, il a étendu cette enquête à l'information financière de cette société à compter du 1er janvier 2015.

Le 9 octobre 2018, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé aux sociétés Y et X des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs, et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

Des observations en réponse ont été produites le 16 novembre 2018 par Y et le 18 décembre 2018 par X, après prorogation de son délai de réponse.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 7 mars 2019.

Lors de sa séance du 21 mars 2019, la commission spécialisée du collège de l'AMF a décidé de notifier des griefs avec proposition d'entrée en voie de composition administrative aux sociétés Y et X.

Les notifications de griefs assorties d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative ont été adressées par lettres du 28 juin 2019 aux mises en cause, qui en ont toutes deux accepté le principe.

Le 14 novembre 2019, un accord de composition administrative a été conclu entre la société Y et le secrétaire général de l'AMF. En revanche, aucun accord n'a pu être conclu entre X et le secrétaire général de l'AMF dans le délai de quatre mois imparti conformément aux dispositions de l'article R. 621-37-3 du code monétaire et financier.

En conséquence, en application des dispositions des articles L. 621-14-1 et R. 621-37-5 du code monétaire et financier, le président de l'AMF a transmis le 6 décembre 2019 copie de la notification de griefs adressée à X à la présidente de la commission des sanctions.

Il est reproché à X d'avoir, dans le cadre de ses interventions des 29 et 30 décembre 2015 et du 8 janvier 2016 sur le titre Y, donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours du titre Y et/ou fixé le cours de ce titre à un niveau anormal ou artificiel, en méconnaissance des dispositions des articles 631-1 1° a) et b) et 631-2 du règlement général de l'AMF.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Par décision du 9 janvier 2020, la présidente de la commission des sanctions a désigné Mme Sophie Schiller en qualité de rapporteur.

Par lettre du 23 janvier 2020, la mise en cause a été informée qu'elle disposait d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du code monétaire et financier.

Par lettre du 15 mai 2020, la mise en cause a été informée qu'elle disposait d'un délai de deux mois pour adresser à la présidente de la commission des sanctions des observations en réponse à la notification de griefs en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Des observations en réponse aux notifications de griefs ont été présentées le 10 juillet 2020.

X a été entendue par le rapporteur le 1er octobre 2020 et, à la suite de son audition, a déposé des observations le 13 octobre 2020.

Le rapporteur a déposé son rapport le 16 novembre 2020.

Par lettre du 18 novembre 2020 à laquelle était joint le rapport du rapporteur, la mise en cause a été convoquée à la séance de la commission des sanctions du 22 janvier 2021 et informée qu'elle disposait d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Le 4 décembre 2020, X a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

Par lettre du 11 décembre 2020, la mise en cause a été informée de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 22 janvier 2021 ainsi que du délai de quinze jours dont elle disposait, 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.

MOTIFS DE LA DÉCISION

1. La notification de griefs retient que les interventions de X sur le titre Y au cours des journées des 29 et 30 décembre 2015 et du 8 janvier 2016 ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de ce titre et/ou en ont fixé le cours à un niveau anormal ou artificiel, en méconnaissance des dispositions du 1° a) et 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF et du 1°, 2° et 7° de l'article 631-2 du même règlement.

2. Plus précisément, il est fait grief à X d'avoir introduit, au cours de ces trois journées, des ordres d'achat du titre Y « extrêmement agressifs » qui ont eu pour effet de faire fortement monter tant les cours théoriques indicatifs que les cours établis lors des *fixings*, avec une hausse du cours du titre de 38 % entre le 9 décembre et le 31 décembre 2015, dont une progression de 23,31 % sur les seules journées du 29 et du 30 décembre 2015, décorrelée de la progression de 1,28 % constatée sur l'indice CAC 40 aux mêmes dates, ainsi qu'une hausse de 9,52 % au cours de la journée du 8 janvier 2016.

3. La notification de griefs relève également que X était très présente sur le marché au cours de ces trois séances avec l'achat, respectivement, de 15 010 titres (représentant 5,9 fois le volume moyen quotidien), de 35 000 titres (représentant 13,8 fois le volume moyen quotidien), et de 3 000 titres, X ayant ainsi réalisé 93,11 % du volume échangé au cours des séances du 29 et du 30 décembre 2015 et 76,5 % du volume échangé au cours de la séance du 8 janvier 2016. X réalisait également entre 84,6 et 99,9 % du volume échangé au cours des journées du 9, du 22, du 28 et du 31 décembre 2015.

4. La notification de griefs expose que, sans soutien de X, le cours du titre Y est progressivement revenu à son niveau de début décembre 2015. Elle en déduit que la hausse de la fin d'année 2015 est artificielle et due à l'importante activité de la société mise en cause. Elle expose encore que la stratégie adoptée par X qui, au cours

des trois journées litigieuses mais également tout au long du mois de décembre 2015, a placé plusieurs blocs de cinq ordres de 10 000 titres aux meilleures limites à l'achat, a conduit à déséquilibrer considérablement le carnet d'ordres du titre Y, avec des ordres d'achat représentant entre 2,7 et 4,6 fois les ordres de vente sur la période, à comparer avec la proportion habituellement comprise entre 0,2 et 1 fois les ordres de vente. Par ailleurs, la notification de griefs écarte le fait que les interventions de X puissent s'expliquer par la volonté alléguée de la mise en cause, d'une part, de renforcer sa participation au capital de Y et, d'autre part, de réduire sa position de trésorerie disponible pour diminuer l'assiette imposable au titre de l'impôt luxembourgeois sur la fortune. Elle relève enfin qu'au regard de la participation de 75,5 % du capital de Y que X détenait déjà, la prise de risques résultant des interventions litigieuses a été limitée, les 48 724 euros engagés sur la période ayant permis à X d'augmenter la valorisation de cette participation de 10 millions d'euros au 31 décembre 2015.

5. X conteste le grief de manipulations de cours.

6. Elle explique être entrée en 2014 au capital de la société Y afin de soutenir cette société en difficulté par un investissement s'inscrivant sur le long terme et avoir, depuis, investi 20 millions d'euros par voie d'augmentation de capital et apporté 18 millions d'euros par avances en compte courant, de sorte qu'elle ne peut être qualifiée d'investisseur spéculatif.

7. X fait d'abord valoir l'absence de preuve matérielle du manquement de manipulation de cours, estimant que la poursuite s'est fondée sur un faisceau artificiel de trois indices. Elle ne nie pas la matérialité du premier indice, la hausse du cours du titre Y, qu'elle impute cependant à la faible liquidité de cette valeur et aux effets mécaniques du jeu de l'offre et de la demande, la hausse n'étant que le résultat des ordres passés. Elle soutient ensuite que l'affirmation contenue dans le rapport d'enquête selon laquelle la hausse du cours lui aurait permis d'obtenir plus aisément un « *nantissement de titres avec des titres Y en collatéral* » est infondée, aucun prêt n'ayant été sollicité ni sûreté mise en place et qu'aucun élément de preuve de nature à justifier sa volonté d'augmenter artificiellement et temporairement la valorisation de cette participation n'a été trouvé par les enquêteurs. A cet égard, elle explique qu'au regard de la liquidité disponible dans les comptes X, elle n'avait aucun intérêt à obtenir un prêt sécurisé par un nantissement de titres Y et qu'elle s'est substituée aux banques vis-à-vis de Y depuis son entrée au capital. Enfin, elle conteste être à l'initiative de la répartition des ordres entre plusieurs *brokers* réalisée par son gestionnaire de fortune, qui, selon les enquêteurs, avait pour objet de ne pas faire apparaître un intérêt acheteur trop important.

8. La mise en cause soutient ensuite qu'elle avait un intérêt légitime justifiant la passation des ordres incriminés. Elle explique que ses ordres avaient pour but d'acquérir des titres de la société Y et de répondre aux offres de vente, y compris à un prix plus élevé que les cours établis au *fixing* et que son intérêt acheteur était réel et évident. Ses acquisitions poursuivaient un double objectif de renforcement de sa position au capital et de réduction de sa position de trésorerie disponible afin de diminuer l'assiette imposable au titre de l'impôt luxembourgeois sur la fortune auquel elle est assujettie. Elle ajoute qu'à la date où sa stratégie d'investissement a été mise en place, il lui était impossible de savoir si certains actionnaires minoritaires solderaient leurs positions en fin d'année, lui permettant d'acquérir entre 1 à 10 % du capital. Si cette stratégie d'investissement n'a pas eu le succès escompté, elle conteste l'analyse à laquelle se livre la poursuite *a posteriori*, fondée tant sur la faiblesse de son renforcement au capital que sur celle de l'économie d'impôt réalisée grâce à ses investissements sur le titre Y.

9. Enfin, X explique que Y, dont elle demeure l'actionnaire majoritaire, a fait l'objet d'un retrait de la cote en 2019 à la suite d'une offre publique d'achat réalisée à un prix de 0,26 euro par action, soit à un prix inférieur aux ordres d'achat litigieux.

10. En réponse au rapport du rapporteur, X précise que les discussions entamées avec le Secrétaire général de l'AMF dans le cadre de la procédure de composition administrative n'ont pas abouti en raison du caractère disproportionné de la somme à verser au Trésor Public, qui aurait constitué un aveu implicite de culpabilité alors qu'elle conteste le grief qui lui est reproché.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

1. Textes applicables

11. Les faits reprochés, qui se sont déroulés les 29 et 30 décembre 2015 et le 8 janvier 2016, seront analysés à la lumière des textes en vigueur à cette date, sous réserve de l'application rétroactive d'éventuelles dispositions moins sévères entrées en vigueur postérieurement.

Sur la définition des manipulations de cours

12. L'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016, dispose : « *Toute personne doit s'abstenir de procéder ou de tenter de procéder à des manipulations de cours.* / *Constitue une manipulation de cours :* / *1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :* / *a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux ;* / *b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux, à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ou sur le système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier concerné* ; […] ».

13. A ces dispositions se sont substituées celles de l'article 12 du règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, « ***règlement MAR*** »), entré en application le 3 juillet 2016 et qui dispose : « *1. 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 :* / *i) donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier* […] *; ou* / *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 ;* […] »

14. Les dispositions de l'article 12.1 a) i) et ii) du règlement MAR définissent en des termes équivalents les deux cas de manipulation de cours prévus au 1° a) et b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, de sorte qu'elles ne sont pas moins sévères et qu'elles ne sont pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.

15. Le grief sera donc examiné sur le fondement du 1° a) et b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF.

Sur les indicateurs de manipulation de cours

16. L'article 631-2 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016 énonce : « *Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours, l'AMF prend en compte, pour apprécier les pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1 :* / *1° L'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur les instruments financiers ou les contrats commerciaux concernés, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de ces instruments ou des instruments sous-jacents ou du prix ou de la valeur des contrats commerciaux concernés ;* / *2° L'importance de la variation du cours de cet instrument financier ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier, ou de la valeur ou du prix des contrats commerciaux concernés, résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ou sur des contrats commerciaux ;* / […] / *7° Les variations de cours résultant des ordres émis ou des opérations effectuées au moment précis ou à un moment proche de celui où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations.* »

17. Ces dispositions ont été remplacées le 3 juillet 2016 par celles de la section A de l'annexe 1 du règlement MAR qui définit ainsi « *les indicateurs de manipulations de cours consistant à donner des indications fausses ou trompeuses*

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

ou à fixer les cours à un niveau anormal ou artificiel » : « *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* […], *en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible de leur cours* ; / *b) la mesure dans laquelle les ordres passés ou les transactions effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse marquée sur un instrument financier* […], *entraînent une variation sensible du cours de cet instrument* […] ; / *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.* »

18. Les dispositions précitées des a), b) et g) de la section A de l'annexe 1 du règlement MAR et des 1°, 2° et 7° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF sont rédigées en des termes équivalents, de sorte qu'il n'y a pas lieu d'en faire une application rétroactive.

2. Appréciation du manquement

2.1. Sur les indicateurs de manipulation de cours

19. L'indicateur mentionné au 1° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF se rapporte à l'importance de la part du volume quotidien des transactions représentée par les ordres litigieux, en particulier lorsqu'ils entraînent une variation sensible du cours de l'instrument concerné.

20. En l'espèce, il résulte des données collectées par les enquêteurs qu'au cours de l'année 2015, 2532 titres Y étaient échangés en moyenne quotidiennement.

21. Le 29 décembre 2015, les ordres d'achat placés par X sur le titre Y ont permis l'acquisition de 15 010 titres, soit 5,9 fois le volume moyen quotidien et 80,22 % des titres échangés sur la journée, ces interventions ayant entraîné une hausse de 5,36 % du cours du titre au premier *fixing*, entièrement imputable à X.

22. Le 30 décembre 2015, les ordres d'achat placés par X sur ce même titre lui ont permis d'acquérir 35 000 titres, soit 13,8 fois le volume moyen quotidien et 99,99 % des titres échangés sur la journée, ces interventions ayant entraîné une hausse de 8,47 % du cours du titre au premier *fixing*, imputable à 78,75 % à X, et une hausse de 7,81 % du cours au second *fixing*, entièrement imputable à la mise en cause.

23. Le 8 janvier 2016, les ordres d'achat placés par X lui ont permis d'acquérir 3 000 titres Y, soit 1,2 fois le volume moyen quotidien et 76,49 % des titres échangés sur la journée, ces interventions ayant entraîné une hausse de 9,52 % du cours du titre au premier *fixing*, entièrement imputable à X.

24. L'indicateur examiné est donc vérifié pour chacune des trois séances en cause.

25. L'indicateur mentionné au 2° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF se rapporte à l'importance de la variation du cours de cet instrument financier résultant des ordres litigieux émis par une personne détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur l'instrument concerné.

26. Il ressort du rapport d'enquête que, pour chacune des séances concernées, X détenait une position acheteuse significative sur le titre Y, ses ordres représentant 91,68 % du volume total acheteur au premier *fixing* du 29 décembre 2015, 94,77 % et 97,49 % du volume total acheteur au premier et au second *fixings* du 30 décembre 2015 et 37,27 % du volume total acheteur au premier *fixing* du 8 janvier 2016.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

27. Par ailleurs, le cours du titre Y a progressé, comme il a été dit ci-dessus, de 5,36 % au premier *fixing* du 29 décembre 2015, de 8,47 % et de 7,81 % au premier et au second *fixings* du 30 décembre 2015 et de 9,52 % au premier *fixing* du 8 janvier 2016, ces hausses étant imputables, ***a minima***, à hauteur de 78,75 % aux interventions de X.

28. L'indicateur examiné est donc également vérifié pour les trois séances concernées.

29. L'indicateur mentionné au 7° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF se rapporte aux variations de cours résultant des ordres émis à un moment proche du *fixing*.

30. En l'espèce, il ressort des données de l'enquête qu'au cours des trois séances litigieuses, la durée la plus courte entre la saisie d'un ordre d'achat de titres Y par X et le *fixing* était de 13 minutes, de sorte qu'il n'est pas possible de conclure que les ordres litigieux ont été passés au moment précis du *fixing*.

31. Toutefois, la poursuite fait valoir, sur ce point, que la notion d'échelle de temps ne peut être appréciée indépendamment de la liquidité du titre et que l'ordre de grandeur à prendre en compte est plutôt l'intervalle moyen entre deux ordres ; qu'en l'espèce, à part les ordres X, il y avait peu d'ordres dans la journée et que ces ordres étant agressifs, ils ont eu un impact plus durable sur le cours théorique. Elle estime en conséquence que les ordres ont bien été passés en l'espèce à un moment « proche » du *fixing* au sens du 7° de l'article 631-2 du règlement général, ci-dessus cité, tel qu'éclairé par la section A de l'annexe 1 du règlement MAR, laquelle mentionne les ordres passés « aux alentours » du moment où sont calculés les cours de référence.

32. Cette observation conduit d'ailleurs à s'interroger, d'une manière générale sur la pertinence de l'application de la grille d'analyse que constituent ces indicateurs à des circonstances telles que celles de l'espèce, où le caractère extraordinairement peu liquide du titre, révélé par la faiblesse des transactions journalières confine à l'absence d'un véritable marché. Dans un tel contexte, la moindre intervention, un tant soit peu significative, sur le titre d'un actionnaire majoritaire souhaitant renforcer sa participation a pour effet mécanique d'amplifier le déséquilibre du carnet d'ordres et de porter à des valeurs très élevées des indicateurs manifestement conçus pour s'appliquer à des opérations portant sur des titres liquides connaissant des volumes d'échanges beaucoup plus importants. En tout état de cause, ainsi que l'énonce l'article 631-2, les indicateurs ne constituent pas, en eux-mêmes, une manipulation de cours, il convient de déterminer si les interventions de X sont susceptibles de recevoir une telle qualification au sens, d'une part, du 1° a) et, d'autre part, du 1° b), de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF.

2.2. <u>Sur la manipulation par indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours du titre</u>

33. Il résulte des articles 631-1 1° a) et 631-2 1° et 2° du règlement général de l'AMF que des éléments caractéristiques d'opérations ou d'ordres, en eux-mêmes licites s'ils sont pris isolément, peuvent constituer une manipulation de cours lorsque, appréciés dans leur globalité, ils permettent d'établir, de manière non équivoque, que le marché est susceptible d'être induit en erreur.

34. En l'espèce, il est d'abord rappelé que le titre Y est négocié sur Euronext Paris au double *fixing*. En vertu des règles de marché Euronext, chaque *fixing* 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. A 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. Durant une période de 30 minutes suivant le *fixing* (dite de « *trading at last* »), il est possible de produire des ordres pour exécution au cours résultant de la confrontation générale.

35. L'examen des carnets d'ordres révèle qu'au cours des trois journées concernées, X a d'abord exercé une pression à l'achat en saisissant, en début de séance, des ordres passifs et volumineux au regard de la faible liquidité

quotidienne du titre. Cette pression à l'achat a été suivie par l'annulation, avant le *fixing*, de certains ordres passifs et par l'entrée de nouveaux ordres volumineux et agressifs, toujours à l'achat.

36. Il est indéniable que le caractère massif des ordres saisis a déséquilibré le carnet d'ordres de ce titre particulièrement peu liquide.

37. Toutefois, le caractère agressif, voire très agressif, des ordres saisis au cours de la seconde phase d'intervention de X a permis non seulement d'absorber la liquidité disponible, mais également de générer une liquidité supplémentaire par rapport aux volumes d'échange habituellement constatés sur le titre, aboutissant à l'exécution effective de transactions lors du *fixing*. X a ainsi acquis respectivement 15 010, 35 000 et 3 000 titres au cours des journées des 29 et 30 décembre 2015 et du 8 janvier 2016, et il n'est pas contesté que, comme le souligne la société mise en cause, ces titres n'ont pas été revendus, de sorte que cette société paraissait animée d'un réel intérêt acheteur.

38. La circonstance, mise en exergue par la notification de griefs, que cette pression à l'achat par saisie de plusieurs ordres passifs de 10 000 titres soit également observable sur les autres journées allant du 8 décembre au 31 décembre 2015, sans que cette activité ne se concrétise par des transactions, est dénuée de pertinence pour l'appréciation du présent manquement dès lors que ne sont reprochées à la mise en cause que ses interventions au cours des journées du 29 et du 30 décembre 2015 et du 8 janvier 2016.

39. De son côté, X fait valoir qu'à la fin de l'exercice 2015, elle cherchait à réduire sa trésorerie disponible, et donc l'assiette imposable au titre de l'impôt luxembourgeois sur la fortune, ce que la législation locale lui permettait de faire soit en investissant dans une société dont elle détenait déjà 10 % du capital – ce qui était bien le cas de sa participation dans Y –, soit en investissant un minimum de 1,5 million d'euros dans toute société. Or, les relevés de participation de X permettent de constater que concomitamment à ses interventions sur le titre Y, à la veille de la clôture de l'année fiscale 2015, X a acquis des participations pour près de 1,5 millions d'euros dans 14 sociétés à forte capitalisation pour un montant total de 20 millions d'euros, ce qui corrobore les explications fournies par la mise en cause quant à la poursuite d'un objectif de gestion patrimoniale. En admettant même que l'économie d'impôt spécifiquement produite par les achats de titres Y était modeste au regard de celle résultant de l'ensemble des interventions, il n'y a pas de raison de ne pas apprécier globalement une stratégie d'optimisation fiscale mise en œuvre selon les deux voies expressément prévues par la législation luxembourgeoise.

40. Ces explications ne valent pas pour les opérations de la journée du 8 janvier 2016, également prises en compte par la poursuite, mais la société fait valoir, sans que cela soit contredit par les éléments du dossier, que ces opérations, restées isolées, sont dues à une mauvaise interprétation de ses instructions par le gestionnaire de fortune auquel elle avait recours.

41. Par ailleurs, si le renforcement au capital de Y résultant des interventions litigieuses s'est avéré minime au regard de la participation de 75,55 % déjà détenue par la société mise en cause à la date des faits, ce fait ne permet pas d'écarter ses explications suivant lesquelles son intention était de susciter l'intérêt vendeur des actionnaires minoritaires de Y en leur donnant la possibilité de céder leurs titres à un cours plus élevé et de créer ainsi les conditions de détention lui permettant de faire sortir Y de la cote. Au demeurant ce scénario s'est bien déroulé ultérieurement et X, après avoir réussi à organiser le retrait de la cote de Y, est restée jusqu'à ce jour son actionnaire majoritaire.

42. Il résulte de tout ce qui précède que les ordres d'achat de titres Y au cours des journées des 29 et 30 décembre 2020 et du 8 janvier 2016 doivent être regardés comme traduisant l'existence d'un véritable intérêt acheteur de X, cohérent avec sa stratégie de gestion patrimoniale et de renforcement au capital de Y, et que, contrairement à ce que soutient la notification de griefs, ces interventions n'ont pas donné des indications fausses ou trompeuses sur la demande en titres Y.

43. Le manquement aux dispositions du 1° a) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF n'est donc pas caractérisé.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

2.3. Sur la manipulation par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel

44. Il est constant que le cours d'un instrument financier est fixé à un niveau anormal ou artificiel, au sens de l'article 631-1 1° b) du règlement général de l'AMF, notamment lorsqu'il résulte de transactions qui ont pour objectif de fixer ledit cours à un niveau donné.

45. En l'espèce, les interventions poursuivies sur le fondement de l'article 631-1 1° b) du règlement général de l'AMF sont les mêmes que celles analysées précédemment pour lesquelles il a été établi qu'elles procèdent d'un réel intérêt acheteur de la part de X et que cette dernière ne peut être regardée comme ayant eu pour objectif de fixer le cours à un niveau donné.

46. Le manquement de manipulation par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel, au sens du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF n'est donc pas davantage caractérisé.

PUBLICATION

47. Les faits objets de la présente procédure ont eu lieu les 29 et 30 décembre 2015 et le 8 janvier 2016.

48. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, 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.* […] ».

49. Aucun manquement n'ayant été caractérisé à l'encontre de la mise en cause, la publication de la décision sera ordonnée sous une forme anonyme, conformément à la demande de X.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par M. Jean Gaeremynck, président de la 2ème section de la commission des sanctions, par Mme Sandrine Elbaz-Rousso et MM. Didier Guérin, Christophe Lepitre et Lucien Millou, membres de la 2ème section de la commission des sanctions, et en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions :

- met hors de cause la société X ;
- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers sous une forme anonyme.

Fait à Paris, le 26 février 2021

La Secrétaire de séance, Le Président,

Martine Gresser M. Jean Gaeremynck

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