



**Commission  
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD  
DE LA SOCIETE X ET DE M. A**

La 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

(...)

**I - SUR LES FAITS ET LA PROCEDURE**

La société X exerce les activités de réception-transmission d'ordres, de gestion de comptes sous mandat et de gestion financière par délégation de contrats d'assurance-vie et de SICAV.

C'est en raison du comportement d'un membre du marché, dont les interventions ont eu pour conséquence de resserrer la fourchette du carnet d'ordres central dans les minutes qui précédaient la négociation d'un bloc de titres, que le Service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché de l'AMF a effectué une mission de contrôle chez la société X.

Lors de sa séance en date du 15 mars 2005, au vu du rapport de contrôle établi le 17 septembre 2004, la commission spécialisée du Collège de l'AMF a décidé de procéder à une notification de griefs à l'encontre de M. A et de la société X.

Par lettre recommandée du président de l'AMF, ont été notifiés les griefs suivants, reprochant :

- à M. A et à la société X :
  - d'avoir, le 5 janvier 2004, au cours d'une négociation avec la banque Y tendant à l'acquisition auprès d'elle d'un volume significatif d'actions Camaïeu, manipulé le cours de ce titre en faisant émettre sur le carnet d'ordres central des ordres de vente en rafale visant à infléchir la décision du vendeur en l'encourageant à céder les actions à un prix plus bas, fait susceptible de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 3 du règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, repris par l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, et des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier ;
  - d'avoir, le 6 novembre 2003, fait précéder l'acquisition d'un bloc de 15.000 titres April Group auprès de La banque Y de l'émission en rafale d'une série d'ordres de vente, fait susceptible de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 2 du règlement COB n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, repris par l'article 322-31 du règlement général de l'AMF, et de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;
  - d'avoir procédé à une ré-allocation de titres entre plusieurs OPCVM, fait susceptible de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 16 ter du règlement COB n° 96-03, repris par l'article 322-51 du règlement général de l'AMF, et de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;
- à la société X :
  - d'avoir compensé, dans la comptabilité des OPCVM, la quantité de titres April Group et Camaïeu résultant de l'exécution des ordres de vente avec celle résultant de l'exécution des ordres d'achat, fait susceptible de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 9 du règlement COB n° 96-03, repris par l'article 322-19 du règlement général de l'AMF, et de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;
  - de ne pas avoir reporté systématiquement sur la main courante du gérant des ordres transmis à la société Z, fait susceptible de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 9 du règlement COB n° 96-03, repris par l'article 322-19 du règlement général de l'AMF, et de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.

(...)



## **II - SUR L'APPLICATION DE LA LOI DANS LE TEMPS**

Considérant que l'article 30-I de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, publiée au Journal officiel du 27 juillet 2005, a modifié l'article L. 621-14 du code monétaire et financier ; que la loi nouvelle est plus sévère, puisqu'elle ne subordonne plus la constitution du manquement à la démonstration que les pratiques ont été de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ; que le principe de survie des dispositions plus douces implique que les faits de manipulation du cours du titre Camaïeu soient analysés en recherchant, le cas échéant, si les pratiques reprochées ont eu l'un des effets exigés par la loi alors applicable ;

Considérant que l'article 47 de la loi n° 2003-706 de sécurité financière dispose que les règlements de la COB demeurent applicables jusqu'à leur abrogation ; que l'arrêté du 12 novembre 2004 paru au Journal officiel du 24 novembre 2004 abroge notamment, avec effet immédiat, le règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours et le règlement COB n° 96-03 relatif aux règles de bonne conduite applicables au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers en leur substituant le règlement général de l'AMF, dont il porte homologation ; qu'ainsi jusqu'à l'entrée en vigueur du règlement général de l'AMF, les règlements COB n° 90-04 et n° 96-03 ont continué de s'appliquer aux faits et situations qu'ils visaient, et notamment aux faits susceptibles d'être reprochés à M. A et à la société X ;

Considérant, d'une part, que le contenu des articles 2, 9 et 16 ter du règlement COB n° 96-03 ayant été repris en des termes identiques par le règlement général de l'AMF en ses articles 322-31, 322-19 et 322-51, les faits reprochés à société X et à M. A et visés aux griefs sont définis et demeurent susceptibles d'être sanctionnés au regard des seuls articles ci-dessus rappelés du règlement susvisé ;

Considérant, d'autre part, que le principe permettant d'incriminer la manipulation de cours anciennement posé, notamment dans l'article 3 du règlement COB n° 90-04, est repris dans l'article 631-1 du règlement général de l'AMF ; qu'en l'espèce les faits reprochés aux mis en cause sont susceptibles de relever des dispositions du paragraphe 1a) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, lesquelles qualifient de manipulation de cours comme « *le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers* » ;

Considérant que le nouveau texte a pour effet de maintenir la matérialité du manquement objet des griefs puisque, tout en abrogeant le règlement COB susvisé, il en reprend le contenu dans des dispositions qui, même si elles sont différentes dans la forme, restent pour l'essentiel équivalentes au fond ; qu'en effet, si les dispositions anciennes, qui étaient rédigées de manière concise, ont été précisées et illustrées dans le règlement général de l'AMF, ces précisions ne modifient les principes figurant dans le règlement COB n° 90-04 que sur un point ;

Considérant que l'article 3 de ce règlement interdit « *les ordres transmis sur le marché ayant pour objet (...) d'induire autrui en erreur* » tandis que l'article 631-1 du règlement général de l'AMF prohibe notamment « *le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers* » ; que, si la constitution du manquement prévu par l'article 3 du règlement COB n° 90-04 comportait un élément intentionnel, cet élément n'apparaît plus dans la définition issue du règlement général de l'AMF ;

Considérant que, dès lors, l'incrimination prévue par l'article 631-1 paragraphe 1a) du règlement général de l'AMF est plus sévère que celle définie par l'article 3 du règlement COB n° 90-04 en vigueur au moment des faits reprochés aux personnes mises en cause ; qu'en conséquence les faits de l'espèce devront être analysés au regard des seules prescriptions du règlement COB n° 90-04 ;

## **III - SUR LE FOND**

### **A - Sur le grief de manipulation de cours relatif aux opérations du 5 janvier 2004 portant sur le titre Camaïeu**

Considérant que, selon les notifications de griefs, « *dans la matinée du 5 janvier 2004, alors qu'il était en train de négocier avec La banque Y l'acquisition d'un volume significatif d'actions Camaïeu et qu'il*



*débattait du prix de ces titres, M. A a concomitamment demandé à un deuxième établissement négociateur d'émettre en rafale des ordres de vente sur ce titre dans le carnet d'ordres central. L'analyse de la chronologie des événements tels qu'ils se sont répercutés sur le marché central, montrerait que l'émission des ordres en rafale visait à infléchir la décision du vendeur en l'encourageant à céder des titres à un prix plus bas » ;*

Considérant qu'à 10 h 38 mn la banque Y a cédé à la société X un premier bloc portant sur 1 600 actions Camaïeu au cours de 62,30 €, alors que la fourchette de cotation était à 62,20 € / 62,45 € ; que, vers 10 h 46 mn la banque Y a contacté M. A pour l'informer que son client était prêt à céder un nouveau bloc ; que M. A a suspendu l'entretien téléphonique et demandé, au cours de cette suspension, à un deuxième intermédiaire, la société Z d'émettre 6 ordres de vente sur le marché central, soit deux ordres portant sur 80 titres à 62,70 €, deux ordres portant sur 35 titres à 62,55 € et deux ordres portant sur 25 titres à 62,40 € ; que ces ordres ont eu pour effet d'abaisser progressivement la meilleure limite à la vente qui est passée de 62,85 € à 62,70 €, 62,55 €, puis 62,40 € ; qu'entre 10 h 47 mn et 10 h 59 mn plusieurs conversations ont eu lieu entre la banque Y et la société X pour fixer la quantité et le prix définitif de la transaction ; qu'à 11 h la banque Y a déclaré le deuxième bloc portant sur 4 500 actions Camaïeu à 62,40 € ; que les dépouillements d'ING Bank confirment que les opérations concernées ont été réalisées pour les OPCVM gérés par M. A ;

Considérant que la matérialité des ordres de vente dont l'émission est reprochée à M. A n'est pas discutable et n'est d'ailleurs pas contestée par les mis en cause ; qu'il importe peu, du point de vue de la caractérisation du manquement, que ces ordres aient porté sur des quantités non significatives, qu'ils aient entraîné une variation de cours relativement faible et un profit financier n'ayant pas excédé 2 025 €, qu'ils n'aient pas été retirés, même après la transaction sur le bloc de 4 500 titres, et qu'ils aient été exécutés, de sorte qu'ils ne revêtaient pas un caractère fictif ;

Considérant, en revanche, que n'est pas rapportée de manière certaine la preuve que l'émission des ordres de vente ait eu pour objet d'induire en erreur, à propos de l'offre de titres Camaïeu, la contrepartie qui avait entamé la négociation d'un bloc de ces actions ;

Considérant que l'émission des ordres de vente a certes eu pour effet de faire décaler à la baisse le haut de la fourchette, un tel décalage ayant constitué un inversement de tendance dans l'évolution du cours du titre et une exception par rapport à l'évolution générale de la fourchette de prix tout au long de la journée ; qu'en effet, le haut de la fourchette ne cessait de croître depuis l'ouverture du marché et a repris sa progression à la hausse, de façon continue, après les interventions de la société X ; qu'il est troublant que ces ordres de vente aient été émis juste après la proposition d'un bloc, représentant 50% de l'objectif d'achat que M. A s'était fixé à l'ouverture du marché, et au commencement de la négociation sur le prix ;

Considérant qu'il ne résulte cependant pas des conversations téléphoniques et de l'audition du sales trader au sein de BNP Paribas que le vendeur du bloc ait été incité à croire que l'offre de titres litigieuse inverserait durablement la tendance haussière du cours de la journée, et qu'il ait en conséquence été conduit à vendre plus rapidement ses titres, à un prix inférieur à ce qu'il pouvait en espérer au regard de la fourchette fixée préalablement à la négociation ; que l'enregistrement des échanges téléphoniques entre la société X et la banque Y montre en effet que c'est la société X qui a engagé la discussion sur le prix, ayant insisté à plusieurs reprises sur sa volonté de ne pas payer n'importe quel montant ; que l'influence de l'évolution de la fourchette sur la décision du vendeur n'est pas démontrée, puisque ni les conversations successives, ni les explications du sales trader de BNP Paribas lors de son audition ne corroborent l'hypothèse selon laquelle le renversement de tendance aurait eu un effet quelconque sur la prise de décision du vendeur ;

Considérant en outre que n'ont pas été reprises par le règlement général de l'AMF, qui les a *de facto* abrogées, les dispositions de l'article 4 § 1 du règlement COB n° 90-04 qui auraient pu fonder les présentes poursuites en ce qu'elles énonçaient que « *les ordres transmis sur le marché doivent correspondre aux objectifs visés par la personne qui en prend l'initiative. Préalablement à la réalisation d'une négociation sur un bloc de titres ou au dépôt d'une offre publique, les ordres transmis sur le marché par les personnes qui sont parties à l'opération doivent être réalisés en conformité avec l'objectif recherché par elles, à l'achat pour l'acquéreur et à la vente pour le vendeur* » ;

Considérant que, faute de base légale prohibant explicitement les ventes de titres litigieuses, et en l'absence d'éléments suffisamment probants quant à l'intention de M. A d'induire sa contrepartie en erreur, le grief de manipulation de cours ne sera retenu ni à l'encontre de celui-ci, ni à l'encontre de la société X ;



**B - Sur le grief tiré du non-respect de l'intégrité, de la transparence et de la sécurité du marché, en violation de l'article 2 du règlement COB n° 96-03, et relatif aux opérations du 6 novembre 2003 portant sur le titre APRIL GROUP**

Considérant que l'article 2 du règlement COB n° 96-03 dispose notamment que « *le prestataire doit promouvoir les intérêts de ses mandants ou des porteurs de parts ou d'actions des OPCVM gérés. A cet effet, il doit exercer ses activités dans le respect de l'intégrité, la transparence et la sécurité du marché* » ;

Considérant qu'il est reproché aux deux mis en cause d'avoir, le 6 novembre 2003, fait précéder l'acquisition auprès de la banque Y d'un bloc portant sur 15 000 titres April Group par une série d'ordres de vente émis en rafale par la société Z sur instructions de M. A ;

Considérant qu'ainsi formulé, ce grief, qui n'est étayé par aucun autre élément, se borne à reprocher à la société X et à M. A une émission d'ordres de vente « en rafale » avant l'acquisition d'un bloc, sans préciser ni à quel moment ces ordres ont été donnés, ni s'ils ont été concomitants à l'achat du bloc ;

Considérant que de telles carences dans la définition du contenu du grief privent les mis en cause de l'exercice des droits de la défense devant la Commission des sanctions, elle-même mise dans l'impossibilité d'appréhender précisément le comportement susceptible d'avoir contrevenu, au sens de l'article 2 du règlement COB n° 96-03, à l'intégrité, à la transparence et à la sécurité du marché ;

Considérant que le grief sera donc écarté, sans qu'il soit nécessaire de l'examiner plus avant ;

**C - Sur le grief tiré de l'altération de la piste d'audit, par compensation des transactions d'achat et de vente et par absence de reporting sur la main courante, en violation de l'article 9 du règlement COB n° 96-03**

Considérant que l'article 9 du règlement COB n° 96-03 prévoit notamment que « *le prestataire doit, en permanence, disposer de moyens adaptés à ses activités et conformes aux textes législatifs et réglementaires. (...) L'obligation de disposer de tels moyens signifie notamment (...) une organisation interne adéquate permettant de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, et notamment l'individualisation des opérations effectuées* » ;

Considérant qu'il est reproché à la société X, d'une part, les compensations quantitatives, dans la comptabilité des OPCVM et à l'occasion des opérations évoquées ci-dessus sur les actions Camaïeu et April Group, entre les titres résultant de l'exécution d'ordres de vente et ceux résultant de l'exécution d'ordres d'achat, d'autre part, le non report systématique sur la main courante du gérant d'ordres transmis à la société Z, pratiques entraînant une altération de la piste d'audit ;

Considérant que n'est pas contestée par la société X la compensation effectuée entre 1 618 titres Camaïeu achetés et 280 titres Camaïeu vendus, qui est établie par l'absence de mention des ventes dans la piste d'audit et par la fiche d'ordre d'achat du courtier, ces deux documents mentionnant uniquement l'achat de 1 338 titres et ne faisant état, ni des autres achats, ni des ventes portant sur une quantité totale de 280 titres ;

Considérant que la société X ne conteste pas non plus les carences constatées dans les renseignements reportés sur la main courante ; que ces déficiences du « *reporting* » sont également démontrées dans les termes des griefs, puisqu'elles n'ont pas été reportés sur la main courante :

- les six ordres de vente du titre Camaïeu,
- la vente de 350 titres Lisi le 3 mars 2004, un seul ticket de vente ayant été retrouvé alors que deux ordres de vente de 350 actions figurent sur la piste d'audit et que la main courante mentionne seulement un ordre d'achat de 10 000 titres,
- l'achat de 300 titres Vet Affaires le 5 novembre 2003, alors que la piste d'audit fait état de deux ordres de ce type et qu'un seul ticket a été retrouvé ;

Considérant en revanche que la société X conteste l'existence même d'une opération de vente de titres April Group le 6 novembre 2003 et, par suite, une éventuelle compensation litigieuse entre les ordres de vente et d'achat de ces actions ; que le contrôle effectué à ce propos s'avère insuffisamment approfondi, de sorte que la compensation sur le titre April Group reprochée à la société X n'est pas établie et doit en conséquence être écartée, s'agissant du grief tiré de l'altération de la piste d'audit ;

Considérant que la circonstance que la compensation intervenue à l'occasion des opérations effectuées sur le titre Camaïeu respecterait l'intérêt de l'OPCVM n'est pas susceptible d'exonérer ou d'atténuer la

responsabilité de la société X ; que toute compensation est en effet prohibée dès lors que d'une part, elle efface les traces des ordres et de leur exécution, d'autre part, elle empêche « *l'individualisation des opérations effectuées* » exigée par les dispositions de l'article 9 du règlement COB n° 96-03 ;

Considérant qu'il résulte de ces constatations à propos des opérations sur les titres Camaïeu, Lisi et Vet Affaires qu'au moment du contrôle, la société X ne disposait pas de moyens adaptés à ses activités et conformes aux textes législatifs et réglementaires, en particulier d'une organisation interne adéquate permettant de justifier en détail l'origine, la transmission et l'exécution des ordres, et notamment l'individualisation des opérations effectuées, au sens de l'article 9 du règlement COB n° 96-03 ; que, même si la société X a depuis lors amélioré ses dispositifs et ses procédures, le grief n'en est pas moins constitué à son encontre ;

#### **D – Sur le grief tiré de la ré-allocation de titres entre plusieurs OPCVM, en violation de l'article 16 ter du règlement COB n° 96-03**

Considérant que l'article 16 ter du règlement COB n° 96-03 dispose que « *pour la passation des ordres, le prestataire doit (...) ne pas réaffecter a posteriori les opérations effectuées* » ;

Considérant qu'il est fait grief à la société X et à M. A d'avoir procédé à quatre réallocations de titres entre plusieurs OPCVM ;

Considérant que les mis en cause soutiennent que ces réallocations, dues à des erreurs d'écritures dont ils se justifient, ont eu pour seul objet une régularisation de situations sans laquelle le compte titre des fonds communs de placement serait resté débiteur net en titres ;

Considérant que le contrôle établit bien l'existence de contre-passations qui ne sont pas contestées et qui pour la plupart d'entre elles sont la conséquence des carences dans l'organisation interne retenues au titre du précédent grief ; que rien, en revanche, ne permet d'affirmer que ces écritures aient pu relever d'une pratique de ré-affectation *a posteriori* des opérations effectuées, aucun élément ne venant corroborer les suspicions nées du cumul de ré-allocations de titres ; que le grief ne pourra donc qu'être écarté ;

#### **IV - SUR LA SANCTION**

Considérant que le manquement retenu, qui a eu pour effet de faire obstacle aux missions de contrôle du régulateur, justifie le prononcé, à l'encontre de la société X, d'un avertissement et d'une sanction pécuniaire de 40 000 euros.

#### **PAR CES MOTIFS**

**et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Claude Nocquet, par MM. Jacques Bonnot, Yves Brissy, Alain Ferri et Jean-Pierre Morin, membres de la 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,**

#### **DECIDE DE :**

- mettre hors de cause M. A ;
- prononcer à l'encontre de la société X un avertissement et une sanction pécuniaire de 40 000 € (quarante mille euros) ;
- publier la présente décision au *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires*, ainsi que sur le site internet et dans la revue de l'AMF.

A Paris, le 26 janvier 2006,

Le Secrétaire,  
Marc-Pierre Janicot

La Présidente,  
Claude Nocquet