



La Commission des sanctions

Décision de la Commission des sanctions à l'égard de M. A

La 1^{ère} section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;

- Vu le code monétaire et financier, notamment son article L. 621-15, dans sa rédaction applicable à l'époque des faits, ainsi que ses articles R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R.621-40 ;
- Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 631-1 et 631-2 ;
- Vu la notification de grief en date du 2 avril 2007, adressée à M. A ;
- Vu la décision du 2 avril 2007 du président de la Commission des sanctions désignant M. Pierre Lasserre, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
- Vu les observations écrites présentées par Mes Philippe Courtois et Béatrice Labboz pour M. A, reçues à l'AMF le 31 mai 2007 ;
- Vu le rapport de M. Pierre Lasserre en date du 29 octobre 2007 ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception portant convocation à la séance de la Commission des sanctions du 20 décembre 2007, à laquelle était annexé le rapport signé du rapporteur, adressée le 30 octobre 2007 à M. A ;
- Vu les observations écrites en réponse au rapport du rapporteur présentées par Mes Philippe Courtois et Béatrice Labboz pour M. A, reçues à l'AMF le 15 novembre 2007 ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 20 décembre 2007 :

- M. Pierre Lasserre en son rapport ;
- M. Gilles Petit, commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. A ;
- Mes Philippe Courtois et Béatrice Labboz, conseils de M. A ;

la personne mise en cause ayant pris la parole en dernier.

I. FAITS ET PROCEDURE

A. FAITS

La société anonyme X est spécialisée, d'une part, dans la production et la commercialisation de fromages, et, d'autre part, dans la vente de lait. Au cours de l'année 2006, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 50,8 M€.

La société X est une filiale de la société par actions simplifiée [...] société Y. Au 1^{er} janvier 2006, la participation de la société Y dans le capital de la société X s'établissait à 99,48%.

Les titres de la société X sont cotés au double *fixing* de l'Eurolist C d'Euronext Paris et ne comportent pas de contrat de liquidité.

Le marché du titre de la société X se caractérise par une liquidité particulièrement faible dans la mesure où, au cours de l'année 2005, une douzaine d'actions s'échangeaient en moyenne en séance et où le flottant, de l'ordre de 0,4%, était quasiment inexistant. Au début de l'année 2006, le flottant se composait ainsi de 407 actions. A cette date, la société X, détenue à 95% et dirigée par M. A, détenait à elle seule 84 actions de ce flottant, le reste étant réparti entre 65 actionnaires individuels.

Durant l'année 2005, le cours de l'action qui était début janvier, à 149 €, a progressé pour atteindre 205 € le 1^{er} novembre 2005 et 441 € le 30 décembre 2005. Au début de l'année 2006, le cours de l'action s'est fortement apprécié allant jusqu'à atteindre 4 255 € le 31 mars 2006, soit une hausse de plus de 864% en trois mois.

Cette hausse s'est accompagnée d'une hausse de 1 128% du nombre de transactions réalisées, comparé à la même période en 2005 : au cours du 1^{er} trimestre 2006, le nombre d'ordres passé n'a pas cessé d'augmenter, passant de 56 en janvier 2006, à 172 en février 2006, pour atteindre 753 en mars 2006.

Le 21 juin 2006, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête sur l'information financière et le marché du titre de la société X.

Le rapport d'enquête établi le 26 février 2007 par la direction des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF a été examiné par la commission spécialisée n° 2 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, lors de sa séance du 13 mars 2007.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception en date du 2 avril 2007, le président de l'AMF, sur décision prise par la commission spécialisée n° 2 du Collège le 13 mars 2007, a notifié un grief à M. A.

Selon la notification de grief, il est reproché à M. A d'avoir « *réalisé une manipulation à la hausse du cours de l'action de la société X pendant le 1^{er} trimestre 2006 en effectuant de façon récurrente des opérations en face à face, avec des quantités différentes à l'achat et à la vente, à partir de quatre comptes titres sur lesquels [il avait] procuration ; en accentuant la volatilité et la hausse du cours ainsi créées par des annulations d'ordres récurrentes ; et en provoquant des réservations de cotations à la hausse sur la valeur considérée* ».

Ces faits pourraient, selon la notification de grief, caractériser un manquement aux articles 631-1 et 631-2 du règlement général de l'AMF relatifs à la manipulation de cours.

En application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, copie de la notification de grief a été transmise, le 2 avril 2007, par le président de l'AMF au président de la Commission des sanctions.

Le président de la Commission des sanctions a désigné M. Pierre Lasserre en qualité de rapporteur par décision en date du 2 avril 2007. La personne mise en cause en a été avisée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception en date du 16 avril 2007, lui rappelant la possibilité d'être entendue par le rapporteur, à sa demande, en application du I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Des observations écrites ont été présentées par Mes Philippe Courtois et Béatrice Labboz pour M. A et ont été reçues à l'AMF le 31 mai 2007.

La personne mise en cause a été convoquée à la séance de la Commission des sanctions du 20 décembre 2007, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception en date du 30 octobre 2007 à laquelle était annexé le rapport du rapporteur.

Des observations écrites en réponse au rapport du rapporteur ont été présentées par Mes Philippe Courtois et Béatrice Labboz pour M. A et ont été reçues à l'AMF le 15 novembre 2007.

II. MOTIFS de la décision

1. Considérant que les faits, objet de la notification de grief et susceptibles de donner lieu à des sanctions administratives, ont été commis pendant le 1^{er} trimestre 2006 ; qu'en conséquence, il sera fait application des dispositions de l'article L. 621-15 - II du code monétaire et financier, issu de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, dont il résulte que la Commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre de « *toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer (...) à une manipulation de cours* », sur « *un instrument financier émis par une personne ou une entité faisant appel public à l'épargne ou admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers* » ;

Considérant qu'aux termes de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, applicable aux faits de l'espèce : « *Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours (...) [étant notamment entendu comme] 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 ; b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers 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 (...)* ;

Considérant qu'aux termes de l'article 631-2 du même règlement général, également applicable aux faits de l'espèce : « 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 l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ; 2° L'importance de la variation du cours de cet instrument (...), résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ; 3° La réalisation d'opérations n'entraînant aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé (...); 6° L'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution (...) ».

2. Considérant que si, d'une manière générale, les interventions sur le marché d'un instrument financier présentent la caractéristique commune d'avoir une influence sur le cours de ce dernier, en revanche celles-ci ne doivent pas, par leur volume, ni par les moyens utilisés, fausser la libre confrontation des demandes et des offres et ainsi entraver le fonctionnement régulier du marché ;

2-1. Considérant en premier lieu, qu'il est établi que M. A disposait d'un pouvoir sur quatre comptes ouverts chez [...] au nom de trois titulaires différents et à partir desquels au cours du 1^{er} trimestre 2006 il a réalisé sur le titre de la société X 25 opérations en « face à face » consistant à passer, à partir d'un de ces comptes, un ordre d'achat ou de vente, rapidement suivi du passage, à partir d'un autre compte, d'un ordre en sens contraire et portant sur un volume identique ou peu différent ;

Considérant que ces opérations ainsi réalisées sur quelques séances rapprochées en « face à face » entre les comptes sur lesquels M. A avait le pouvoir d'agir, ont donné ou étaient susceptibles de donner au marché des indications fausses ou trompeuses quant au volume de l'offre et de la demande du titre de la société X dès lors que ces opérations, en ce qu'elles tendaient à animer fictivement le titre très peu liquide du marché de la société X, ont pu être interprétées par les investisseurs comme témoignant d'un intérêt renforcé pour le titre, les incitant ainsi à s'en porter acquéreurs en misant sur une hausse future ; que l'intérêt renforcé suscité par ces opérations pour le titre de la société X est d'ailleurs confirmé par les réactions de certains investisseurs qui ont déclaré que leur choix d'investir dans la valeur de la société X avait effectivement été déterminé par le constat, sur le carnet d'ordres, d'une augmentation des ordres passés sur le cours du titre de la société X ; que de surcroît, M. A a induit les investisseurs en erreur quant au nombre d'intervenants sur le marché en utilisant quatre comptes ouverts sous trois noms différents dès lors que les investisseurs ne pouvaient pas soupçonner, en examinant le carnet d'ordres, qu'ils émanaient en réalité d'un seul et même donneur d'ordres ; qu'aucune justification économique des opérations ainsi réalisées en « face à face » n'est établie ; que, notamment, l'allégation de M. A selon laquelle ce serait pour des raisons fiscales qu'il aurait procédé à de telles opérations n'est assortie d'aucun élément probant ;

2-2. Considérant en deuxième lieu que, s'il peut être justifié, dans certaines circonstances, d'annuler des ordres, et si, à elle seule, une annulation d'ordre ou une transmission d'ordre dans la dernière minute avant le *fixing* ne sont pas en principe répréhensibles, il n'en demeure pas moins que ces annulations figurent parmi les circonstances mentionnées par l'article 631-2 du règlement général de l'AMF susceptibles de révéler l'existence d'une manipulation de cours ;

Considérant en l'espèce que, pendant le 1^{er} trimestre 2006, M. A a annulé 167 ordres qu'il avait passés sur le marché du titre de la société X ; que 32 de ces ordres ont été annulés très peu de temps après avoir été passés ; que 16 l'ont été dans les 10 minutes précédant le *fixing* et qu'à plusieurs reprises, M. A a annulé un ordre et repassé, juste avant ou peu après, un ordre dans le même sens et dans des limites similaires voire identiques à celui qui avait été annulé ; que de telles annulations ont essentiellement concerné la valeur de la société X (167 des 178 annulations auxquelles il a, au total, procédé) ; qu'enfin, M. A n'apporte aucun élément de nature à justifier de façon plausible ces nombreuses annulations ;

2-3. Considérant en dernier lieu, qu'il est établi, en l'espèce, que les interventions sur le titre de la société X opérées par M. A ont été accompagnées d'une forte appréciation du cours de cette valeur au début de l'année 2006 ; qu'en effet, durant cette période, le cours du titre de la société X, qui avait certes commencé à monter à la fin de l'année 2005, a connu une augmentation particulièrement importante puisque ce cours, qui était le 1^{er} janvier 2006 de 450 €, s'est apprécié jusqu'à atteindre 4 255 € le 30 mars 2006, soit une hausse de près de 850% ; qu'il convient en outre de relever que ce cours était fortement en décalage avec la valorisation de l'action de la société X estimée, selon les déclarations recueillies lors de l'enquête auprès de la société X, à

environ 220 € et que, de surcroît, aucune raison interne à l'entreprise, de même qu'aucune intervention de tiers sur le titre, ne permet d'expliquer cette forte augmentation de la valeur du titre autrement que par l'effet des interventions de M. A ;

2-4. Considérant ainsi que, dans ces circonstances, les opérations en « *face à face* » sur les quatre comptes sur lesquels il avait un pouvoir et les annulations massives et systématiques, réalisées par M. A sur quelques séances rapprochées, dénuées de toute raison économique, donnaient ou étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours du titre de la société X au sens de l'article 631-1 1° a) du règlement général de l'AMF ; qu'au surplus, l'établissement du cours de la valeur de la société X n'est pas résulté, au 1^{er} trimestre 2006, de la libre confrontation sur le marché des ordres d'achat et de vente, mais a été fixé, à la suite des interventions significatives de M. A sur le titre, à un niveau anormal au sens de l'article 631-1 1° b) du règlement général de l'AMF ; que dès lors le manquement de manipulation de cours au sens de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF est établi sans que M. A puisse, de manière crédible, utilement prétendre, au soutien de l'affirmation selon laquelle il n'aurait pas voulu manipuler le cours du titre de la société X, qu'il ignorait la faible liquidité du titre et l'impact que ses ordres auraient sur le marché du titre de la société X ; que cette circonstance serait, en tout état de cause, dénuée d'incidence sur la caractérisation du manquement, qui ne requiert pas la démonstration d'un élément autre que l'un de ceux visés par l'article 631-1 du règlement général de l'AMF ; qu'en conséquence, le grief tiré de la manipulation de cours doit être retenu à l'encontre de M. A sur le fondement des dispositions de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier et des articles 631-1 et 631-2 du règlement général de l'AMF ;

3. Considérant qu'en application de l'article L. 621-15 III c) du code monétaire et financier pris dans sa version applicable au moment des faits, la personne mise en cause encourt une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 M€ ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; que le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ; qu'en revanche, eu égard au cadre dans lequel les faits reprochés ont été commis, M. A n'est passible que de sanctions pécuniaires ;

Considérant que le manquement de manipulation de cours imputable à M. A a permis à la société X, qu'il détient à 95% et qu'il dirige, de réaliser une plus value d'un montant de 80 151,93 € ; que, par ailleurs, M. A est un professionnel qui connaît les effets de ses actes et qui n'a pu passer que sciemment des ordres de manière ainsi dissimulée, à travers les quatre comptes titres ouverts sous des noms distincts ; qu'il sera fait une juste appréciation des circonstances de l'espèce en prononçant à son encontre une sanction pécuniaire de 250 000 € ;

4. Considérant que l'article L. 621-15 V du code monétaire et financier dispose que « *La commission des sanctions peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées* » ; que, par ces dispositions, le législateur a entendu permettre à la Commission de tenir compte des exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants qui fondent son pouvoir de sanction ainsi que de l'intérêt qui s'attache pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès à ses décisions, connaître son interprétation des règles qu'ils doivent observer ; qu'aucune circonstance de l'espèce n'est de nature à démontrer que la publication de la décision entraînerait, compte tenu de ces exigences, des conséquences disproportionnées sur la situation de M. A ;

PAR CES MOTIFS,

Et après en avoir délibéré sous la présidence de M. Daniel Labetoulle, par Mme Marielle Cohen-Branche, MM. Jean-Pierre Hellebuycq et Joseph Thouvenel, membres de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance ;

DECIDE DE :

- prononcer une sanction pécuniaire de 250 000 € (deux cent cinquante mille euros) à l'encontre de M. A ;
- 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 20 décembre 2007.
Le Secrétaire de séance,
Marc-Pierre Janicot

Le Président,
Daniel Labetoulle