



## La Commission des sanctions

<b>DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE LA SOCIETE X</b>
--

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

- Vu le code monétaire et financier, et notamment les articles L. 621-14 et L. 621-15 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, et notamment ses articles 631-1 et 631-2 ;
- Vu la notification de griefs adressée le 16 janvier 2013 à la société X, prise en la personne de son représentant légal, M. A ;
- Vu la décision du 28 janvier 2013 de la présidente de la Commission des sanctions désignant M. Guillaume Jalenques de Labeau en qualité de rapporteur ;
- Vu la lettre du 5 février 2013 adressée à la société X, l'informant de la faculté de demander la récusation du rapporteur ;
- Vu les observations écrites du 22 mai 2013 adressées par la société X en réponse à la notification de griefs ;
- Vu le procès-verbal d'audition de la société X du 29 octobre 2013 ;
- Vu le procès-verbal d'audition du représentant du Collège du 25 novembre 2013 ;
- Vu le rapport de M. Guillaume Jalenques de Labeau du 19 décembre 2013 ;
- Vu la lettre de convocation à la séance de la Commission des sanctions du 19 février 2014, adressée le 13 janvier 2014, à la société X, à son domicile élu ;
- Vu la lettre du 17 janvier 2014 informant la société X de la composition de la formation de la Commission des sanctions lors de la séance, et lui précisant la faculté de demander la récusation de l'un ou l'autre de ses membres ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 19 février 2014 :

- M. Guillaume Jalenques de Labeau, en son rapport ;
- M. Pierre Chabrol, représentant le directeur général du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- Mme Audrey Micouveau-Kerting, représentant le Collège de l'AMF ;
- La société X, représentée par M. A, accompagné de M. B, directeur ;
- Me Sipko Douma, conseil de la société X ;
- Mme Andrea Lindaart, interprète pour l'AMF ;

la personne mise en cause ayant eu la parole en dernier ;

## **PROCEDURE**

La société de droit néerlandais X, dont le siège est situé à Amsterdam, filiale de la holding néerlandaise X', est membre du marché Euronext et intervient sur le marché actions pour compte propre. La société X est dirigée par M. A, gérant et directeur, assisté de M. B, également directeur. En 2010, la société employait environ dix-sept *traders*, elle en compte aujourd'hui vingt, qui travaillent sur un plateau ouvert ou « *open space* ».

Le 31 décembre 2010, le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** ») a ouvert une enquête sur le marché des titres Théolia, Nicox et Oxis International à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010 sur proposition de la Division de la surveillance des marchés de l'AMF qui « *mettait en relief le comportement suspect de la société X lors de phases de hausses atypiques survenues sur le marché des titres des sociétés précitées* ». Par décision du secrétaire général du 1<sup>er</sup> mars 2011, l'enquête a été étendue au marché du titre Euro Disney.

Par lettre du 3 août 2012, transmise par l'intermédiaire de l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (ci-après « **AFM** ») et traduite en néerlandais, la Direction des enquêtes et des contrôles (ci-après « **DEC** ») a adressé à la société X prise en la personne de M. A, une lettre circonstanciée par laquelle elle expose « *en application de l'article 144-2-1 du règlement général de l'AMF, l'analyse qui pourrait être (...) [la sienne] sur les principaux éléments de fait ou de droit consignés par les enquêteurs* ».

Par courrier du 15 octobre 2012, transmis par l'intermédiaire de l'AFM, la société X a présenté ses observations sur la lettre circonstanciée considérant, notamment, que « *l'AMF [avait] probablement jugé [ses] transactions en adoptant un point de vue partial et en [avait] donc tiré les mauvaises conclusions* ».

La Commission spécialisée n° 2 du Collège de l'AMF s'est réunie le 13 décembre 2012, en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, pour examiner le rapport d'enquête établi le 28 novembre 2012 ainsi que les observations en réponse à la lettre circonstanciée, et a décidé que des griefs devaient être notifiés à la société X.

Par lettre recommandée du 16 janvier 2013 avec demande d'avis de réception, dont une version traduite en néerlandais, à laquelle était joint le rapport d'enquête, le président de l'AMF a notifié les griefs qui étaient reprochés à la société X en l'informant, d'une part, de la transmission de la lettre de notification à la présidente de la Commission des sanctions pour attribution et désignation d'un rapporteur et, d'autre part, du délai de deux mois dont elle disposait pour présenter des observations écrites en réponse aux griefs énoncés dans cette lettre, ainsi que de la possibilité de se faire assister de toute personne de son choix et de prendre connaissance des pièces du dossier dans les locaux de l'AMF.

Par lettre du même jour, le président de l'AMF, en application de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, a informé la présidente de la Commission des sanctions de la décision prise par la

Commission spécialisée n° 2 du Collège de notifier des griefs et de le désigner pour la représenter devant la Commission des sanctions dans le cadre de l'examen de cette procédure.

Il est reproché à la société X d'avoir, au cours des séances de bourse des 31 mai, 2 juin, 4 et 5 août 2010, passé des ordres acheteurs agressifs d'un volume bien supérieur à la moyenne du marché, provoquant ainsi une hausse de cours directe pouvant également inciter d'autres intervenants à suivre cette tendance haussière avant de rapidement renverser sa position afin de tirer profit du mouvement haussier qu'elle avait amorcé. Aux termes de la notification de griefs, la société mise en cause pourrait ainsi avoir manqué à l'obligation d'abstention de procéder à des manipulations de cours sur les titres des sociétés Nicox et Théolia, en violation des dispositions des articles 631-1, 1°, a) et 631-2 1° et 4° du règlement général de l'AMF.

Par décision du 28 janvier 2013, la présidente de la Commission des sanctions a désigné M. Guillaume Jalenques de Labeau en qualité de rapporteur, ce dont ce dernier a avisé la société X, par lettre recommandée du 31 janvier 2013 avec demande d'avis de réception, en lui rappelant la possibilité d'être entendue, à sa demande, en application du I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par lettre recommandée du 5 février 2013 avec demande d'avis de réception, le secrétariat de la Commission des sanctions a informé la société X du délai d'un mois dont elle disposait, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier pour demander la récusation du rapporteur.

Des observations écrites, visant à obtenir que les griefs notifiés soient écartés, ont été adressées par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 22 mai 2013, par le conseil de la société mise en cause, au cabinet duquel cette dernière a élu domicile.

Par courrier du 16 mai 2013, la société X a demandé, par l'intermédiaire de son conseil, à être entendue par le rapporteur. Celui-ci a, en conséquence, procédé à l'audition de la société mise en cause, représentée par M. A, le 29 octobre 2013.

Le rapporteur a également entendu le représentant du Collège qui, en application du I de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, a désigné un membre des services de l'AMF pour le représenter lors de son audition du 25 novembre 2013.

M. Guillaume Jalenques de Labeau a déposé son rapport le 19 décembre 2013, qui a été adressé à la société X par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 20 décembre 2013.

La société X a été convoquée par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 13 janvier 2014, adressée à son domicile élu au cabinet de son conseil, à la séance de la Commission des sanctions du 19 février 2014.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 17 janvier 2014, La société X a été informée de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance et de la faculté qui lui était offerte de demander la récusation d'un ou plusieurs de ses membres, en application des articles R. 621-39-2 à R. 621-39-4 du code monétaire et financier.

## FAITS

Sur le marché d'Euronext Paris, centralisé et par suite dirigé par les ordres, le carnet d'ordres recense tous les ordres de bourse afférents à un instrument financier de façon à confronter l'offre et la demande. Les ordres sont classés d'abord en fonction du prix, ensuite en fonction du moment auquel ils ont été passés. Une priorité d'exécution est donnée à l'ordre passé en premier à la « *meilleure limite* » en termes de prix. Si deux ordres de même sens et libellés au même prix entrent dans le carnet, leur exécution éventuelle se fera en fonction de leur ordre d'arrivée dans le système central. Le meilleur prix de vente, qui correspond au prix le plus bas auquel les vendeurs sont prêts à céder leurs titres, et le meilleur prix d'achat qui correspond au prix le plus élevé que les acheteurs sont prêts à payer pour acquérir des titres, constituent les limites de la « *fourchette de cotation* ».

Dans ce cadre, les ordres qui, compte tenu du prix auquel ils sont libellés, ne trouvent pas de contrepartie immédiate en l'état du carnet d'ordres au moment où ils sont passés et, par suite, ne sont pas, fût-ce pour partie, immédiatement exécutés, prennent rang dans le carnet, dans l'attente d'une éventuelle exécution future (ordres dits « *passifs* ») tandis que sont exécutés les ordres qui, passés en termes de prix à une « *meilleure limite* », ont trouvé au moins partiellement une contrepartie (ordre dits « *agressifs* »). Lorsqu'un tel ordre « *agressif* » porte sur une quantité de titres supérieure à celle qui, présente en carnet pour cette limite, sera soldée par cet ordre, l'exécution de cet ordre entraîne un « *décalage de fourchette* » c'est-à-dire une modification des limites qui définissaient antérieurement la fourchette de cotation.

En l'espèce, le rapport d'enquête qualifie d'« *ordres agressifs* » (ci-après « **ordres agressifs** »), les ordres immédiatement exécutés pour au moins la moitié des volumes demandés et d'« *ordres volumineux* » (ci-après « **ordres volumineux** »), les ordres portant sur un volume supérieur ou égal à dix fois la moyenne des ordres passés au cours de la même séance.

L'enquête diligentée par la Direction des enquêtes de l'AMF a établi les faits qui suivent, non contestés, relatifs au titre Nicox et au titre Théolia.

### S'agissant du titre Nicox

La société Nicox est une société pharmaceutique de droit français dont le médicament phare était, au moment des faits, un anti-inflammatoire, le Naproxcinod. Le titre Nicox est coté sur le compartiment B d'Eurolist. Son capital se composait, à l'époque des faits, de 72 330 110 actions pour une capitalisation boursière d'environ 190 millions d'euros et un pas de cotation du titre de 0,001 euro.

Le 12 mai 2010, la société a demandé la suspension de la cote du titre Nicox et le 13 mai, la Food and Drug Administration américaine (ci-après « **FDA** ») a rendu un avis négatif sur l'homologation du Naproxcinod aux Etats-Unis. Le cours du titre a alors chuté de plus de 65% durant le mois de mai, passant de 7 euros à 2,3 euros.

La société a publié, le 1<sup>er</sup> juin 2010, avant séance, des résultats jugés prometteurs concernant deux nouveaux médicaments.

Durant l'année 2010, 998 000 titres Nicox ont été, en moyenne, échangés chaque jour. Cette moyenne, qui n'excédait pas 340 000 titres par jour au premier trimestre, a nettement augmenté entre le 11 et le 20 mai 2010, atteignant plus de 15 millions de titres le 13 mai, jour de l'annonce de la **FDA**.

Les volumes échangés ont de nouveau connu un pic de hausse le 31 mai 2010, avec près de 8 millions de titres échangés, puis plus de 7 millions le 1<sup>er</sup> juin, et plus de 3,5 millions le 2 juin. Le cours du titre a d'ailleurs progressé de 19% le 31 mai, passant de 2,7 euros à l'ouverture à 3,208 euros à la clôture. Le cours a peu évolué durant les deux journées suivantes, même s'il a fluctué en cours de journée.

Durant la journée du 31 mai 2010, la société X, qui agissait pour compte propre, a acheté 896 591 titres, représentant 11,3% du volume des titres échangés ce jour-là, en deuxième position derrière la Société Générale, qui agissait principalement pour compte de tiers. Les ordres acheteurs de la société X ont

connu, en moyenne, un taux d'exécution de 45%, largement supérieur à ceux des autres intervenants agissant pour compte propre.

Au cours de la séance du 31 mai 2010, sur les quatorze ordres acheteurs agressifs et volumineux, au sens du rapport d'enquête, sept provenaient de la société X, dont six ont donné lieu, dans les minutes qui ont suivi chacun de ces ordres, à la vente par la société X d'un nombre de titres équivalent aux titres acquis, lui permettant d'enregistrer une plus-value de 13 574 euros.

Durant ces périodes de vente, la société X continuait, la plupart du temps, à acquérir des titres par l'intermédiaire d'ordres agressifs mais moins volumineux que les précédents.

Les six ordres acheteurs agressifs et volumineux ont été passés par la société X, pour deux d'entre eux, à la meilleure limite vendeuse, et pour les quatre autres, entre la quatrième et la dix-huitième meilleure limite vendeuse. Ils ont dans la plupart des cas engendré un accroissement de l'activité sur le marché du titre Nicox et une hausse du cours du titre a pu être constatée dans les minutes suivant ces ordres.

A la fin de la journée du 31 mai 2010, la société X détenait 150 219 titres Nicox, soit une « *position longue* » correspondant à un coût de revient de 418 157 euros. Il résulte des pièces annexées au rapport d'enquête que la société X avait plus vendu qu'acheté au cours de cette journée et détenait, à la fin de la journée du 1<sup>er</sup> juin 2010, 33 500 titres correspondant à une position économique négative de 15 769 euros.

Durant la journée du 2 juin 2010, sur les vingt-quatre ordres d'achat passés par la société X, portant au total sur 602 231 titres, 14 l'ont été de manière agressive, pour une quantité totale de 209 949 titres. De la société X a finalement acheté 213 146 titres, dont 150 000 titres par l'intermédiaire d'un seul ordre d'achat agressif et volumineux, passé à hauteur de la dixième meilleure limite à la vente et immédiatement exécuté en totalité. Quinze minutes avant cet ordre, la société X avait passé un ordre de vente passif de 75 000 titres à la onzième meilleure limite vendeuse, immédiatement au-dessus de son « *futur* » ordre d'achat de 150 000 titres. A la suite de cet ordre d'achat agressif et volumineux, la société X a passé un autre ordre d'achat agressif d'environ 11 000 titres qui a eu pour effet d'absorber la quasi-totalité des titres restant à la vente à un prix inférieur à son propre ordre de vente passif de 75 000 titres et ainsi favorisé l'exécution de celui-ci. Ces ordres ont engendré un accroissement de l'activité sur le marché du titre. De la société X a vendu la totalité des titres qu'il lui restait durant le reste de la journée, enregistrant une plus-value de 4 685 euros. A la fin de la journée, la position de la société X était courte de 33 500 titres, soldant ainsi sa position longue de la veille.

### **S'agissant du titre Théolia**

La société Théolia est une société de droit français spécialisée dans la production d'électricité à partir d'énergie éolienne, dont le titre est coté sur le compartiment B d'Eurolist et dont le capital était composé, à l'époque des faits, de 110 292 782 actions pour une capitalisation boursière d'environ 130 millions d'euros et un pas de cotation de 0,01 euro. Le cours du titre Théolia a dépassé les 40 euros lors de l'année 2007, mais la valeur a considérablement baissé durant les années qui ont suivi, affichant un cours de 1,06 euro, à l'ouverture, le 2 août 2010. Le 4 août 2010, a débuté une période d'activité exceptionnelle sur le marché du titre Théolia, les volumes quotidiens échangés durant les séances de bourse des 4, 5 et 6 août 2010 ayant été respectivement 12, 26 et 23 fois supérieurs au volume moyen des échanges quotidiens constatés entre le 4 janvier et le 30 juillet 2010, qui était alors d'environ 514 000 titres.

Au cours de la séance du 4 août 2010, La société X a été l'acheteur le plus important sur le marché du titre Théolia (1 369 377 titres, soit 21,2% des titres acquis). Le volume moyen des ordres acheteurs de la société X était de 75 684 titres, soit près de onze fois supérieur au volume moyen des ordres acheteurs émis durant cette journée. Si le cours du titre est resté relativement stable et les volumes échangés assez faibles, entre l'ouverture et 14h17, la société X a acheté, durant cette période, 341 330 actions Théolia par l'intermédiaire d'ordres d'achat agressifs et volumineux, à un cours moyen de 1,08 euro, sans que cela ait une incidence sur le cours en raison de la grande quantité de titres présents à la meilleure limite vendeuse.

A 14h16min50s, la société de droit hollandais Y a passé un ordre d'achat agressif à la meilleure limite à la vente (1,09 euro) de 200 000 titres, alors que seulement 183 000 titres étaient encore disponibles à ce prix. Les volumes échangés ont alors décuplé et le cours a augmenté, passant de 1,09 à 1,10 euro, entre 14h17 et 14h40. Entre 14h17 et 14h44, la société X a passé 4 ordres d'achat agressifs d'un volume moyen de 16 525 titres, conduisant, à trois reprises, à absorber la meilleure limite vendeuse (1,10, 1,11 et 1,12 euro). A partir de 14h20, la société X a également commencé à céder les titres acquis dans la matinée.

La société X a recommencé à acheter des titres à partir de 16h00, par l'intermédiaire de plusieurs ordres agressifs et volumineux, et notamment deux ordres d'achat à la meilleure limite vendeuse, pour des volumes de 250 000 et 350 000 titres, absorbant l'intégralité des titres disponibles à ce moment à la meilleure limite, soit environ 200 000 titres à chaque fois. Ces ordres ont été suivis d'un accroissement de l'activité sur le marché du titre. A la suite de chacun de ses ordres d'achat agressifs et volumineux, la société X a cédé un nombre de titres équivalent à ceux qu'elle venait d'acquérir, enregistrant une plus-value de 6 648 euros. Durant la période de vente qui a succédé au premier des deux ordres d'achat agressifs et volumineux, la société X a passé des ordres d'achat qui ont eu pour effet d'absorber plusieurs limites vendeuses.

Au cours de la séance du 5 août 2010, le cours du titre Théolia a progressé de 5,93%, passant de 1,18 euro à l'ouverture à 1,25 euro à la clôture. La société X a été le principal acheteur de la journée (2 061 990 titres, soit 15,09% des titres acquis). Le volume moyen des ordres acheteurs agressifs de la société X a été 9,15 fois supérieur à celui du reste du marché. Au cours de cette journée, vingt-cinq ordres d'achat agressifs et volumineux ont été passés, tous intermédiaires confondus, pour un volume total de 3 059 786 titres. Parmi ces vingt-cinq ordres, neuf ont été émis par la société X, pour un volume total de 1 524 381 titres, soit environ 50% des volumes concernés.

A 9h01min22s, la société X a entré un ordre de 150 000 titres au prix de 1,19 euro, soit à hauteur de la meilleure limite vendeuse à ce moment-là, absorbant un peu plus de la moitié des titres en vente à cette limite. Deux secondes plus tard, la société X a entré un nouvel ordre, cette fois d'un volume de 250 000 titres, toujours au prix de 1,19 euro, soit à hauteur de la meilleure limite vendeuse à ce moment-là, alors qu'il ne restait que 58 837 titres en vente à cette limite, ces ordres engendrant un accroissement de l'activité sur le marché du titre. A la suite de ces ordres, et en moins de deux minutes, la société X a vendu un volume de titres équivalent à celui acquis grâce à ces derniers, enregistrant une plus-value de 552 euros, puis a passé un nouvel ordre d'achat agressif de 75 000 titres, à hauteur de la meilleure limite vendeuse.

Enfin à 9h14min07s, la société X a entré un ordre de 250 000 titres au prix de 1,20 euro, soit à hauteur de la meilleure limite vendeuse à ce moment-là, qui a été immédiatement exécuté à hauteur de 143 248 titres, absorbant la totalité des titres en vente à cette limite et engendrant un accroissement de l'activité sur le marché du titre ainsi qu'une augmentation de sa valeur durant 3 minutes (+1,7%) avant qu'il ne revienne à son cours initial. Durant les cinq minutes qui ont suivi cet ordre, elle a vendu un nombre de titres équivalent à celui qu'elle venait d'acquérir, enregistrant une plus-value de 880 euros. Pendant cette période de vente, elle a entré un nouvel ordre d'achat agressif, d'un volume total de 15 000 titres, à 1,22 euro, soit la deuxième meilleure limite vendeuse, décalant le cours d'un pas de cotation supplémentaire.

## MOTIFS

Considérant qu'il est reproché à la société X, sur le fondement des articles 631-1 1° a et 631-2 1° et 4° du règlement général de l'AMF, d'avoir procédé à une manipulation du cours des titres Nicox et Théolia au cours des séances des 31 mai, 2 juin, 4 et 5 août 2010 ;

Considérant que selon l'article 631-1, 1°, a) du règlement général de l'AMF, dans sa rédaction en vigueur depuis le 25 novembre 2004 et non modifiée depuis, « *Toute personne doit s'abstenir 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 (...)* » ; que l'article 631-2, 1° et 4° du même règlement, dans sa rédaction en vigueur depuis le 25 novembre 2004 et non modifiée depuis, précise : « *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 ; (...)* ; / 4° Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé (...) » ;

Considérant qu'il résulte de ces textes que des éléments caractéristiques d'opérations ou d'ordres, en eux-mêmes licites s'ils sont pris isolément, peuvent constituer une manipulation de cours lorsqu'appréciés dans leur globalité, ils permettent d'établir, de manière non équivoque, que le marché est susceptible d'être induit en erreur ; qu'il convient donc de rechercher si les éléments invoqués par la notification de griefs sont établis et si, étudiés dans leur globalité, ils constituent une manipulation de cours des titres en cause ;

Considérant que la notification de griefs reproche à la société X d'avoir utilisé un « *mode opératoire* » qui « *pourrait avoir eu pour effet de donner au marché des indications trompeuses sur la demande et l'offre des titres Nicox et Théolia* » ; qu'en envoyant des signaux acheteurs au marché sous la forme d'ordres d'achat agressifs et volumineux, la société X aurait engendré des tendances haussières sur le marché des titres Nicox et Théolia, au cours des séances des 31 mai, 2 juin, 4 et 5 août 2010 ; qu'en particulier, la société X a passé douze ordres acheteurs agressifs sur le marché des titres Nicox et Théolia durant lesdites séances de bourse ; que ces ordres étaient jusqu'à soixante-seize fois supérieurs au volume moyen d'un ordre d'achat agressif s'agissant du marché du titre Nicox, et quarante et une fois supérieurs s'agissant du marché du titre Théolia ; qu'au regard de leurs prix et de leurs volumes, ces ordres auraient, dans un premier temps, directement provoqué une hausse des cours, alors que, dans un second temps, le marché, incité à l'achat, aurait indirectement pris le relais de cette hausse ;

Considérant que la notification de griefs retient que ces ordres d'achat agressifs et volumineux, qu'elle considère comme seuls susceptibles d'avoir provoqué des hausses de cours de manière directe, ont été immédiatement suivis d'ordres de vente, témoignant d'un renversement de position très rapide, stratégie qui pourrait avoir été adoptée en vue de tirer profit du mouvement haussier que la société X avait amorcé ; qu'elle relève par ailleurs que de nombreux ordres d'achats agressifs de taille plus modérée ont été passés par la société X en même temps que les ordres de ventes afin « *d'entretenir l'impression d'une activité à la hausse au travers : i) de l'absorption de plusieurs limites, ii) de la réduction du volume en attente à certaines limites vendeuses qui cumulaient un nombre de titres qui auraient pu limiter la rapidité d'une hausse (i.e. le marché ayant besoin de temps pour éliminer les volumes passifs en question), iii) du fait de venir faire coter à un pas de cotation plus élevé avec un très faible nombre de titres pour venir afficher un prix plus élevé (sur le marché du titre Théolia)* » ; qu'elle soutient que l'objectif de la société X consistant à faire monter le cours du titre Nicox dans la perspective d'une revente, résulterait également du placement, par la mise en cause au cours de la séance du 31 mai 2010, d'ordres de vente passifs exécutés à la suite des hausses initiées par ses propres ordres d'achat émis en grande quantité ;

**I. Sur l'existence des indices retenus par la notification de griefs :**

**1°) le caractère volumineux et agressif des ordres d'achat passés par la société X**

Considérant que l'article 631-2, 1° du règlement général de l'AMF prévoit, comme indice possible d'une manipulation de cours, « *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* » ;

Considérant que, selon la notification de griefs, les ordres volumineux et agressifs émis par la société X constituaient des signaux haussiers qui auraient eu pour effet de donner des indications trompeuses au marché sur la demande des titres Nicox et Théolia, puisque, d'une part, la société X n'achetait ces titres que dans le but de les revendre en profitant de la hausse que ses ordres allaient générer, directement ou indirectement lorsque le marché prendrait le relais, et que, d'autre part, les autres intervenants du marché, ne sachant pas que l'ordre provenait d'un seul et même intermédiaire, pouvaient penser, en raison du volume des ordres de la société X, que ces derniers étaient passés par de nombreux intermédiaires et donc interpréter ces ordres comme un intérêt plus général du marché pour les titres en question ;

Considérant, d'abord, que les ordres agressifs donnés par la société X, tels qu'ils résultent des pièces annexes et sont décrits plus haut, constituaient bien des signaux techniques pour le marché indiquant l'existence d'une volonté acheteuse ;

Considérant, ensuite, que les ordres d'achat de la société X ont représenté, sur le marché du titre Nicox, 11,3% et 5,9% du volume quotidien, respectivement les 31 mai et 2 juin 2010, et, sur le marché du titre Théolia, 21,16% et 15,09% du volume quotidien, respectivement les 4 et 5 août 2010 ;

Considérant, enfin, que ces ordres d'achat ont été effectués à prix élevé ; que de tels achats ont été relevés à sept reprises sur le titre Nicox et à quatre reprises sur le titre Théolia ;

**2°) Les renversements rapides de position par la société X**

Considérant que l'article 631-2, 4° du règlement général de l'AMF prévoit, comme indice possible d'une manipulation de cours, « *Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné (...)* » ; qu'il ajoute que les renversements de position peuvent constituer un tel indice en étant « *associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé (...)* » ;

Considérant qu'il résulte de l'étude des séances de bourse examinées plus haut que des ordres de vente ont immédiatement suivi des ordres d'achat et, même, que lors de la séance du 31 mai 2010, des ordres de vente passifs ont parfois été entrés trois à cinq minutes avant des ordres d'achats agressifs et volumineux et, lors de la séance du 2 juin 2010, quinze minutes plus tôt ;

**3°) La récurrence, sur une même journée et une même valeur, du mode opératoire**

Considérant que, les séquences d'ordres d'achat agressifs et volumineux à prix élevé suivis de ventes immédiates ont été constatées sept fois sur le marché du titre Nicox et quatre fois sur le marché du titre Théolia, lors de deux séances de bourse pour chacun des titres concernés ;

Considérant que les indices invoqués sont donc bien établis ;



## II. Sur l'appréciation des indices dans leur globalité :

Considérant que si la société X fait valoir que chacun de ses *traders* était indépendant et que les renversements de position étaient généralement le fait d'un *trader* qui n'était pas celui qui avait acquis préalablement les titres, il convient d'observer que l'équipe restreinte de dix-sept *traders*, était placée dans un même espace ouvert et que M. B a admis lors de l'audition de la société par les enquêteurs, qu'il était possible pour les *traders* de voir les ordres des autres ; que l'étude des séances de bourse examinées ci-dessus met en évidence une stratégie commune à l'équipe de *traders* consistant à passer des ordres d'achat agressifs dans des volumes très importants, afin d'absorber une ou plusieurs limites vendeuses et de permettre à la société X de vendre les titres ainsi acquis à un cours plus élevé ; que les autres intervenants de ces marchés, essentiellement des personnes physiques non professionnelles, pouvaient voir dans la forte tendance acheteuse initiée ou entretenue par la société X, un signal les incitant eux-mêmes à l'achat ; que le marché prenait le relais de la hausse initiée par la société X, qui pouvait alors, en plaçant judicieusement des ordres de vente à un prix tout juste supérieur à celui d'acquisition des titres, dégager un profit ; que ces cessions se faisaient soit immédiatement après l'acquisition des titres, soit par l'intermédiaire d'ordres de vente passifs, entrés dans le carnet avant les ordres d'achat agressifs et volumineux ;

Considérant également qu'afin de décaler ses ordres vendeurs aux meilleures limites et ainsi leur offrir de meilleures chances d'être exécutés, la société X continuait généralement, durant la phase de revente des titres acquis grâce aux ordres d'achat agressifs et volumineux, d'acheter des titres, dans des volumes moins élevés, mais permettant souvent d'absorber les ordres vendeurs placés à des limites plus basses que ses propres ordres de vente ; que cette stratégie a été répétée par la société X à plusieurs reprises au cours des journées visées par la notification de griefs ;

Considérant que cette stratégie se rapproche de la technique dite du « *momentum ignition* » ou « *création d'un mouvement des prix* » définie postérieurement aux faits par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) dans ses « Orientations » du 24 février 2012 relatives aux systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé, comme l' « *Entrée d'ordres ou d'une série d'ordres destinés à lancer ou à exacerber une tendance et à inciter d'autres acteurs à accélérer ou élargir la tendance afin de créer une opportunité de dénouer/ouvrir une position à un prix favorable* » ; que toutefois, elle n'était pas utilisée en l'espèce dans un environnement de négociation hautement automatisé, afin de tromper les automates, ni ne s'accompagnait d'annulations d'ordres ou de diffusion de fausses rumeurs qui, sans en constituer des éléments nécessaires, sont souvent relevés comme accompagnant cette technique ;

Considérant que si les ordres agressifs et volumineux, seuls retenus par la notification de griefs comme donnant des indications directement trompeuses, donnaient bien au marché un signal de volonté acheteuse, il convient cependant d'observer que, loin d'être annulés ou passés à un niveau trop bas pour être exécutés, comme c'est souvent le cas des ordres fictifs, ils étaient tous immédiatement exécutés, au moins pour moitié, voire en totalité, et répondaient, en outre, à une offre préexistante dans le carnet ; qu'ils ne donnaient donc pas par eux-mêmes une indication fautive ou trompeuse sur la demande des instruments financiers concernés, au sens de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, même si les autres intervenants ignoraient, en raison de la structure du carnet d'ordres, que les ordres ne provenaient que d'un seul et même intermédiaire ; qu'en outre, le cours des titres Nicox et Théolia s'inscrivait dans une tendance générale déjà haussière durant les 15 minutes précédant ces ordres ; que si les interventions de la société X, à l'achat, se sont manifestées, notamment, par des ordres agressifs d'un volume très largement supérieur à la moyenne des autres ordres agressifs, d'autres intervenants ont également passé des ordres agressifs de volumes très importants, aussi bien sur le marché du titre Nicox que sur celui du titre Théolia durant les séances de bourse examinées ; qu'en particulier, s'agissant du marché du titre Théolia, la société Y a passé un ordre agressif d'achat de 200 000 titres, initiant la hausse du cours du titre et de l'activité du marché durant la journée du 4 août 2010 ; que, par ailleurs, la hausse du cours des titres concernés est moins imputable à l'activité de la société X qu'à l'accroissement d'activité de la part des autres intervenants, sensibles, notamment, aux signaux techniques que constituaient les ordres de la société X ; que le rapport d'enquête relève ainsi, s'agissant du marché du titre Nicox, que les interventions de la société X ne pouvaient être « *soupçonnées à elles seules d'avoir techniquement généré la hausse du cours de l'action (...) par l'effet qu'elles ont directement eu sur le cours du titre* » ; qu'en raison des

faibles pas de cotation des titres Nicox et Théolia, la stratégie de la société X, telle que décrite ci-dessus, devait, pour être rentable, s'effectuer sur des volumes importants ; que si les ordres d'achat ont été effectués à prix élevé, c'est que ladite stratégie nécessitait une exécution des ordres d'achat pour pouvoir, par la suite, vendre à un meilleur prix les titres qui venaient d'être acquis, et impliquait que la société X recourût à des ordres d'achat agressifs, c'est-à-dire des ordres qui pouvaient être immédiatement exécutés, et donc à des prix correspondant à la meilleure limite vendeuse ; que l'essentiel des ordres d'achat passés par la société X au-delà de la meilleure limite vendeuse tendait uniquement à toucher les premiers ordres de vente de grand volume, placés à un cours supérieur à la meilleure limite ;

Considérant que les renversements rapides, tels que décrits plus haut, s'expliquent aussi par le mode opératoire de la société X ; que, par ailleurs, dans un marché haussier, la manière d'acheter est souvent agressive, tandis que la manière de vendre est souvent passive ; que l'indice lié au renversement de position caractérise une manipulation de cours fondée sur l'envoi d'indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, en présence d'ordres annulés ou placés à des niveaux ne permettant pas leur exécution, puisque de tels ordres n'ont alors de raison d'être que de favoriser l'exécution des ordres passés en sens opposé ; qu'en l'espèce, la société X n'a fait que tirer profit de la structure du carnet d'ordres, n'achetant, pour la majeure partie de ses ordres, que des titres qui étaient à vendre avant qu'elle n'entre son ordre d'achat, et au prix demandé par le vendeur à la meilleure limite, ou proche de celle-ci, puis vendant à la nouvelle meilleure limite, ou proche de celle-ci ; qu'ainsi, les ordres d'achat agressifs et volumineux, n'avaient pas comme seule raison d'être le renversement de positions à venir, mais bien l'acquisition effective des titres demandés ; qu'il convient de relever que ces renversements de positions ont eu lieu dans une tendance déjà haussière qui a perduré à la suite de ces renversements, de sorte qu'il n'est pas possible de caractériser en l'espèce des « *variations sensibles du cours* » au sens de l'article 631-2, 4° précité ; qu'enfin, ils permettaient à la société X, société essentiellement tournée vers une politique de « *day trading* », de sécuriser régulièrement, au cours d'une même séance de bourse, ses gains potentiels, quitte à continuer d'intervenir durant le reste de la séance ;

Considérant que la récurrence sur une même journée et une même valeur du mode opératoire, s'explique aussi par les mêmes raisons que celles qui justifient les autres éléments précédemment relevés ;

Considérant, dès lors, que si l'activité de la société X sur le marché du titre Nicox, les 31 mai et 2 juin 2010, et sur le marché du titre Théolia, les 4 et 5 août 2010, relève d'une stratégie spéculative inhérente au type d'activité qu'elle exerce, celle-ci n'avait pas pour but de donner, et n'a pas donné, des indications fausses quant à la demande portant sur lesdits titres ; qu'en conséquence, l'existence d'une manipulation de cours n'est pas caractérisée au regard de l'article 631-1, 1° du règlement général de l'AMF ;

**PAR CES MOTIFS,**

**Et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Marie-Hélène Tric, par M. Guillaume Goulard, Mme Anne-José Fulgèras, MM. Bernard Field et Lucien Millou, membres de la 2<sup>ème</sup> section de la Commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance,**

**DECIDE DE :**

- mettre hors de cause la société X ;
- publier la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers dans des conditions propres à assurer l'anonymat de la personne mise en cause.

A Paris, le 14 mars 2014,

La Secrétaire de séance,

La Présidente,

Anne Vauthier

Marie-Hélène Tric

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