

AMF – DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS, 14 MARS 2014

MANIPULATION DE COURS

AVRIL 2014

A RETENIR...

- **La manipulation de cours peut être prouvée par un faisceau d'indices dès lors que l'AMF établit une ou plusieurs interventions inhabituelles sur un marché ayant eu pour effet de fixer le cours d'instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel.**
- **En l'espèce, la société mise en cause établit la « légitimité » de ses interventions par une stratégie de « day trading ».**
- **En conséquence ses ordres d'achats, bien que volumineux, agressifs et suivis par un renversement rapide de la position ne donnaient pas, en eux-mêmes, une indication fautive ou trompeuse de la demande sur le marché.**

Les décisions de la commission des sanctions de l'AMF en matière de manipulation de cours sont rares. C'est que les enquêtes en la matière sont délicates, l'élément matériel étant difficile à établir. La présente décision du 14 mars dernier de la commission des sanctions en est l'exemple parfait.

En l'espèce, une société de droit néerlandais, membre du marché Euronext, qui intervenait au cours de l'année 2010 sur le marché actions pour compte propre, se vit reprocher d'avoir, au cours de plusieurs séances de bourses, 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.

Le grief tiré de la manipulation de cours est redoutable car il expose la personne mise en cause à la fois à des sanctions disciplinaires prononcées par l'AMF sur le fondement des articles 631-1 et suivants du règlement général de l'AMF (« RGAMF ») et des sanctions pénales issues de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier. Le cumul est en effet parfaitement admis et il n'y a pas, pour la chambre criminelle, d'atteinte au principe non bis in idem (Crim. 28 janvier 2009, n° 07-81674), pas plus, d'ailleurs, que de violation de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, ainsi que la jugé récemment cette même chambre (Crim. 22 janvier 2014, n° 12-83579).

La commission des sanctions, dans l'examen du grief, adopte une méthode déjà approuvée par la haute juridiction administrative en matière d'information privilégiée et désormais consacrée en matière de manipulation de cours par un récent arrêt du Conseil d'Etat (CE, 20 mars 2013, n° 356476), consistant à établir ladite manipulation par un faisceau d'indices concordants à défaut de preuve matérielle. Le Conseil d'Etat précise dans cette décision qu'une manipulation de cours est présumée avérée si la commission des sanctions établit qu'une ou plusieurs interventions inhabituelles sur un marché ont eu pour effet de fixer le cours d'instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel. Il ajoute que cette présomption est toutefois susceptible d'être renversée si la personne mise en cause établit la légitimité des raisons de ses interventions sur le marché.

Elle constate dans un premier temps le caractère volumineux et agressif des ordres d'achat passés en relevant, d'une part, que lesdits ordres ont représenté 11,3 % et 5,9 % du volume quotidien s'agissant d'un titre, et 21,16 % et 15,09 % s'agissant d'un autre, et d'autre part, que ces

ordres d'achat ont été effectués à prix élevé. Elle constate ensuite qu'il résulte de l'étude des séances de bourse que des ordres de vente ont immédiatement suivi des ordres d'achat. Elle relève également la récurrence, sur une même journée et une même valeur, du mode opératoire.

Elle observe aussi que l'équipe restreinte de dix-sept traders était placée dans un même espace ouvert et qu'il était possible pour les traders de voir les ordres des autres et qu'il est établi 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 mise en cause de vendre les titres ainsi acquis à un cours plus élevé.

Cela étant, la commission ne s'arrête pas là et dans un second temps se livre à une appréciation des indices dans leur globalité. Elle relève 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, 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 préexistant dans le carnet.

Elle en déduit 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 RGAMF, 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.

En outre, d'autres intervenants avaient également passé des ordres agressifs de volumes très importants, ce dont il résultait que la hausse du cours des titres concernés était moins imputable à l'activité de la mise en cause qu'à l'accroissement d'activité de la part des autres intervenants.

La commission en conclut que 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 et que le comportement de la société mise en cause relevait d'une stratégie spéculative inhérente au type d'activité qu'elle exerce, et n'avait pas pour but de donner, et n'a pas donné, des indications fausses quant à la demande portant sur lesdits titres. La commission prend ici soin de relever que cette stratégie n'a pas donné dans les faits d'indications fausses au marché, ce qui conduit à penser que la seule intention de ne pas

donner d'indications fausses n'aurait certainement pas suffi, en l'absence de la constatation factuelle que le marché n'avait pas été induit en erreur.

Sanction

- **Mise hors de cause**
- **Publication de la décision sur le site de l'AMF dans des conditions propres à assurer l'anonymat de la société mise en cause**

Contacts

Dana Anagnostou, Associée, Avocat aux barreaux de New York et Paris, danagnostou@kramerlevin.com

Hubert de Vauplane, Associé, Avocat au barreau de Paris hdevauplane@kramerlevin.com

Wadie Sanbar, Counsel, Avocat au barreau de Paris wsanbar@kramerlevin.com

Valentine Baudouin, Avocat au barreau de Paris, vbaudouin@kramerlevin.com

Hugues Bouchetemple, Avocat au barreau de Paris, hbouchetemple@kramerlevin.com

Rémi Jouaneton, Avocat au barreau de Paris, rjouaneton@kramerlevin.com

Ramona Tudorancea, Avocat aux barreaux de New York et Paris, rtudorancea@kramerlevin.com