



AUTORITÉ
DES
SERVICES
ET MARCHÉS
FINANCIERS

La Commission des sanctions

DÉCISION DU 8 OCTOBRE 2015 DANS LE CADRE D'UNE PROCÉDURE DE SANCTION
MENÉE À L'ENCONTRE DE X

La commission des sanctions de l'Autorité des services et marchés financiers (ci-après la "FSMA"),

Vu les articles 25, 36 et 70 à 72 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après "la loi du 2 août 2002") ;

Vu le règlement d'ordre intérieur de la commission des sanctions du 21 novembre 2011 ;

Vu la décision de l'auditeur du 2 juillet 2012, prise en application de l'article 70, § 1^{er}, de la loi du 2 août 2002 d'ouvrir une enquête portant sur des faits susceptibles de constituer un abus de marché et de donner lieu à l'imposition d'une amende administrative, soit des fortes différences relevées sur le cours de l'action Z sur une durée d'un an, les donneurs d'ordres ayant été identifiés comme étant X et/ou la société Y ;

Vu la décision du 20 janvier 2015 du comité de direction de la FSMA, prise conformément à l'article 71, §2, de la loi du 2 août 2002, d'engager une procédure pouvant mener à l'imposition d'une amende administrative à l'encontre de X, et vu la notification des griefs subséquente qui lui a été adressée par courrier daté du 21 janvier 2015 ;

Vu la transmission, par courrier du 21 janvier 2015 adressé au président de la commission des sanctions, du rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur datées du 14 octobre 201 ;

Vu le rapport comportant les conclusions définitives de l'auditeur ;

Vu les observations écrites déposées par X le 23 mars 2015 ;

Oui X et son conseil, Maître A, lors des audiences des 4 et 12 juin 2015 ;

Vu le mémoire complémentaire déposé par X le 2 juillet 2015 ;

I. Les faits

1. X (...) est titulaire d'une licence en sciences économiques appliquées (...), complétée par un post-graduat en finance (...). Il a effectué toute sa carrière professionnelle auprès de la société de bourse Y, dont il est (...) administrateur délégué et membre du comité de direction.

(...)

2. La société Y est une (...) société de bourse (...).

3. Z est une société anonyme de droit belge (...).

4. L'action Z est (...) cotée sur le marché Alternext d'Euronext Brussels. (...)

5. (...)

Les actions de Z étaient détenues par la société de bourse Y et par X mais aussi par des clients de la société de bourse.

(...)

6. Le (...), à la demande de la Banque nationale de Belgique, formulée en sa qualité de contrôleur prudentiel, la société de bourse Y cédait l'ensemble de ses actions Z à un tiers, enregistrant une moins-value de l'ordre de (...).

7. Depuis son entrée en bourse, Z a présenté les résultats financiers (négatifs) (...). En conséquence, le cours de bourse de l'action Z s'est progressivement déprécié dans un marché caractérisé par une très faible liquidité (...)

8. (...), le service chargé de la surveillance des marchés au sein de la FSMA (service « SUR ») a relevé des mouvements qualifiés de remarquables du cours de l'action Z sur une période d'un an. Le constat était le suivant : "*Opvallend (...) is dat het aandeel vaak bij lage volumes terugvalt tot een koers van +/- (...) euro, maar telkens op het einde van een kwartaal bij forse volumes klimt naar een koers van +/- (...) euro.*"¹

9. En raison de l'étroitesse du marché de l'action Z, le service SUR a demandé l'identité des donneurs d'ordres auprès des deux intermédiaires intervenus à l'achat. Les réponses apportées à ces demandes identifiaient, pour un grand nombre d'opérations, X et la société de bourse Y. Conformément aux procédures en vigueur, le service SUR a transmis l'ensemble de ses constatations à l'auditeur de la FSMA.

10. Le 2 juillet 2012, l'auditeur de la FSMA a décidé d'ouvrir une enquête pour examiner si les ordres introduits et les opérations réalisées en actions Z par X pour compte propre et pour compte de la société de bourse Y étaient constitutifs d'une infraction aux dispositions de la loi du 2 août 2002 réprimant les abus de marché. L'auditeur a concentré son enquête sur les opérations réalisées au cours des derniers jours des trimestres se clôturant le (...), le (...) et le (...).

11. Dans son rapport, l'auditeur a estimé qu'au cours de ces trois trimestres :

- lors de chaque journée des fins de trimestre examinées, X et la société Y introduisaient, peu avant la fin de la période d'accumulation des ordres, des ordres d'achat ;
- ces ordres d'achat avaient eu un impact direct sur la fixation des cours ou, dans certains cas, en l'absence de cours formé, sur la détermination du cours de référence et de la limite haute du lendemain ;

¹ Traduction libre de l'auditeur dans son rapport: "*Il est frappant de relever que le cours de l'action retombe fréquemment vers un cours de ± (...) EUR lors de transactions à faible volume mais qu'à la fin des trimestres le cours s'apprécie, par le biais de volumes étoffés, aux alentours d'un cours de ± (...) EUR.*"

- à la fin du quatrième trimestre (...) et du premier trimestre (...), X a également introduit des ordres de vente, pour des quantités très limitées, qui ont concouru directement à la fixation du cours de fin de trimestre ;
- in fine, ces ordres ont provoqué des hausses de cours quotidiennes qui, sur l'ensemble de chaque fin de trimestre considérée, se sont additionnées de sorte que le cours de l'action Z s'est systématiquement établi en fin de trimestre aux alentours de (...) EUR ;
- les ordres de X et de la société Y ont représenté, selon les cas, la grande majorité ou la totalité des ordres introduits et exécutés à l'achat sur la valeur pendant les périodes examinées².

Période	Cours début	Cours fin	Hausse cours	% Ordres d'achat	% Volume à l'achat
(...)	(...) EUR	(...)EUR	42,14 %	60 %	73,69%
(...)	(...)EUR	(...)EUR	61,20 %	100 %	100%
(...)	(...)EUR	(...)EUR	31,88 %	66 %	58,94%

12. Dans son rapport, l'auditeur a estimé par ailleurs qu'au cours des trimestres concernés par l'enquête, les hausses observées du cours de l'action Z à la clôture du trimestre ont permis d'éviter de grever le compte de résultats de la société de bourse à concurrence respectivement de (...) EUR, (...) EUR et (...) EUR, ces montants n'étant pas cumulables.

II. Notification des griefs par le comité de direction

13. Le 20 janvier 2015, le comité de direction de la FSMA a décidé d'engager à l'encontre de X une procédure pouvant donner lieu à une amende administrative.

Le comité de direction a relevé que sur la base de son enquête, l'auditeur avait conclu dans les termes suivants :

« X a commis des manquements répétés à l'article 25, § 1^{er}, 2°, de la loi du 2 août 2002 (lu conjointement, pour ce qui concerne les opérations au nom de Y, avec l'article 25, § 2), à l'occasion des ordres et opérations en actions Z en son nom propre et au nom de Y des (...), (...), et (...), telles que décrites dans le présent rapport. »

14. Le comité de direction a décidé de retenir ces constatations de l'auditeur à titre de griefs dans le chef de X.

15. Il a également décidé de proposer à la commission des sanctions d'infliger à X une amende de 50.000 euros.

16. Estimant que les manquements n'étaient pas excusables et tenant compte des fonctions exercées par X, le comité de direction a par ailleurs proposé à la commission des sanctions que la décision de sanction fasse l'objet d'une publication nominative sur le site web de la FSMA, cette publication n'étant pas en l'espèce de nature à perturber le bon fonctionnement des marchés, ni à créer un préjudice disproportionné aux parties en cause compte tenu des manquements reprochés.

Conformément à l'article 71, § 2, de la loi du 2 août 2002, le comité de direction a adressé à X, le 21 janvier 2015, la notification des griefs retenus dans son chef, ainsi que la proposition de sanction qu'il a communiquée à la commission des sanctions.

² L'auditeur précise cependant que les séances boursières des (...) et des (...) font exception.

17. Etant donné que les manquements à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, de la loi du 2 août 2002 sont susceptibles de constituer des manquements à l'article 39 de la même loi, le comité de direction devait transmettre la notification des griefs au procureur du Roi de Bruxelles (article 71, §5, de la loi du 2 août 2002). Le comité de direction a toutefois décidé de ne pas faire usage de la possibilité prévue par l'article 71, § 5, de la loi du 2 août 2002 de rendre publique la décision de communiquer la notification au procureur du Roi. Cette décision était motivée par la considération qu'il n'y avait pas de circonstances spécifiques qui justifiaient que la FSMA prenne l'initiative d'une telle publication.

III. Décision

18. Les ordres litigieux portaient sur des actions Z. Les actions Z étant admises à la négociation sur le marché Alternext Brussels, elles sont visées par les interdictions prévues à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, a) et b), de la loi du 2 août 2002, l'application de cette interdiction audit marché découlant de l'article 8 de l'arrêté royal du 21 août 2008 fixant les règles complémentaires applicables à certains systèmes multilatéraux de négociation.

19. X a introduit les ordres litigieux soit en son nom propre soit au nom de la société Y.

20. Dans le cas d'une société ou autre personne morale, les interdictions prévues au § 1^{er} de l'article 25 de la loi du 2 août 2002 s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte de la personne morale en question.

21. X conteste que la majorité des ordres introduits au nom de la société Y lui soient imputables au motif que la décision d'introduire ces ordres aurait été prise collégalement par un de ses organes (le comité de direction) de sorte qu'elle serait imputable à la seule société Y. Il invoque à l'appui de son raisonnement le considérant 40 du règlement européen n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (dont il admet qu'il n'était pas applicable au moment des faits), en vertu duquel « *afin de garantir la responsabilité tant de la personne morale que de toute personne physique participant à la prise de décision de la personne morale, il est nécessaire de reconnaître les différents mécanismes juridiques nationaux des États membres. Ces mécanismes devraient concerner directement les méthodes d'imputation de la responsabilité dans le droit national* ».

22. Cet argument ne peut être admis. Comme X le reconnaît lui-même, le règlement européen susmentionné n'est pas applicable en l'espèce. En toute hypothèse, il ne se déduit nullement de ce règlement que la théorie de l'organe découlant du droit des sociétés serait applicable en la matière, et encore moins que cette théorie aurait pour conséquence que la décision d'introduire les ordres litigieux ne pourrait être imputée qu'à la société Y.

Le règlement précité précise en effet que l'imputabilité des infractions est régie par les différents mécanismes juridiques nationaux des États membres.

En application du droit belge, la Cour d'appel de Bruxelles a décidé que pour déterminer si une infraction à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, de la loi du 2 août 2002 est imputable à une personne morale, il n'y a pas lieu de se référer au droit des sociétés car la loi du 2 août 2002 instaure un régime autonome de sanctions administratives, sans référence au droit des sociétés³. Cette autonomie permet à la commission des sanctions de ne pas se limiter aux décisions et à la connaissance des organes légaux ou statutaire d'une société pour lui imputer une infraction.

Le droit belge précise (article 25, §2, de la loi du 2 août 2002) que les interdictions prévues au § 1^{er} de l'article 25 de la loi du 2 août 2002 s'appliquent aux personnes physiques qui « *participent* » à la décision d'effectuer une transaction ou de passer un ordre pour le compte d'une personne morale.

³ Bruxelles (18e ch.), 24 septembre 2015, point 267.

En l'espèce, il n'est pas contesté que X, qui est administrateur délégué et membre du comité de direction de la société Y, a participé à la décision de passer les ordres litigieux au nom de cette société.

En conséquence, s'agissant des ordres introduits au nom de la société Y, l'interdiction prévue au §1^{er} de l'article 25 de la loi du 2 août 2002 s'applique également à X.

23. Pour que les ordres introduits par X en son nom et au nom de la société Y soient visés par l'interdiction prévue à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2° a) ou b), de la loi du 2 août 2002, il faut qu'ils aient donné ou aient été susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Z ou encore que ces ordres aient fixé le cours de l'action Z à un niveau anormal ou artificiel.

A supposer que l'on se trouve dans l'une de ces hypothèses, X pourrait toutefois établir que les raisons qui l'ont amené à passer les ordres litigieux étaient légitimes et que ces ordres étaient conformes aux pratiques de marché admises sur le marché concerné. En ce cas, il ne pourrait être sanctionné.

24. L'auditeur apparente les ordres litigieux à une technique manipulative, désignée dans l'exposé des motifs de la loi du 2 août 2002 par l'expression "*marking the close*". Cette pratique est décrite comme suit " *le fait d'acheter ou de vendre un instrument financier au moment de la clôture du marché en vue d'agir sur le cours de clôture, de manière à induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours de clôture*⁴ ».

25. D'après l'auditeur, l'examen des ordres litigieux met également en évidence plusieurs signaux qui, aux termes de l'article 3 de l'arrêté royal du 5 mars 2006, doivent être pris en compte par la FSMA dans le cadre de l'examen d'une éventuelle manipulation de marché au sens de l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er} 2°, de la loi du 2 août 2002.

D'après lui, il s'agit à tout le moins de « *la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible du cours de cet instrument* (art. 3, al. 1, 1°).

L'auditeur relève ainsi que X est intervenu, soit en nom propre, soit au nom de la société Y dans la grande majorité ou la totalité des ordres introduits à l'achat en Z pendant les périodes examinées, ainsi que, par voie de conséquence, dans la grande majorité ou la totalité des transactions exécutées au cours des mêmes périodes⁵. D'après l'auditeur, cette activité soutenue de X est à l'origine de hausses significatives du cours de l'action Z au cours de chaque période examinée.

L'auditeur estime aussi que la manipulation de marché tient en l'espèce à « *la mesure dans laquelle les ordres sont émis ou les opérations 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* (art. 3, al. 1, 7°).

L'auditeur relève à cet égard que X a, au cours des journées concernées, presque systématiquement introduit ses ordres d'achat dans les dernières secondes avant la fixation du cours de clôture et ces interventions ont entraîné des hausses de cours importantes.

L'auditeur constate que ces hausses significatives ont été suivies, soit soudainement (...), soit quelques séances plus tard, de baisses importantes, faisant retomber le cours à un niveau proche de son niveau antérieur.

L'auditeur conclut que les ordres litigieux participent ainsi d'un comportement visant à donner des indications fausses et trompeuses sur le cours de l'action Z. Il estime également que certaines positions

⁴ Doc.parl. Chambre, 2001-2002, n° 1842/001-1843/001, pp. 61-62.

⁵ D'après l'auditeur, seules les séances boursières des (...) et des (...) font exception. Il relève toutefois qu'au cours de ces deux dernières séances, X prend à son compte respectivement 200 et 250 actions Z sur des volumes totaux de 1.200 et 1.500 unités.

prises simultanément à l'achat et à la vente par X ont donné des indications fausses et trompeuses sur l'offre et la demande en actions Z. Il estime par ailleurs non crédible l'explication fournie par X pour justifier les ordres introduits soit, d'une part, sa volonté de renforcer sa position en actions Z et, d'autre part, la contrainte d'agir en fin de mois ou de trimestre car c'est à ce moment que le marché s'anime. L'auditeur estime que X poursuivait une stratégie visant à porter le cours de l'action Z à un niveau anormalement élevé afin d'éviter de devoir acter des réductions de valeur sur la participation de la société Y en Z, de même que sur les portefeuilles des clients, détenteurs d'actions Z.

26. Le comité de direction appuie ses griefs sur ce raisonnement de l'auditeur.

27. Afin de déterminer si une manipulation de cours a été commise sur un marché déterminé, le fait que ce marché fonctionne au « *fixing* », comme en l'espèce⁶, ou en continu n'est pas déterminant : les éléments constitutifs de l'interdiction prévue à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, de la loi du 2 août 2002 peuvent être constatés (par exemple à l'occasion d'un comportement de type « *marking the close* ») tant sur un marché fonctionnant avec un simple *fixing* (sur lequel beaucoup d'ordres sont généralement introduits juste avant la clôture), comme Alternext Brussels, que sur un marché fonctionnant en continu.

28. Au cours des trois seuls trimestres pour lesquels des manipulations de cours sont imputées à X, il apparaît que les ordres (principalement à l'achat) introduits successivement au cours des journées de bourse précédant la fin du trimestre, ont eu pour effet de porter progressivement l'action Z à un cours de clôture d'environ (...) euros, soit une hausse d'environ 30, 40 ou 60% selon le trimestre concerné. Il apparaît également que les ordres litigieux, dont les volumes correspondaient généralement aux volumes des ordres vendeurs présents dans le carnet d'ordres, constituaient une part très importante du volume à l'achat sur le titre Z (jusque 100%). Les variations de cours importantes de l'action Z au cours des trois trimestres examinés par l'auditeur pourraient donc paraître suspectes.

29. Néanmoins, lorsque, comme en l'espèce, une grande partie des titres de la société concernée sont concentrés dans les mains d'un même opérateur (au sens large, c'est-à-dire la société de bourse, un grand nombre de ses clients et son administrateur délégué, lequel est aussi actionnaire de contrôle de la société-mère de la société de bourse), le risque que des ordres introduits par cet opérateur (toujours au sens large) ne déstabilisent le cours s'avère intrinsèque à l'actionnariat de la société.

Les ordres introduits par ledit opérateur ne sont cependant qualifiables de manipulation de cours que si les éléments constitutifs de l'infraction visée à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, de la loi du 2 août 2002 sont réunis. Il faudrait dès lors qu'il soit établi que « *des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours* » ont été données ou encore que le cours a été fixé « *à un niveau anormal ou artificiel* ».

30. En l'espèce, le cours de l'action Z est particulièrement volatil. (...)

Il apparaît que le cours de l'action Z se caractérise par de fortes variations et ce, également en dehors des trois seules fins de trimestres qui ont donné lieu à un grief de manipulation par l'auditeur. En présence de telles variations, il est malaisé de déterminer à quel moment le cours de l'action aurait été porté à un niveau « *anormal ou artificiel* » ou quand « *des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours* » auraient été données, a fortiori lorsque la valeur intrinsèque du titre est très nettement inférieure à son cours.

31. X affirme sans être contredit qu'en dehors des trois trimestres pour lesquels des manipulations de cours lui sont imputées, des variations importantes ont caractérisé le cours de l'action Z et ce, pendant les 11 trimestres au cours desquels la société Y a détenu des titres Z. Il relève également que ces variations ont continué après que la société Y eut cédé ses titres Z (...).

⁶ Le marché Alternext Brussels sur lequel les actions Z sont admises à la négociation est un marché qui fonctionne avec un « simple fixing », le cours des titres étant fixé une fois par jour à 15h30.

Lors de son audition par la commission des sanctions, X a déposé un tableau visant à démontrer son allégation en reprenant la plupart des opérations en actions Z réalisées entre le (...) et le (...) (tableau figurant également en annexe 2 du mémoire complémentaire déposé par X).

32. Dès lors que le cours de l'action Z a effectivement subi des variations d'ampleur importante en dehors des trois trimestres examinés et ce, même après que la société Y eut cédé ses titres, il subsiste un doute quant au fait que les variations constatées au cours des trois trimestres litigieux puissent à elles seules constituer la preuve que des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Z aient été données par X (infraction à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, a), de la loi du 2 août 2002) et/ou que le cours de l'action Z ait été fixé à un niveau anormal ou artificiel (infraction à l'article 25, §1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, b), de la loi du 2 août 2002) par le fait de X.

33. Le fait, relevé par l'auditeur et le comité de direction, que X n'ait pas réalisé des opérations financièrement plus intéressantes lorsqu'un certain nombre d'actions étaient disponibles ou lorsqu'il était possible de les acquérir à moindre coût n'est pas déterminant : cela reviendrait à remettre en cause l'opportunité du comportement d'un opérateur, lequel peut n'avoir commis qu'une simple erreur d'appréciation.

Les sociétés de bourse sont, certes, tenues à un devoir de diligence, mais celui-ci concerne la gestion du portefeuille de leurs clients et non la gestion de leur propre portefeuille. Par ailleurs, ce devoir de diligence fait partie de l'arsenal des règles de conduite auxquels ces sociétés sont soumises et il s'agit là de règles distinctes de celles visant à sanctionner les abus de marché.

34. S'agissant des motifs que l'auditeur et le comité de direction décèlent dans les opérations litigieuses, il n'apparaît pas qu'ils aient pu conduire X à mettre en place une stratégie visant à porter le cours de l'action Z à un niveau déterminé sur trois trimestres uniquement. En effet, si cette stratégie avait pour but (et pour effet) de porter le cours de l'action Z à un niveau anormalement élevé afin d'éviter de devoir acter des réductions de valeur sur le portefeuille de ses clients et sur ses fonds propres, cette stratégie aurait en principe dû être poursuivie de manière continue. Toute interruption dans sa mise en œuvre allait nécessairement annihiler tout son effet puisqu'elle allait entraîner une chute du cours.

35. En conséquence, la commission des sanctions estime qu'il n'est pas établi que les ordres introduits par X au cours des trois fins de trimestres concernés donnaient ou étaient susceptibles de donner des indications fausses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Z ou encore que ces ordres fixaient le cours de ce titre à un niveau anormal ou artificiel.

36. Il n'y a pas lieu de publier nominativement la présente décision.

Par ces motifs,

La commission des sanctions,

composée des personnes qui signent la présente décision,

après en avoir délibéré,

dit pour droit qu'il n'est pas démontré à suffisance que X a commis un manquement à l'article 25, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 2^o, a), ou b), de la loi du 2 août 2002 à l'occasion des ordres et opérations en actions Z effectués en son nom propre et au nom de la société Y les (...), (...), et (...);

dit n'y avoir lieu à prononcer de sanction administrative à sa charge;

dit que la publication de la présente décision ne sera pas nominative.

Fait à Bruxelles, le 8 octobre 2015,

Michel ROZIE,
Président

Christine MATRAY

Guy KEUTGEN