

Grosses délivrées
aux parties le :

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE
AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS

COUR D'APPEL DE PARIS

Pôle 5 - Chambre 7

ARRÊT DU 19 DÉCEMBRE 2019

(n°30, 11 pages)

Numéro d'inscription au répertoire général : **19/00495 - N° Portalis 35L7-V-B7D-B7BSP**

Décision déférée à la cour : **Décision de l'Autorité des marchés financiers n° 12 en date du 08 novembre 2018**

REQUÉRANT :

M. Laurent HAEGEL
né le 27 Septembre 1958 à PARIS 15^{ème}
demeurant 18, chemin Saint Joseph
13260 CASSIS

Élisant domicile au cabinet PELLERIN-DE MARIA-GUERRE
20, rue du Pont neuf
75001 PARIS

Représenté par Me Luca DE MARIA, de la SELARL PELLERIN - DE MARIA - GUERRE, avocat au barreau de PARIS, toque : L0018
assisté de Me Frédéric FONTAINE, de l'AARPI FONTAINE, avocat au barreau de Paris, toque G 0038

EN PRÉSENCE DE :

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
17, Place de la Bourse
75082 PARIS CEDEX 02

représentée par M. Aurélien NICODEAU, dûment mandaté

COMPOSITION DE LA COUR :

L'affaire a été débattue le 24 octobre 2019, en audience publique, devant la cour composée de :

- Mme Agnès MAÎTREPIERRE, présidente de chambre, présidente
- Mme Frédérique SCHMIDT, présidente de chambre
- Mme Sylvie TRÉARD, conseillère

qui en ont délibéré

GREFFIER, lors des débats : Mme Véronique COUVET

MINISTÈRE PUBLIC : auquel l'affaire a été communiquée et représenté lors des débats par Mme Madeleine GUIDONI, avocate générale, entendue en son avis

ARRÊT :

- contradictoire

- rendu par mise à disposition au greffe de la cour, les parties en ayant été préalablement avisées dans les conditions prévues au deuxième alinéa de l'article 450 du code de procédure civile.

- signé par Mme Agnès MAÎTREPIERRE, présidente de chambre, et par Mme Véronique COUVET, greffière à qui la minute du présent arrêt a été remise par le magistrat signataire.

* * * * *

Vu la décision n°12 de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 8 novembre 2018 ;

Vu le recours formé le 11 janvier 2019 par M. Haegel contre cette décision, qui lui a été notifiée le 19 novembre 2018 ;

Vu l'exposé des moyens déposé par M. Haegel le 25 janvier 2019 et ses observations écrites déposées les 4 juillet et 21 octobre 2019 ;

Vu les observations de l'AMF déposées les 13 mai et 27 septembre 2019 ;

Vu l'avis du ministère public déposé le 22 octobre 2019 et communiqué le même jour à M. Haegel et à l'Autorité des marchés financiers ;

Après avoir entendu à l'audience publique du 24 octobre 2019 le conseil de M. Haegel, le représentant de l'Autorité des marchés financiers, et le ministère public, M. Haegel ayant été mis en mesure de répliquer ;

*
* *

FAITS ET PROCÉDURE

1. L'action Compagnie du Cambodge est admise aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris, où elle fait l'objet d'un double « fixing » quotidien, le premier à 11h30, le second à 16h30.
2. Au cours de l'année 2015, la direction de la surveillance des marchés de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF) a observé plusieurs journées atypiques en termes de volumes échangés.
3. Le 8 avril 2016, le secrétaire général de l'AMF a décidé l'ouverture d'une enquête sur le marché du titre Compagnie du Cambodge, à compter du 1^{er} janvier 2014.

4. Les enquêteurs de l'AMF ont relevé, au cours des séances des 29 janvier, 10 et 14 avril, 2 septembre, et 9 et 10 novembre 2015, que M. Haegel et la société de gestion Keren Finance, agissant pour le compte de la SICAV ACTIF, étaient intervenus de manière répétée sur ce marché.
5. M. Haegel est retraité. Il était auparavant actionnaire et dirigeant du groupe Pantin, spécialisé dans la meunerie et la transformation du malt. La société Keren Finance est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF depuis le 19 janvier 2001 et présidée par M. Elmaleh. À l'époque des faits, la société Keren Finance était chargée de la gestion de la SICAV ACTIF, un fonds d'investissement alternatif dédié à la gestion de la fortune de M. Haegel et de sa famille. Au sein de la société Keren Finance, la gestion de cette SICAV était assurée par M. Lagae et, en son absence, par M. Elmaleh.
6. Des griefs de manipulation de cours, au sens des dispositions de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, ont été notifiés à MM Haegel et Lagae ainsi qu'à la société Keren Finance.
7. Par décision du 8 novembre 2018, la Commission des sanctions de l'AMF a retenu à l'égard, notamment, de M. Haegel, deux manquements de manipulation de cours :
- le premier, sur le fondement de l'article 631-1, 1°, a) du règlement général de l'AMF, pour avoir donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande du titre Compagnie du Cambodge par la passation d'ordres massifs d'achat puis de vente, et inversement, de vente et d'achat, au cours des séances des 10 et 14 avril, 2 septembre, 9 et 10 novembre 2015, dans un marché peu liquide, en face à face et de manière concertée avec la société Keren Finance, et dont le seul objet était de transférer du portefeuille de M. Haegel à celui de la SICAV ACTIF, et vice versa, ces titres sans en changer le bénéficiaire économique ;
 - le second, sur le fondement de l'article L.631-1, 1°, b) du règlement général de l'AMF pour avoir fixé le cours du titre Compagnie du Cambodge à un niveau artificiel par des interventions agressives à l'achat, puis à la vente, effectuées au cours des séquences des 10 avril, 2 septembre, 9 et 10 novembre 2015 à un moment proche de celui où étaient calculés les cours de « fixing », et qui avaient pour unique objet, au cours de chacune de ces séquences, d'amplifier l'écart entre le prix auquel ces titres ont été transférés dans son portefeuille et celui auquel ils ont été rapatriés dans le portefeuille de la SICAV ACTIF.
8. Par cette même décision, elle a prononcé, à l'encontre de M. Haegel, au titre de ces deux manquements, une sanction pécuniaire de 650 000 euros et ordonné la publication de sa décision.
9. Par déclaration déposée au greffe le 11 janvier 2019, M. Haegel a formé un recours en annulation et en réformation à l'encontre de cette décision.
10. Aux termes de l'exposé de ses moyens ainsi que de ses observations en réplique et récapitulatives, M. Haegel demande à la cour :
- d'annuler, ou à défaut, de réformer la décision attaquée et, en conséquence, de dire n'y avoir lieu à sanction ;
 - à titre subsidiaire, d'annuler ou à défaut, de réformer la décision attaquée sur le montant de la sanction et en conséquence, en réduire le montant.
11. L'AMF fait valoir que les moyens contestant le premier manquement retenu contre M. Haegel sont irrecevables, faute d'avoir été présentés dans l'exposé des moyens déposé dans les quinze jours. Sur le fond, elle considère que le recours doit être rejeté.
12. Le ministère public estime que les moyens relatifs à la caractérisation du premier grief sont irrecevables et, sur le fond, que le recours doit être rejeté.

MOTIVATION

Sur la recevabilité des moyens dirigés contre le premier manquement :

13. L'AMF fait valoir que, dans l'exposé des moyens, les critiques de M. Haegel portent uniquement sur le second manquement qui a été retenu par la Commission des sanctions, de sorte que les moyens tendant à contester la caractérisation du premier manquement, présentés pour la première fois après l'expiration du délai de quinze jours prévu à l'article R.621-46 du code monétaire et financier, sont irrecevables.
14. M. Haegel conclut au rejet de cette fin de non-recevoir. Il fait valoir que les observations qu'il a déposées le 4 juillet 2019 ne développent pas de nouveau moyen de fait ou de droit mais ne font que reprendre l'argumentation présentée en pages 10 et 11 de l'exposé des moyens, dans une nouvelle présentation formelle, pour répondre aux moyens avancés par l'AMF dans l'ordre des observations déposées par cette dernière le 13 mai 2019.

Sur quoi, la cour :

15. Aux termes de l'article R.621-46, I du code monétaire et financier, lorsque la déclaration de recours faite au greffe de la cour d'appel ne comporte pas l'exposé des moyens invoqués, le demandeur doit, à peine d'irrecevabilité prononcée d'office, déposer cet exposé au greffe dans les quinze jours qui suivent le dépôt de la déclaration.
16. Il en résulte que sont irrecevables tous les moyens développés dans les mémoires successivement déposés à l'appui du recours lorsqu'ils ne figurent ni dans la déclaration de recours ni dans l'exposé des moyens, lesquels fixent les termes du litige. Ne sont recevables que les moyens nouveaux qui n'ont d'autre objet que de répondre aux observations de l'AMF.
17. En l'espèce, comme il l'a été précisé précédemment, deux manquements de manipulation de cours du titre Compagnie du Cambodge ont été retenus à l'encontre de M. Haegel :
- le premier consistant à donner une fausse image du marché de ce titre par des ordres massifs à l'achat et à la vente passés de manière concertée par M. Haegel et la société Keren Finance et ayant pour objet d'opérer des transferts de titres de portefeuille à portefeuille, de celui de M. Haegel à celui de la SICAV ACTIF et vice versa, sans changement de bénéficiaire économique ;
 - le second consistant à fixer le cours du titre Compagnie du Cambodge à un montant artificiel par des ordres agressifs à l'achat puis à la vente, passés uniquement par M. Haegel, sur peu de titres à chaque séance, juste avant les « fixings » et à des valeurs pour lesquelles aucune transaction n'aurait été possible, parce qu'excédant la valeur limite de vente ou d'achat résultant du carnet d'ordres.
18. Dans l'exposé de ses moyens, en pages 4 et 5, au paragraphe intitulé « *sur l'absence de caractérisation de l'élément matériel des faits reprochés à M. Haegel* », ce dernier indique que « *pour caractériser l'élément matériel du manquement de manipulation de cours, la Décision Attaquée relève tout d'abord des séquences au cours desquelles Monsieur Laurent Haegel a passé des ordres d'achat ou de vente portant sur 1 titre, avant le calcul du fixing, forme d'intervention qu'elle considère correspondre à l'indicateur de manipulation de cours mentionné au 7° de l'article 631-2 du Règlement Général de l'AMF.* », puis expose en quoi cette argumentation ne serait pas convaincante.
19. Or les ordres d'achat et de vente pour un seul titre, passés avant les « fixings » et considérés par la décision attaquée comme correspondant à l'indicateur mentionné au 7° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF, sont ceux qui ont été retenus, parmi d'autres, pour reprocher à M. Haegel d'avoir fixé le cours des titres Compagnie du Cambodge à un niveau artificiel, objet du second manquement de manipulation des cours.

20. L'exposé des moyens n'articule donc aucune argumentation propre à contester l'élément matériel du premier manquement retenu, c'est-à-dire celui consistant à avoir donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande du titre Compagnie du Cambodge.
21. En outre, dans cet exposé, en pages 5 et 6, au paragraphe intitulé « *sur l'absence de caractérisation de l'élément intentionnel des faits reprochés à M. Laurent Haegel* », ce dernier souligne que « *La Décision Attaquée, rendue au visa du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF ne relève pas et ne démontre pas en quoi le comportement de Monsieur Laurent Haegel serait constitutif de la volonté de se livrer à des actes manipulatoires* » sans développer aucun argument propre à contester l'élément intentionnel du premier manquement.
22. Au surplus, les pages 10 et 11 de cet exposé, consacrées exclusivement au caractère disproportionné du montant de la sanction, ne contiennent aucun argument visant à contester le premier manquement, contrairement à ce que soutient M. Haegel dans ses dernières observations.
23. Ce n'est que dans les observations qu'il a déposées le 4 juillet 2019, en réplique à celles déposées le 13 mai 2019 par l'AMF, qui constatait que seul le second grief était contesté et se bornait à rappeler les éléments constitutifs du premier, que M. Haegel a indiqué que sa critique portait sur les deux manquements et a présenté une argumentation distincte pour chacun d'entre eux, en reprenant, d'ailleurs, dans un paragraphe consacré à la contestation de l'élément matériel du second manquement, celle qu'il avait développée dans l'exposé des moyens, sous l'intitulé « *sur l'absence de caractérisation de l'élément matériel des faits reprochés à M. Haegel* ».
24. Les moyens présentés pour la première fois le 4 juillet 2019, qui ne visent pas à répondre aux observations déposées par l'AMF le 13 mai 2019, lesquelles ne contenaient aucun élément nouveau, mais à contester le premier manquement qui ne l'était pas dans l'exposé des moyens, sont donc nouveaux.
25. Déposés postérieurement au délai de quinze jours prévus à l'article R621-46, I du code monétaire et financier, ils sont dès lors irrecevables.
26. La cour n'est donc saisie que de moyens d'annulation, et ou de réformation, tenant au second manquement.

Sur la caractérisation du second manquement :

27. **M. Haegel** soutient, en premier lieu, que l'élément matériel du manquement n'est pas caractérisé. Il fait valoir, d'une part, qu'il ressort des statistiques Euronext du marché du titre Compagnie du Cambodge que l'essentiel des transactions quotidiennes porte sur un nombre d'actions compris entre 1 et 15, de sorte que ses interventions sur ce marché n'étaient pas atypiques et ne peuvent constituer un indicateur de manipulation de cours, et d'autre part, que la passation d'ordres peu avant les délais de clôture est autorisée et ne peut être considérée comme illégitime.
28. Il soutient, en second lieu, que la Commission des sanctions ne relève ni ne démontre sa volonté de se livrer à des actes manipulatoires, élément intentionnel pourtant nécessaire à la caractérisation d'un manquement de manipulation des cours et qui résulte, selon la jurisprudence, de la connaissance, par l'auteur des ordres litigieux, de leur effet manipulateur, de sorte que l'AMF ne démontrant pas cette connaissance, aucun manquement de manipulation de cours ne peut être retenu contre lui.
29. **L'AMF** répond, sur l'élément matériel, que loin de considérer que les ordres étaient atypiques au regard du faible volume des titres concernés, la Commission des sanctions a relevé que ces ordres avaient été passés quelques minutes voire quelques secondes avant le « fixing » et qu'ils avaient tous entraîné des variations de cours, de sorte qu'ils

constituaient bien un indicateur de manipulation de cours au sens de l'article 631-2, 7° du règlement général de l'AMF. Elle ajoute que ces ordres étaient en outre des ordres agressifs, assortis pour nombre d'entre eux d'une limite qui, à l'achat, était à un cours bien supérieur à la meilleure limite à la vente, et, à la vente, à un cours nettement inférieur à la meilleure limite à l'achat, de sorte que M. Haegel, en passant de tels ordres, ne cherchait pas une exécution au meilleur prix mais avant tout une cotation de valeur.

30. Sur l'élément intentionnel, l'AMF soutient que ni l'article 631-1, 1°, b) du livre VI du règlement général de l'AMF, sur le fondement duquel la décision attaquée a été rendue, ni la directive n°2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de cours, dont les dispositions du règlement général de l'AMF sont issues, et pas davantage le règlement n°596/2014/EU sur les abus de marché, qui s'est substitué au livre VI du règlement général de l'AMF par suite de son abrogation le 14 septembre 2016, ne comportent de disposition qui conduirait à ériger l'intention manipulatoire en élément constitutif du manquement. Elle ajoute que la jurisprudence dont se prévaut M. Haegel, loin d'exiger la démonstration d'une intention manipulatoire, considère que l'élément intentionnel résulte de la caractérisation de l'élément matériel et, qu'en tout état de cause, il résulte des déclarations de M. Haegel que ce dernier est un investisseur aguerri, comprenant parfaitement les techniques du « trading », et qu'il a été démontré que les ordres litigieux avaient pour unique objet d'amplifier l'écart entre le prix auquel les titres Compagnie du Cambodge ont été transférés dans son portefeuille et celui auquel ces titres ont été rapatriés dans le portefeuille de la SICAV ACITF, et non de lui permettre d'acquérir ou de céder des titres.

Sur quoi, la cour :

31. Selon l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa rédaction applicable à la date des faits, toute personne doit s'abstenir de procéder ou de tenter de procéder à des manipulations de cours.

32. Cette disposition précise, en son alinéa 2, 1°, b), que constitue une manipulation de cours le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres 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.

33. L'article 631-2, 7° dudit règlement prévoit que, pour l'appréciation des pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1, l'AMF prend en compte les variations de cours résultant des ordres émis ou des opérations effectuées au moment précis ou à un moment proche de celui où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations, sans toutefois, précise le texte, que cet élément soit constitutif en lui-même d'une manipulation de cours.

34. Ces dispositions, abrogées par un arrêté du 14 septembre 2016, ont été remplacées, s'agissant de la définition de la manipulation de cours, par celles de l'article 12 du règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, et, s'agissant des indicateurs de manipulation de cours, par celles de la section A de l'annexe 1 du règlement précité.

35. Il n'est pas contesté que, comme le relève la décision attaquée, ces nouvelles dispositions ne sont pas plus douces que les anciennes, de sorte que ces dernières restent applicables pour apprécier les faits reprochés à M. Haegel.

36. Il résulte du rapport d'enquête que :

– le 10 avril 2015, à 11 heures 29 minutes 36 secondes, soit 24 secondes avant le premier « fixing », M. Haegel a passé un ordre d'achat au marché, qui a permis de fixer le cours du premier fixing à la meilleure limite à la vente, soit 8 500 euros. Avant cette intervention, la meilleure limite à l'achat présente dans le carnet d'ordres s'établissait à 6 605 euros, et la meilleure limite à la vente s'établissait à

8 500 euros, de sorte que l'offre et la demande de titres Compagnie du Cambodge ne permettaient aucune transaction. Sans l'intervention de M. Haegel, le cours du premier fixing se serait établi au cours de référence du second « fixing » du 9 avril 2015, soit 8 270 euros ;

- le 2 septembre 2015, à 11 heures 29 minutes 40 secondes, soit 20 secondes avant le premier « fixing », M. Haegel a passé un ordre d'achat à un cours limité à 8 899,90 euros portant sur deux titres, qui a permis de fixer le cours du premier « fixing » de 11h30 à 8 899,90 euros. Avant cette intervention, le cours théorique indicatif s'établissait à 8 499,90 euros. La meilleure limite à l'achat présente dans le carnet s'établissait à 7 740 euros et la meilleure limite à la vente s'établissait à 8 500 euros, de sorte que l'offre et la demande de titres Compagnie du Cambodge ne permettaient aucune transaction à l'exception des ordres de sens opposé préalablement introduits par M. Haegel et la société Keren Finance, pour une quantité identique de titres (50) et à des conditions identiques de prix (8 899,90 euros par titre) respectivement à 11 heures 27 minutes 19 secondes et 11 heures 28 minutes 5 secondes, ordres qui ont permis un transfert des titres du portefeuille de la SICAV ACTIF à celui de M. Haegel et qui ont été retenus pour caractériser le premier manquement de manipulation de cours par ailleurs reproché à la société Keren Finance et à M. Haegel. Il est constant que l'ordre d'achat de deux titres n'a été que partiellement exécuté à l'issue du « fixing », un seul titre ayant été acquis, et que M. Haegel a annulé immédiatement après, à 11 heures 30 minutes 11 secondes, cet ordre d'achat partiellement exécuté ;
- le même jour, après le premier « fixing », entre 16 heures 28 minutes 6 secondes et 16 heures 29 minutes 45 secondes, M. Haegel a introduit trois ordres de vente portant chacun sur un titre, à un cours limité, respectivement à 8 200 euros, 8009,99 euros et 8010 euros, qui ensemble ont permis de fixer le cours du second « fixing » à 16h30 à 8009,99 euros. Avant ces interventions, le cours théorique indicatif s'établissait à 8 899,90 euros, identique au premier « fixing », et l'offre et la demande de titres Compagnie du Cambodge ne permettaient aucune transaction à l'exception des ordres de sens opposé préalablement introduits par M. Haegel et la société Keren Finance, pour une quantité identique et à des conditions identiques de prix ;
- le 9 novembre 2015, à 11 heures 29 minutes 59 secondes, soit une seconde avant le premier « fixing », M. Haegel a passé un ordre d'achat au marché portant sur un titre, qui a permis de fixer le cours du premier « fixing » à 8 250 euros. Avant cette intervention, le cours théorique indicatif s'établissait à 8 198,99 euros ;
- le lendemain, à 11h 27 minutes 53 secondes, M. Haegel a passé deux ordres de vente au marché, portant chacun sur un titre, à un cours limité à respectivement 7251 euros et 7010 euros, qui a permis de fixer le cours du premier « fixing » à 7 006 euros. Sans cette intervention, le cours théorique indicatif s'établissait à 8 198,99 euros.

37. Ces ordres, dont ni la matérialité ni l'imputabilité ne sont contestées par M. Haegel, ont ainsi tous été passés pour très peu de titres, à des moments très proches des « fixings », et à des prix qui ont tous entraîné des variations de cours.

38. À cet égard, comme le souligne l'AMF, ces ordres, qui présentaient tous un caractère agressif, ont permis soit l'exécution de transactions, soit la fixation du cours à une meilleure limite plus favorable. Lorsqu'ils étaient assortis d'une limite, celle-ci était souvent, à l'achat, à un cours bien supérieur à la meilleure limite de vente, et à la vente, à un cours nettement inférieur à la meilleure limite d'achat.

39. Comme le relève à juste titre la décision attaquée, la stratégie ainsi mise en œuvre par M. Haegel consistait à acheter à des cours élevés et à vendre à des cours bas, et à subir ainsi des moins-values au cours de chacune de ces séquences, pour minimiser les plus-values imposables sur ses comptes.

40. Elle en déduit, par des motifs qui ne sont pas utilement critiqués par M. Haegel et que la cour fait siens, que M. Haegel ne recherchait pas une exécution au meilleur prix pour acquérir ou céder des titres, mais avant tout une cotation de la valeur du titre Compagnie du Cambodge, dans le but d'amplifier les écarts entre le prix auquel les titres ont été transférés dans son portefeuille et celui auquel ils ont été rapatriés dans celui de la SICAV ACTIF, étant rappelé que par ailleurs, au cours des mêmes séquences, des ordres massifs portant sur ces titres étaient passés en face à face par M. Haegel et la société Keren Finances entraînant des transferts de titres entre le portefeuille de la SICAV ACTIF et celui de M. Haegel, sans changement de bénéficiaire économique, constitutifs du premier manquement de manipulation retenu contre M. Haegel.
41. C'est donc à raison que la Commission des sanctions, qui ne s'est pas uniquement fondée sur le fait que ces ordres portaient sur très peu de titres et avaient été passés à des moments très proches des « fixings », a retenu que les interventions de M. Haegel avaient fixé le cours du titre Compagnie du Cambodge à un niveau artificiel.
42. S'agissant de l'élément intentionnel, l'article 631-1, 1°, b) du règlement général de l'AMF, qui définit la manipulation de cours comme le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, ne fait aucune référence à un élément intentionnel.
43. À supposer qu'un tel élément pour caractériser le manquement, il a été plus avant démontré qu'en l'espèce, M. Haegel, en passant les ordres litigieux, ne cherchait pas à acquérir ou céder des titres Compagnie du Cambodge au meilleur prix mais à obtenir une fixation du cours du titre à une valeur dont il savait qu'elle ne reflétait pas à la réalité de la confrontation des offres d'achat et de vente, de sorte que l'élément intentionnel se déduit, ici, de l'élément matériel du manquement.
44. C'est donc en vain que M. Haegel soutient que le manquement n'est pas caractérisé faute de preuve d'élément intentionnel.
45. Les interventions de M. Haegel sont donc constitutives d'un manquement de manipulation de cours au sens de l'article 631-1, 1°, b) du règlement général de l'AMF.

Sur la sanction :

46. Sur la motivation de la sanction, **M Haegel** fait valoir que l'AMF s'est bornée à constater le manquement et à indiquer le montant de ses revenus et sa situation patrimoniale pour fixer le montant de la sanction à 650 000 euros, sans porter aucune appréciation sur la gravité des faits ni sur l'avantage ou le profit qu'il aurait retiré des manquements qui lui sont reprochés, comme l'exige pourtant l'article L.621-15, III, c), du code monétaire et financier dans sa rédaction alors applicable. Il souligne que c'est à tort que la décision attaquée s'est fondée sur cette disposition, dans sa rédaction applicable à compter du 3 janvier 2018, dans la mesure où ce texte, en ce qu'il permettrait de ne retenir qu'un seul des critères qu'il énumère pour déterminer le montant de la sanction, serait alors plus sévère que la loi ancienne de sorte qu'il ne pouvait pas être appliqué de manière rétroactive à des faits antérieurs à son entrée en vigueur.
47. Il soutient, qu'en tout état de cause, la décision attaquée ne satisfait pas aux exigences attachées au principe de l'individualisation des peines résultant de l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789, et qui imposent au juge de motiver la sanction qu'il prononce au regard des circonstances de l'infraction, et de la situation personnelle de son auteur, en tenant compte de ses ressources et de ses charges. Selon lui, l'AMF ne saurait se retrancher derrière la gravité intrinsèque du manquement, critère qu'elle a elle-même écarté aux termes d'un rapport de 2013 sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel rédigé par un groupe de travail réuni sous l'autorité de la présidente de la Commission des sanctions de l'époque. Il fait valoir que ce critère n'a pas été retenu par le législateur, qui a suivi les recommandations élaborées par ce groupe de travail pour rédiger le nouvel article L.625-15 du code monétaire et financier.

48. Sur le montant de la sanction, M. Haegel considère que celui-ci est manifestement disproportionné, dès lors que les opérations reprochées ont été peu nombreuses, qu'elles n'ont eu aucune incidence sur le marché de l'action Compagnie du Cambodge, ni causé de préjudice aux épargnants, et qu'il n'en a tiré aucun profit ou avantage. Il précise, sur ce dernier point, qu'à la suite du signalement effectué par l'AMF à l'administration fiscale, une proposition de redressement lui a été notifiée pour des omissions matérielles, sans lien avec les faits qui lui sont reprochés.
49. L'AMF observe que l'article L. 621-15, III ter, du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur à compter du 3 janvier 2018, en ce qu'il se borne à énumérer les éléments qui peuvent être pris en compte pour déterminer la sanction, n'est pas plus sévère, de sorte que la Commission des sanctions en a fait une juste application et qu'elle était autorisée, en vertu de ce texte, à ne retenir que certains des critères énumérés dans la liste, c'est-à-dire les avantages retirés du manquement et la situation financière de M. Haegel. Elle souligne que l'impossibilité, en l'espèce, de déterminer l'avantage retiré par M. Haegel des manipulations de cours n'interdisait pas à la Commission des sanctions de prononcer une sanction, et que la gravité intrinsèque du manquement de manipulation de cours, qui s'est avéré être en outre le fruit d'une véritable concertation entre M. Haegel et son gérant, M. Lagae, dont M. Haegel a été l'initiateur, l'animateur et le seul bénéficiaire économique, appelait une sanction pécuniaire d'une particulière sévérité.

Sur quoi, la cour :

50. Il résulte de l'article L.621-15, III, c), du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable à la date des faits commis par M. Haegel, que ce dernier encourt une sanction dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.
51. Ce texte précise que le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou profits éventuellement tirés de ces manquements.
52. Il convient toutefois de préciser que la circonstance que les avantages ou profits tirés des manquements n'aient pas pu être déterminés ne constitue pas un obstacle au prononcé de la sanction.
53. La référence à la gravité des faits et aux gains et profits a été supprimée par l'ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, puis par la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, et a été remplacée par la liste de critères figurant désormais au III ter de l'article L. 621-15 qui dispose :

« Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées au III et III bis, il est tenu compte notamment :

- de la gravité et de la durée du manquement ;*
- de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ;*
- de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ;*
- de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ;*

- des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ;
- du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ;
- des manquements commis précédemment par la personne en cause ;
- de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement »

54. Cette liste reprend les critères de la loi ancienne que sont la gravité du manquement ainsi que les avantages ou profits éventuellement tirés de ces manquements. Elle intègre également celui de la situation financière de l'auteur, lequel critère, bien que non expressément prévu par la loi ancienne, était déjà applicable, s'agissant d'un critère d'individualisation de toute sanction pécuniaire ayant le caractère d'une punition.
55. Ces dispositions nouvelles, qui ne font qu'énumérer, à titre indicatif comme le démontre l'usage de l'adverbe « *notamment* », des critères favorisant l'individualisation et la personnalisation de la sanction, ne sont donc pas plus sévères que la loi ancienne et pouvaient dès lors être appliquées par la Commission des sanctions pour fixer le montant de la sanction pécuniaire des manquements commis par M. Haegel.
56. Au surplus, il résulte de la décision attaquée que, pour fixer cette sanction à 650 000 euros, la Commission des sanctions, tout en visant l'article L.621-15, III, c) et III ter, du code monétaire et financier, dans sa version applicable au 3 janvier 2018, ne s'est déterminée qu'au regard de la situation financière de M. Haegel après avoir constaté que le montant des moins-values résultant des opérations litigieuses s'élevait à 255 324 euros et qu'il était impossible de déterminer l'avantage que M. Haegel en avait retiré.
57. Ces deux critères étant déjà applicables à la date de la commission des faits, le grief pris de l'application rétroactive d'une disposition plus sévère est, dès lors, sans portée.
58. En revanche, une telle motivation, qui se borne à l'examen de la situation financière de M. Haegel, sans aucune appréciation de la gravité des manquements retenus contre lui, ne satisfait pas aux exigences de motivation du prononcé d'une sanction qui a le caractère d'une punition.
59. Le caractère indicatif de la liste de l'article L.621-15, III, c) précité, dans sa rédaction applicable à compter du 3 janvier 2018, n'autorise pas la Commission des sanctions à se dispenser d'une appréciation de la gravité des faits résultant des circonstances dans lesquelles les manquements ont été commis, de la qualité ou compétence de leur auteur en matière d'opérations de bourse. Contrairement à ce que soutient l'AMF dans ses observations, la gravité intrinsèque du manquement de manipulation de cours, en ce qu'elle renvoie, *in abstracto*, à l'atteinte portée à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché et non à une appréciation *in concreto* des circonstances de la commission des manquements, ne peut satisfaire à l'exigence d'individualisation de la sanction.
60. Le grief pris de l'insuffisance de motivation est donc fondé et la décision doit être, en conséquence, annulée, en ce qu'elle a prononcé à l'encontre de M. Haegel une sanction pécuniaire de 650 000 euros.
61. Il appartient à la cour, en vertu de l'effet dévolutif du recours, de statuer à nouveau.
62. Les interventions litigieuses de M. Haegel sont constitutives de deux manquements de manipulation de cours distincts, qui ne sont pas isolés pour avoir été commis d'abord en avril 2015, puis en septembre 2015 et à nouveau en novembre 2015. Le premier

manquement est, en outre, comme l'établissent les éléments rappelés plus avant, le fruit d'une concertation entre M. Haegel et son gérant, M. Lagae et dont M. Haegel a été l'initiateur et le seul bénéficiaire. Toutefois, comme l'a admis la Commission des sanctions, ces interventions n'ont eu qu'une influence limitée sur le cours du titre.

63. Il résulte du rapport d'enquête et du procès-verbal d'audition de M. Haegel, que ce dernier, présenté par le président de la société Keren Finance comme un investisseur professionnel, connaît bien les marchés financiers, investit régulièrement en bourse depuis 1982 et exerce depuis 1994 que cette seule activité, qui est sa passion.

64. Eu égard, d'une part, à la gravité des manquements, qui ont été commis à trois reprises, par un investisseur aguerri et en vertu d'un mode opératoire élaboré, et, d'autre part, aux revenus et patrimoine de M. Haegel, lequel est composé aux trois-quarts de valeurs mobilières et dont la valeur est estimée par ce dernier entre 30 et 40 millions d'euros, il y a lieu de prononcer une sanction pécuniaire de 650 000 euros.

65. M. Haegel, qui succombe en son recours, supportera les dépens.

PAR CES MOTIFS

DÉCLARE irrecevables les moyens d'annulation et de réformation de la décision n° 12 de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 8 novembre 2018 en ce qu'elle a retenu contre M. Haegel le manquement de manipulation de cours sur le fondement de l'article L. 631-1, 1°, a) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

REJETTE les moyens d'annulation et de réformation formée contre cette décision en ce qu'elle a retenu contre M. Haegel un manquement de manipulation de cours sur le fondement de l'article L. 631-1, 1°, b) du règlement général de l'AMF ;

DÉCLARE fondé le moyen pris de l'insuffisance de la motivation de la sanction ;

ANNULE, en conséquence, cette décision uniquement en ce qu'elle a prononcé une sanction de 650 000 euros à l'encontre de M. Haegel ;

Statuant à nouveau :

PRONONCE à l'encontre de M. Haegel une sanction pécuniaire de 650 000 euros,

Le CONDAMNE aux dépens.

LA GREFFIÈRE

LA PRÉSIDENTE

Véronique COUVET

Agnès MAÎTREPIERRE