



Commission des sanctions

Version dépersonnalisée de la décision de la Commission des sanctions, conformément à l'arrêt de la Cour d'appel de Bruxelles rendu le 29 novembre 2011

La Commission des sanctions de la Commission bancaire, financière et des assurances (ci-après, la Commission des sanctions),

Vu les articles 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 la décision du comité de direction de la Commission bancaire, financière et des assurances (ci-après, la « CBFA ») du 29 juillet 2008, notifiée par lettre du 4 septembre 2008 (référence FMI_INV0419), par laquelle celui-ci a chargé le Secrétaire général, en application de l'article 70, § 1^{er}, de la Loi du 2 août 2002, de mener en sa qualité d'auditeur une instruction, à charge et à décharge, de pratiques dont le Comité de direction a estimé qu'elles constituaient des indices sérieux de l'existence d'un abus de marché au sens de l'article 25 de la Loi du 2 août 2002, plus précisément l'article 25, § 1^{er}, 2^o, b) de cette Loi.

Ces indices portaient sur des transactions relatives à des actions des sociétés Punch Telematix, Metris, Zetes et Roularta effectuées respectivement le 21 novembre 2007, le 19 septembre 2007, le 21 novembre 2007 et le 22 novembre 2007.

Vu le rapport de l'Auditeur du 23 novembre 2009 (dossier n°20080904-Punch Telematix), communiqué par lettre du même jour à la Commission des sanctions ;

Vu les lettres de l'Auditeur du 12 décembre 2008 (références AUD/08-130 et 08-132) adressées respectivement à Monsieur X et ses conseils, Maîtres Odeurs et Van Outryve, par lesquelles l'Auditeur les informe du dépôt de ses conclusions ;

Vu le mémoire en défense des conseils de Monsieur X déposé le 29 janvier 2010.

Vu l'audience de la Commission des sanctions tenue le 2 mars 2010 à laquelle a participé Monsieur X assisté d'un de ses conseils.

Vu le mémoire en défense additionnel du 23 mars 2010 déposé par les conseils de Monsieur X.

I. Exposé des faits

I.1. Considérant que les faits examinés concernent les opérations suivantes :

- des opérations d'achat et de vente sur actions Punch Telematix réalisées le 21 novembre 2007;
- des opérations d'achat et de vente sur actions Metris réalisées le 19 septembre 2007;
- des opérations d'achat et de vente sur actions Zetes réalisées le 21 novembre 2007;
- des opérations d'achat et de vente sur actions Roularta réalisées le 22 novembre 2007.

Un examen des transactions en Punch Telematix du 21 novembre 2007 a révélé que la quasi-totalité des actions échangées semblait l'avoir été entre les deux mêmes personnes. D'un côté un client de Keytrade Bank, de l'autre un client d'UBS. Plus précisément :

- Un client de Keytrade Bank achète, entre 13:04:55 et 14:21:26 un total de 25.580 actions Punch Telematix au prix de 5,21 EUR. Ces actions sont toutes achetées auprès d'un client d'UBS.
- Un client d'UBS achète ensuite, entre 15:00:10 et 15:08:42 toutes les actions Punch Telematix en vente sur le marché, ce qui entraîne une hausse du cours de l'action jusqu'à 5,81 EUR.
- Le client de Keytrade Bank revend, au cours de 5,81 EUR, les 25.580 actions qu'il a achetées plus tôt dans la journée. Ces actions sont toutes acquises par le client d'UBS.
- En toute fin de séance, quelques transactions portant sur 2 ou 4 actions Punch Telematix sont réalisées par le client d'UBS, ce qui a pour effet de ramener le cours à 5,30 EUR.

Au terme de ces opérations d'achat et de vente :

- Le client de Keytrade Bank termine la séance avec une position nulle en actions Punch Telematix (comme en début de séance) mais a réalisé une plus-value de 15.348 EUR (25.580 x 0,60 EUR).
- Le client d'UBS a racheté en fin de séance sa position initiale en actions Punch Telematix (25.580 actions) mais a, suite à cette opération, enregistré une moins-value d'un montant identique à la plus-value réalisée par le client de Keytrade Bank.

Des vérifications auprès de Keytrade Bank et d'UBS confirment que les ordres de vente et d'achat en Punch Telematix introduits auprès de ces institutions l'ont été, dans chaque cas, par un seul client.

Le client de Keytrade Bank est M. X. Les transactions du 21 novembre 2007 en actions Punch Telematix ont été réalisées, à distance, au départ de l'ordinateur personnel de M. X, pour son compte propre et pour le compte de A et B.

Le client d'UBS est Mosaic Capital Management, un gestionnaire de fonds établi aux Iles Cayman. Mosaic Capital Management ne gère qu'un seul fonds: Mosaic Europe Master Fund. D'après les informations collectées par UBS, le Conseil d'administration de Mosaic Capital Management est composé de M. X et de M. Y, qui disposent chacun du pouvoir d'engager la société à l'égard des tiers.

L'examen des transactions réalisées au profit des comptes Keytrade Bank de A, de B et de M. X révèle encore un certain nombre d'autres opérations rapprochées d'achat et de vente depuis août 2007, qui ont chacune presque systématiquement généré un gain de 1.000 à 4.000 EUR. La contrepartie à ces opérations est souvent un client d'UBS. L'objectif poursuivi par ces opérations - qui paraissent concertées - semblait être ainsi la réalisation d'une plus-value par gestion de Mosaic Capital Management.

Ces opérations ont été réalisées pour partie sur des actions cotées sur un marché réglementé belge dont les opérations sur les titres Metis, Zetes, Roularta, et pour partie sur des actions cotées sur un marché étranger.

Outre les transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007, trois séries de transactions réalisées sur des actions cotées sur Euronext Brussels ont fait l'objet d'un examen plus approfondi (à savoir: Metris le 19 septembre 2007; Zetes le 21 novembre 2007; Roularta le 22 novembre 2007). L'examen de ces transactions révèle un mode opératoire et un résultat similaires à ceux observés à l'occasion des transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007.

- I.2. Considérant que l'instruction du dossier a mis en lumière que les opérations en cause présentent les caractéristiques suivantes :

a) En ce qui concerne Mosaic capital Management

Mosaic Capital Management est une société des Iles Cayman. Selon les documents réunis par UBS dans le cadre de ses obligations *Know Your Client*, Mosaic Capital Management est un gestionnaire de fonds qui, à l'époque des faits examinés, était en charge plus particulièrement de la gestion d'un fonds dénommé Mosaic Europe Master Fund. Dans ce cadre, la mission de Mosaic Capital Management consistait à identifier, évaluer et suivre les investissements actuels et futurs.

D'après un extrait du registre des actionnaires de Mosaic Capital Management, MM. X et Y étaient, à l'époque des faits examinés, les deux seuls actionnaires de cette société.

D'après un extrait du registre des administrateurs (*directors*) de Mosaic Capital Management, MM. X et Y étaient, depuis le 18 juillet 2006, les deux seuls administrateurs de cette société. Dans un courrier du 25 mai 2009, M. X a cependant déclaré qu'outre lui-même, il y avait au sein de Mosaic Capital Management un autre administrateur non rémunéré et trois autres administrateurs rémunérés, M. X ayant toutefois refusé de donner plus de précisions à cet égard, en vertu du devoir de réserve auquel il se déclare astreint en tant qu'administrateur de Mosaic Capital Management, et Mosaic Capital Management elle-même n'ayant pas donné suite à la lettre de demande

d'informations que lui a adressée l'Auditeur. L'instruction menée par l'Auditeur n'a dès lors pu examiner plus en détail la structure de Mosaic Capital Management.

Une résolution du 6 octobre 2006 du *board of directors* de Mosaic Capital Management (composé exclusivement de MM. X et Y) a conféré à chacun de ses membres des pouvoirs de représentation non limités

L'instruction a encore mis en évidence le fait que MM. Y et X se connaissaient de longue date. D'une part, ils étaient collègues de travail depuis 1999, année où ils sont tous deux entrés dans une société de bourse et d'autre part, M. X a déclaré que lui et M. Y étaient "*des amis de longue date*" et qu'ils "*[faisaient] beaucoup de projets ensemble*".

Mosaic Europe Master Fund était, à l'époque des faits examinés, un fonds qui, juridiquement, avait la forme d'une *Exempted Company (with Limited Liability)* constituée selon le droit des Iles Cayman le 18 juillet 2006. Il était inscrit, depuis le 8 septembre 2006, sur la liste des Mutual Funds (registration type: registered) tenue par la Cayman Islands Monetary Authority.

Le Mosaic Europe Master Fund s'adressait à des investisseurs qualifiés (particuliers aisés ou entreprises) : l'investissement minimal était en effet de 250.000 EUR, les directeurs du fonds (MM. X et Y) pouvant cependant déroger à cette règle et accepter des investissements de minimum 50.000 EUR. Le fonds n'aurait jamais fait d'appel public à l'épargne en Belgique.

Les actifs sous gestion étaient investis dans des sociétés cotées européennes - en particulier belges - du type "*small caps*".

D'après un courrier du 3 mai 2007 de RBC Dexia Investor Services France à M. Y, la *Net Asset Value* de Mosaic Europe Master Fund s'élevait, au 30 avril 2007, à 16.607.493,09 EUR.

Les actifs composant le Mosaic Europe Master Fund étaient gérés par Mosaic Capital Management, qui, aux fins de cette mission, s'appuyait sur l'expertise de MM. X et Y. Les documents *Know Your Client* en possession d'UBS qualifient MM. X et Y de "*key investment professionals*".

Dans son courrier du 25 mai 2009, M. X a indiqué que le "*Mosaic Europe Master Fund [avait] été mis en liquidation par le seul actionnaire le 23 décembre 2008, laquelle a été clôturée par décision par le seul actionnaire le 26 février 2009*".

Mosaic Europe Master Fund disposait d'un site internet (www.mosaiceurope.com) dont l'accès était sécurisé. Lors de l'instruction, ce site n'était plus accessible et a manifestement été fermé après la liquidation du fonds.

b) En ce qui concerne les opérations en cause :

➤ Opérations sur les actions Punch Telematix

Les transactions suspectes en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007 se sont déroulées en quatre phases successives.

Les quatre phases mises en évidence peuvent être décrites comme suit :

(i) Phase I - 16 transactions, de 13:04:55 à 14:21:26

Entre 13:04:55 et 14:21:26, un client de Keytrade Bank qui sera identifié comme étant M. X, agissant pour son compte propre et pour le compte d'autres personnes physiques, A et B. (ci-après, "le client Keytrade"), réalise seize transactions avec un client d'UBS qui sera identifié comme étant Mosaic Capital Management (ci-après, le "client UBS"), grâce auxquelles il acquiert un total de 25.580 actions Punch Telematix au cours de 5,21 EUR.

Ces seize transactions sont l'exécution de

- trois ordres d'achat introduits par le client Keytrade avec cours limité à 5,21 EUR et portant respectivement sur 7.880 (13:04:48), 3.700 (13:09:53) et 14.000 (13:37:18) actions - soit, au total, 25.580 actions.
- seize ordres de vente introduits par le client UBS, portant sur un total de 25.580 actions avec cours limité à 5,21 EUR. Ces ordres de vente ont été introduits au cours de deux périodes de temps très brèves:
 - une première série de dix ordres, introduits entre 13:04:55 et 13:10:32 (soit, approximativement, un ordre toutes les trente-sept secondes), qui a permis l'exécution intégrale des ordres d'achat du client Keytrade portant respectivement sur 7.880 (13:04:48) et 3.700 (13:09:53) actions Punch Telematix;
 - une deuxième série de six ordres, introduits entre 14:20:17 et 14:21:26 (soit, approximativement, un ordre toutes les quatorze secondes) qui a permis l'exécution intégrale de l'ordre d'achat portant sur 14.000 (13:37:18) actions.

Les ordres d'achat du client Keytrade portaient sur des volumes très importants au regard du volume moyen d'actions Punch Telematix échangées quotidiennement en 2007. Tous ces ordres d'achat ont cependant été intégralement exécutés dans les minutes qui ont suivi leur introduction, grâce à l'introduction par le client UBS de nombreux ordres de vente, sur une période très brève, au même cours limite que les ordres d'achat.

Ces transactions n'ont eu qu'un impact marginal sur le cours de l'action : les ordres sous-jacents ont en effet tous été introduits au cours limite de 5,21 EUR et exécutés à ce prix, alors que le cours s'était auparavant fixé à 5,2 EUR.

(ii) *Phase II - 10 transactions, de 15:00:10 à 15:08:42*

Entre 15:00:10 et 15:08:42, le client UBS réalise dix transactions, grâce auxquelles il achète 2.121 actions Punch Telematix pour un prix se situant entre 5,42 EUR et 5,75 EUR. Le client UBS est le seul acheteur dont les ordres sont exécutés au cours de cette période.

Sur les dix transactions réalisées,

- quatre sont des transactions "cross" résultant de l'introduction, par le client UBS, d'ordres acheteurs et vendeurs avec la même limite de cours et pour des volumes identiques - en l'occurrence deux actions (transactions de 15:00:10, de 15:03:33, de 15:04:31 et de 15:08:42);
- six sont des transactions résultant de l'introduction d'ordres d'achat à cours limité par le client UBS, qui ont rencontré des ordres de vente de contreparties non identifiées.

Aux termes de la règle 4402 des règles de marché harmonisées d'Euronext, telles qu'en vigueur à l'époque des faits examinés, une "*guaranteed cross trade*" (en français: "application") *consiste en la production et l'exécution simultanée au même cours par un seul Membre des Marchés de Titres d'Euronext de deux ordres client de sens opposés pour la même quantité d'un titre donné.*"

L'exécution de ces ordres a entraîné une hausse du cours de l'action Punch Telematix, de 5,21 à 5,65 EUR.

Il y a lieu de souligner que la séquence des ordres introduits au cours de la Phase II est très rapide : le client UBS introduit quatre ordres de vente (dans le cadre des transactions de type cross) et sept ordres d'achat (quatre ordres dans le cadre des transactions de type cross et trois ordres qui ont effectivement rencontré les ordres de tierces parties) entre 14:59:56 et 15:03:54, soit un ordre toutes les vingt-quatre secondes environ.

(iii) *Phase III - 15 transactions, de 15:08:53 à 15:22:16*

Entre 15:08:53 et 15:22:16, le client UBS et le client Keytrade apparaissent respectivement comme acheteur et vendeur dans quinze transactions (sur seize transactions, au total, exécutées au cours de cette période). Dans le cadre de ces quinze transactions, le client UBS rachète auprès du client Keytrade les 25.580 actions Punch Telematix échangées plus tôt dans la journée (Phase I), pour partie au cours de 5,81 EUR et pour partie au cours de 5,8 EUR.

Ces transactions sont l'exécution de

- trois ordres de vente introduits par le client Keytrade : deux ordres à cours limité à 5,81 EUR (ordres de 15:07:40 et de 15:17:22, portant respectivement sur 7.880 et 3.700 actions) et un ordre à cours limité à 5,80 EUR (ordre de 15:20:12, portant sur 14.000 actions).
- quinze ordres d'achat introduits par le client UBS, portant sur un total de 25.580 actions, pour partie à cours limité à 5,81 EUR (six ordres) et pour partie à cours limité à 5,8 EUR (neuf ordres). Ces ordres d'achat ont été introduits au cours de deux périodes de temps très brèves et en deux séries:

- une première série de cinq ordres, entre 15:08:53 et 15:09:43 (soit, approximativement, un ordre toutes les 12 secondes), qui a permis l'exécution intégrale de l'ordre de vente portant sur 7.880 actions (15:07:40);
- une deuxième série de dix ordres, entre 15:17:22 et 15:22:16 (soit, approximativement, un ordre toutes les 32 secondes) qui a permis l'exécution intégrale des deux ordres de vente portant respectivement sur 3.700 (15:17:22) et 14.000 (15:20:12) actions.

Les ordres de vente du client Keytrade ont porté tous sur des volumes très importants au regard du volume moyen d'actions Punch Telematix échangées quotidiennement en 2007. Tous ces ordres de vente ont cependant été intégralement exécutés dans les minutes qui ont suivi leur introduction, grâce à l'introduction par le client UBS de nombreux ordres d'achat, sur une période très brève, au même cours limite que les ordres de vente.

L'exécution de ces ordres n'a eu qu'un impact limité sur le cours de l'action : ceux-ci ont en effet été introduits et exécutés pour partie au cours limite de 5,81 EUR, puis pour partie au cours limite de 5,8 EUR, alors que le cours avait déjà atteint précédemment 5,65 EUR suite aux transactions (achats) réalisées par le client UBS au cours de la Phase II.

(iv) Phase IV - 3 transactions, de 15:28:31 à 15:46:56

Au cours de la quatrième et dernière Phase, le client UBS a effectué trois transactions de type "cross", sur de faibles volumes (respectivement 2, 2 et 4 actions).

L'exécution de ces ordres a entraîné une diminution du cours, de 5,8 EUR à 5,3 EUR.

Dans le cadre de son enquête, le département FMI de la CBFA a interrogé Keytrade Bank et UBS sur l'identité de leurs clients actifs à l'achat et à la vente sur le titre Punch Telematix le 21 novembre 2007.

D'après Keytrade Bank, tous les ordres sur actions Punch Telematix transmis pour exécution le 21 novembre 2007 entre 13:00:00 et 15:30:00, ont été introduits via l'ordinateur d'un seul et même client, M. X, au profit des comptes de trois personnes physiques (A, B et X).

Interrogé à ce sujet par l'Auditeur, M. X a confirmé avoir lui-même introduit pour exécution auprès de Keytrade Bank les ordres en Punch Telematix du 21 novembre 2007 pour son compte propre et pour le compte de A et B. Il a précisé que A et B ne lui avaient pas donné instruction de réaliser ces transactions, et qu'ils n'avaient pas non plus participé à la planification ou à l'exécution de celles-ci.

UBS a communiqué au département FMI de la CBFA l'identité des clients pour lesquels elle a transmis des ordres en Punch Telematix le 21 novembre 2007.

D'après le document transmis par UBS, Mosaic Capital Management est le seul client pour lequel UBS a transmis des ordres en Punch Telematix le 21 novembre 2007.

Ceci confirme notamment que les diverses transactions portant sur 2 ou 4 actions Punch Telematix, réalisées au cours des Phases II et IV décrites ci-avant, sont des transactions de type "cross" résultant de l'exécution d'ordres introduits par un seul et même client, Mosaic Capital Management.

Les informations communiquées par UBS ne permettent cependant pas d'identifier l'ordinateur au départ duquel les ordres sur Punch Telematix ont été introduits pour le compte de Mosaic Capital Management.

L'information communiquée par Keytrade Bank, d'une part, et par UBS, d'autre part, permet donc de constater que :

- M. X - agissant pour son compte propre et pour le compte de A et de B - et/ou Mosaic Capital Management sont intervenus dans quarante-cinq (45) des cinquante-deux (52) transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007 - soit 86,5% des transactions et 96,2% du volume échangé; et
- sur ces quarante-cinq (45) transactions :
 - trente et une (31) ont été réalisées entre M. X et Mosaic Capital Management, ce qui représente 63,4% des transactions du 21 novembre 2007 et 90,9% des volumes échangés (transactions des Phases I et III);
 - sept (7) sont des transactions de type "cross" réalisées par Mosaic Capital Management en qualité à la fois d'acheteur et de vendeur (quatre transactions au cours de la Phase II et trois transactions au cours de la Phase IV) ;
 - sept (7), seulement, des transactions réalisées par Mosaic Capital Management en qualité d'acheteur l'ont été avec d'autres contreparties que M. X. Six (6) de ces transactions ont été réalisées au cours de la Phase II et ont entraîné une hausse du cours de l'action Punch Telematix. Une (1) transaction a été réalisée au cours de la Phase III.

M. X ou Mosaic Capital Management ne sont donc étrangers qu'à sept des transactions en Punch Telematix du 21 novembre 2007.

Au terme de ces transactions:

- (i) M. X (ensemble avec A et B, pour le compte desquels il intervient également) termine la séance avec la même position en actions Punch Telematix qu'en début de séance, mais a réalisé une plus-value, hors frais, de 15.348 EUR (25.580 x 0,60 EUR); et
- (ii) Mosaic Capital Management a racheté en fin de séance sa position initiale en actions Punch Telematix (25.580 actions) mais a enregistré une moins-value d'un montant identique à la plus-value réalisée par M. X, ensemble avec A et B.

Tant le nombre de transactions réalisées que le volume d'actions échangées - qui, l'un comme l'autre, sont principalement imputables à l'activité de M. X et de Mosaic Capital Management - excèdent très largement les moyennes observées

en 2007 (à savoir 52 transactions contre 12 en moyenne et 56.272 actions échangées contre 5.050 actions en moyenne).

➤ Opérations sur les actions Metris

Les transactions suspectes en actions Metris du 19 septembre 2007 se sont déroulées en trois phases successives (les Phases II et III se chevauchant).

Les trois phases mises en évidence peuvent être décrites comme suit:

(i) *Phase I - 20 transactions, de 12:42:32 à 12:50:37*

Entre 12:42:32 et 12:50:37, M. X réalise vingt transactions avec des contreparties non identifiées, dans le cadre desquelles il acquiert (en partie pour compte propre et en partie pour compte de A et de B) un total de 15.235 actions Metris : 9.000 actions à 14,98 EUR en moyenne et 6.235 actions à 15 EUR. Le montant total, hors frais, des transactions réalisées s'élève à 228.345 EUR.

Ces vingt transactions sont l'exécution de trois ordres d'achat introduits avec cours limité à 15 EUR et portant respectivement sur 9.000 (12:42:32), 4.500 (12:44:16) et 2.300 (12:50:37) actions. Ce dernier ordre n'a été que partiellement exécuté.

Les ordres d'achat introduits par M. X portaient sur des volumes importants mais que la relative liquidité de l'action Metris a permis d'absorber.

Ces transactions n'ont eu qu'un impact marginal sur le cours de l'action : les ordres sous-jacents ont en effet tous été introduits au cours limite de 15 EUR et exécutés pour partie légèrement en deçà de ce prix (14,98 EUR) et pour partie à ce prix, alors que le cours s'était auparavant fixé à 14,92 EUR.

(ii) *Phase II - 17 transactions, de 13:00:18 à 13:06:54*

Entre 13:00:18 et 13:06:54, Mosaic Capital Management réalise dix-sept transactions, au cours desquelles elle achète, auprès de contreparties non identifiées, 4.259 actions Metris pour un prix oscillant entre 15,02 EUR et 15,2 EUR. Mosaic Capital Management est le seul acheteur dont les ordres sont exécutés au cours de cette période.

Ces transactions sont l'exécution de huit ordres d'achat à cours limité (entre 15,18 et 15,21 EUR) introduits par Mosaic Capital Management entre 13:00:18 et 13:06:54.

L'exécution de ces ordres a eu pour conséquence une hausse du cours de l'action Metris, qui, entre 13:00:18 et 13:06:54, a progressé de 15,02 EUR à 15,2 EUR.

(iii) Phase III - 3 transactions, à 13:02:38, 13:03:37 et 13:07:07

Au cours de la troisième Phase - dont les transactions s'intercalent pour partie entre les transactions de la Phase II - Mosaic Capital Management achète à M. X les 15.235 actions que celui-ci a achetées plus tôt dans la journée, pour son propre compte et pour le compte de A et de B (Phase I). La cession s'effectue pour partie à 15,19 EUR (1.735 actions puis 9.000 actions) et pour partie à 15,18 EUR (4.500 actions).

Ces transactions sont l'exécution de trois ordres de vente introduits par M. X (un ordre pour compte propre et deux ordres pour compte respectivement de A et de B) et de trois ordres d'achat aux caractéristiques (volume, cours limite) identiques, introduits presque simultanément par Mosaic Capital Management.

Les ordres de la Phase III ont ainsi pu être introduits et exécutés aux cours de 15,18 et 15,19 EUR, atteints suite aux transactions réalisées par Mosaic Capital Management au cours de la Phase II.

Dans le cadre de son enquête, le département FMI de la CBFA a obtenu confirmation que M. X et Mosaic Capital Management sont, respectivement, les clients de Keytrade Bank et d'UBS qui sont intervenus dans le cadre des transactions identifiées au cours des Phases I à III décrites ci-dessus. Les informations communiquées par UBS ne permettent cependant pas d'identifier l'ordinateur au départ duquel les ordres sur Metris ont été introduits pour le compte de Mosaic Capital Management.

M. X a, pour sa part, confirmé avoir lui-même introduit pour exécution auprès de Keytrade Bank les ordres pour son compte et pour le compte de A et B, en précisant que ces derniers n'avaient participé ni à la planification ni à l'exécution de ces ordres.

L'information communiquée par Keytrade Bank, d'une part, et par UBS, d'autre part, permet donc de constater que:

- M. X - agissant pour son compte propre et pour le compte de A et de B - et/ou Mosaic Capital Management sont intervenus dans quarante (40) des soixante-quatre (64) transactions en actions Metris du 21 novembre 2007 - soit 62,5% des transactions et 33,5% du volume échangé (34.729 actions échangées sur un total de 103.554 actions); et
- Sur ces quarante (40) transactions, trois (3) ont été réalisées entre M. X (en qualité de vendeur) et Mosaic Capital Management (en qualité d'acheteur) en exécution d'ordres identiques et concomitants de sens inverses.

Ces trois transactions ont permis à M. X de dénouer la position qu'il avait acquise (pour compte propre et pour compte de A et de B) plus tôt dans la journée.

Au terme de ces transactions:

- (i) M. X (ensemble avec A et B, pour le compte de qui il est également intervenu) termine la séance avec la même position en actions Metris qu'en début de séance, mais a réalisé une plus-value, hors frais, de 3.029,65 EUR.

- (ii) Mosaic Capital Management a acquis, au cours de la séance, 4.259 puis 15.235 actions Metris.

Le volume d'actions Metris échangées le 19 septembre 2007 - qui, pour un tiers environ, est imputable à l'activité de M. X et de Mosaic Capital Management - excède largement la moyenne quotidienne observée en 2007 (à savoir 103.554 actions échangées contre 40.140 actions en moyenne).

➤ Opérations sur les actions Zetes

Contrairement aux transactions en actions Punch Telematix, Metris et Roularta, les transactions en actions Zetes du 21 novembre 2007 ne se sont pas déroulées en trois ou quatre phases successives.

M. X et Mosaic Capital Management ont dans le cadre des transactions sur cette action, répété quatre fois un schéma similaire : achat d'actions par M. X auprès de Mosaic Capital Management, puis revente des mêmes actions à Mosaic Capital Management, à un prix supérieur.

Lors de la première exécution de ce schéma, Mosaic Capital Management a, entre l'achat et la revente de sa position par M. X, réalisé des transactions (achats) avec des contreparties non identifiées. Ces transactions ont entraîné une hausse du cours de l'action Zetes de l'ordre de 4,5% (de 21,01 EUR à 21,97 EUR).

Lors des trois autres exécutions de ce schéma, M. X et Mosaic Capital Management sont successivement intervenus comme acheteur et comme vendeur sur le même nombre d'actions, sans étape intermédiaire. La différence de prix entre la première transaction (ou première série de transactions pour ce qui concerne la dernière répétition du schéma) et la seconde transaction (ou seconde série de transactions) a permis à M. X de réaliser, dans chaque cas, une plus-value.

La réalisation de cette plus-value supposait de pouvoir déterminer le cours de l'action, ce qui, eu égard à la faible liquidité du titre, peut être possible en introduisant de concert des ordres en sens inverses aux caractéristiques identiques. Les transactions réalisées au cours des trois premières exécutions du schéma l'ont été sur l'heure de midi, à un moment où moins d'investisseurs sont actifs sur le marché et où il est plus facile de se positionner de façon prévisible sur celui-ci.

Dans le cadre de son enquête, le département FMI de la CBFA a obtenu confirmation que M. X et Mosaic Capital Management sont, respectivement, les clients de Keytrade Bank et d'UBS qui sont intervenus dans le cadre des ordres et transactions en actions Zetes identifiées ci-dessus. Les informations communiquées par UBS ne permettent cependant pas d'identifier l'ordinateur au

départ duquel les ordres sur Zetes ont été introduits pour le compte de Mosaic Capital Management.

M. X a, pour sa part, confirmé avoir lui-même introduit pour exécution auprès de Keytrade Bank les ordres pour son compte et pour le compte de A et B, en précisant que ces derniers n'avaient participé ni à la planification ni à l'exécution de ces ordres.

L'information communiquée par Keytrade Bank, d'une part, et par UBS, d'autre part, permet donc de constater que:

- M. X - agissant pour son compte propre et pour le compte de A et de B - et/ou Mosaic Capital Management sont intervenus dans quarante-trois (43) des cinquante et une (51) transactions en actions Zetes du 21 novembre 2007 - soit 84,3% des transactions et 97,2% du volume échangé (26.166 actions échangées sur un total de 26.917 actions); et
- Sur ces quarante-trois (43) transactions, vingt-neuf (29) ont été réalisées entre M. X et Mosaic Capital Management en exécution d'ordres quasi concomitants aux caractéristiques (volume, cours) identiques.

Au terme de ces transactions:

- (i) M. X (ensemble avec A et B, pour le compte de qui il est également intervenu) termine la séance avec la même position en actions Zetes qu'en début de séance, mais a réalisé une plus-value, hors frais, de 11.005,34 EUR
- (ii) Mosaic Capital Management a, au cours de la séance, vendu 12.064 actions Zetes à M. X (et aux personnes pour le compte desquelles celui-ci est intervenu), qu'elle a rachetées le jour même. Elle a par ailleurs acheté et vendu 1.019 actions, de sorte que sa position est la même en fin de séance qu'en début de séance.

Tant le nombre de transactions réalisées que le volume d'actions échangées - qui, l'un comme l'autre, sont principalement imputables à l'activité de M. X et de Mosaic Capital Management - excèdent largement les moyennes observées en 2007 (à savoir 51 transactions contre 18,7 en moyenne et 26.917 actions échangées contre 4.558 actions en moyenne).

➤ Opérations sur les actions Roularta

Les transactions suspectes en actions Roularta du 22 novembre 2007 se sont déroulées en trois phases successives qui peuvent être décrites comme suit:

(i) *Phase I - 6 transactions, de 11:48:03 à 11:51:54*

Entre 11:48:03 et 11:51:54, M. X (en partie pour compte propre et en partie pour compte de A et de B) achète à Mosaic Capital Management un total de 3.087 actions, dans le cadre de six transactions: 2.630 actions à 50,64 EUR et 457 actions à 50,61 EUR. Le montant total, hors frais, des transactions réalisées s'élève à 156.311,97 EUR.

Ces transactions sont l'exécution de trois ordres d'achat introduits avec cours limité à 50,64 EUR (ordres sur 980 -11:47:21- et 1.650 -11:50:34- actions) et 50,61 EUR (ordre sur 457 -11:51:34- actions).

Les ordres d'achat introduits par M. X portaient sur des volumes importants au regard du volume moyen d'actions Roularta échangées quotidiennement. Ils ont néanmoins été intégralement exécutés, dans les secondes qui ont suivi leur introduction, grâce à l'introduction par Mosaic Capital Management d'ordres inverses aux cours limites identiques et portant sur un volume total légèrement supérieur.

Ces transactions n'ont eu qu'un impact marginal sur le cours de l'action : les ordres sous-jacents ont en effet tous été introduits aux cours limites de 50,64 EUR ou 50,61 EUR et exécutés à ces limites, alors que le cours s'était auparavant fixé à 51,1 EUR.

Au cours de la même période, Mosaic Capital Management est, par ailleurs, intervenue comme vendeur dans cinq transactions avec des contreparties non identifiées. Dans le cadre de ces transactions, elle a vendu 365 actions pour partie à 50,65 EUR (280 actions) et pour partie à 50,64 EUR (85 actions).

(ii) Phase II - 10 transactions, de 12:36:17 à 12:49:53

Entre 12:36:17 et 12:49:53, Mosaic Capital Management intervient dans dix transactions, grâce auxquelles elle achète, auprès de contreparties non identifiées, un total de 1.697 actions Roularta pour un prix se situant entre 50,69 EUR et 51,10 EUR. Sous réserve de la transaction n° 50, Mosaic Capital Management est le seul acheteur dont les ordres sont exécutés au cours de cette période.

Ces transactions sont l'exécution de quatre ordres d'achat dont le cours limite a progressivement été poussé jusqu'à 52,49 EUR.

L'exécution de ces ordres a eu pour conséquence une hausse du cours de l'action Roularta, qui, entre 12:36:17 et 12:49:53, a progressé de 50,69 EUR à 51,1 EUR.

Il y a lieu de souligner que le dernier ordre d'achat introduit au cours de la Phase II par Mosaic Capital Management (achat de 826 actions au cours limite de 52,49 EUR - 12:49:53) a principalement été exécuté au cours de la Phase III et a, dès le début de cette phase, entraîné une hausse du cours de l'action jusqu'à 52,49 EUR.

(iii) Phase III - 8 transactions, de 12:49:53 à 12:50:54

Au cours de la troisième Phase, M. X vend à Mosaic Capital Management un total de 3.091 actions Roularta, soit un volume très légèrement supérieur au volume échangé lors de la Phase I.

Ces actions sont vendues au cours de 52,49 EUR, pour un prix total de 162.246,59 EUR.

Ces transactions sont l'exécution de

- (i) trois ordres de vente introduits par M. X à 12:37:42 (1.650 actions), 12:39:26 (980 actions) et 12:40:09 (461 actions), tous au cours limite de 52,49 EUR; et de
- (ii) trois ordres d'achat introduits par Mosaic Capital Management à 12:49:53 (826 actions), 12:50:05 (1.397 actions) et 12:50:54 (984 actions) au même cours limite de 52,49 EUR.

Ces ordres acheteurs et vendeurs portaient sur des volumes importants au regard du volume moyen d'actions Roularta échangées quotidiennement. Ils ont toutefois été intégralement exécutés dans les minutes qui ont suivi leur introduction grâce à leurs caractéristiques identiques (en ce compris le volume global d'actions visées) et à leur caractère concomitant.

Après les transactions de la Phase III, M. X et Mosaic Capital Management ne sont plus intervenus sur le marché de l'action Roularta. En fin de séance, le cours est redescendu jusqu'à 50,68 EUR.

La concentration de forts volumes autour de l'heure de midi, en particulier, est le résultat des transactions de M. X et de Mosaic Capital Management.

Dans le cadre de son enquête, le département FMI de la CBFA a obtenu confirmation que M. X et Mosaic Capital Management sont, respectivement, les clients de Keytrade Bank et d'UBS qui sont intervenus dans le cadre des transactions identifiées au cours des Phases I à III décrites ci-dessus. Les informations communiquées par UBS ne permettent cependant pas d'identifier l'ordinateur au départ duquel les ordres en actions Roularta ont été introduits pour le compte de Mosaic Capital Management.

M. X a également confirmé avoir lui-même introduit pour exécution auprès de Keytrade Bank les ordres pour son compte et pour le compte de A et B, en précisant que ces derniers n'avaient participé ni à la planification ni à l'exécution de ces ordres.

L'information communiquée par Keytrade Bank, d'une part, et par UBS, d'autre part, permet donc de constater que :

- M. X - agissant pour son compte propre et pour le compte de A et de B - et/ou Mosaic Capital Management sont intervenus dans vingt-neuf (29) des nonante-cinq (95) transactions en actions Roularta du 22 novembre 2007 - soit 30,5% des transactions et 57,2% du volume échangé (8.240 actions échangées sur un total de 14.250 actions); et
- Sur ces vingt-neuf (29) transactions, quatorze (14) ont été réalisées entre M. X et Mosaic Capital Management en exécution d'ordres concomitants de sens inverses avec cours limites identiques. Ces transactions ont représenté 14,7% des transactions du 22 novembre 2007 en Roularta et 43,3% des volumes échangés.

Ces quatorze transactions ont permis à M. X de dénouer la position qu'il avait acquise (en partie pour compte propre et en partie pour compte de A et de B) plus

tôt dans la journée, ce qui tend à indiquer que l'ensemble des transactions réalisées au cours des Phases I, II et III l'ont été de manière concertée.

M. X n'a réalisé aucune transaction avec une contrepartie autre que Mosaic Capital Management.

Au terme de ces transactions:

- (i) M. X (ensemble avec A et B, pour le compte de qui il est également intervenu) termine la séance avec une position en actions Roularta quasi identique à la position détenue en début de séance mais a réalisé une plus-value, hors frais, de 5.724,66 EUR.
- (ii) Mosaic Capital Management a, au cours de la séance, vendu 3.452 actions Roularta (prix total: 174.798,37 EUR) puis acheté 4.788 actions Roularta (prix total: 248.381,96 EUR). Si l'on n'envisage que les 3.087 actions qui ont fait l'objet des transactions croisées (achat et vente) avec M. X, Mosaic Capital Management a enregistré une moins-value identique à la plus-value réalisée par M. X et les autres personnes physiques pour le compte desquelles il est intervenu.

Tant le nombre de transactions réalisées que le volume d'actions échangées - qui, l'un comme l'autre, sont largement imputables à l'activité de M. X et de Mosaic Capital Management - excèdent largement les moyennes observées en 2007 (à savoir 95 transactions contre 43,4 en moyenne et 14.250 actions échangées contre 6.803,8 actions en moyenne). Le volume d'actions échangées, surtout, est principalement imputable à l'activité de M. X et de Mosaic Capital Management.

II. Examen

A. Compétence

Considérant qu'aux termes de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002, "*il est interdit à toute personne*

(...)

2° d'effectuer des transactions ou de passer des ordres :

- a) qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un ou plusieurs instruments financiers; ou*
- b) qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de concert, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel,*

à moins que la personne ayant effectué les transactions ou passé les ordres établisse que les raisons qui l'ont amenée à le faire sont légitimes et que les transactions ou ordres en question sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché concerné."

Que si une infraction à cet article est établie, la CBFA peut infliger au contrevenant une amende administrative qui ne peut être inférieure à 2.500 EUR, ni supérieure à 2.500.000 EUR.

Que la Commission des sanctions est dès lors compétente pour connaître du dossier sous l'angle de ses compétences en matière de sanctions administratives.

Que l'article 25, § 1^{er}, de la Loi du 2 août 2002 vise sans distinction toutes les personnes. Il s'applique par conséquent à toute personne, physique et morale.

Que toutes les interdictions formulées à l'article 25, § 1^{er}, de la Loi du 2 août 2002 sont applicables, notamment, aux actes qui concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé belge et ce que les actes en question soient accomplis en Belgique ou à l'étranger (art. 25, § 3, 1^o, de la Loi du 2 août 2002).

Qu'en l'espèce, les transactions litigieuses portent sur les actions Punch Telematix, Zetes, Metris et Roularta. Que ces actions étaient, au moment des faits, toutes admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Brussels. Qu'Euronext Brussels figure bien sur la liste des marchés réglementés belges établie par le Ministre des Finances en vertu de l'article 3 de la Loi du 2 août 2002.

Que les transactions et ordres litigieux entrent donc, du seul fait qu'ils portent sur des actions admises aux négociations sur un marché réglementé belge, dans le champ d'application de l'article 25, § 1^{er}, de la Loi du 2 août 2002. Que tout autre critère de localisation matérielle des transactions et ordres examinés est, en l'espèce, non relevant.

B. Sur le fond

B.1. Quant aux infractions considérées

Considérant que les éléments constitutifs des manquements à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a) ou b), de la Loi du 2 août 2002 sont les suivants, les critères *sub (ii)* et *sub (iii)* étant alternatifs :

(i) la personne en cause doit avoir effectué des transactions ou passé des ordres

Des transactions doivent avoir été réalisées ou, à tout le moins, des ordres doivent avoir été introduits dans le marché.

(ii) [a] les transactions ou ordres en question donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un ou plusieurs instruments financiers

Que les dispositions réprimant les manipulations - et, plus largement, les abus - de marché visent à préserver l'intégrité et la réputation des marchés et, dès lors, la confiance en ceux-ci.

Qu'un marché tel Euronext Brussels repose en effet sur un mécanisme en vertu duquel le cours d'un instrument financier est fixé par le jeu de l'offre et de la demande et les investisseurs doivent pouvoir compter sur le fait que le cours d'un instrument financier reflète l'offre et la demande réelles en cet instrument.

Or, certains comportements irréguliers donnent ou sont susceptibles de donner une image trompeuse de l'activité sur le marché, plus particulièrement de l'offre, de la demande, et dès lors du volume des transactions, et/ou du cours, alors que ces paramètres sont déterminants des décisions d'investissement ou de désinvestissement. Que de tels comportements affectent, *in fine*, la confiance dans le marché.

Que dans ce contexte, l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a), de la Loi du 2 août 2002 sanctionne plus particulièrement le fait d'effectuer des transactions ou de passer des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner une indication fautive ou trompeuse sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier.

Que la démonstration d'un manquement à cette disposition ne requiert pas la preuve de l'utilisation de moyens frauduleux ni, plus largement, d'un élément intentionnel. Que l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002 anticipait en effet sur la transposition de la directive 2003/6/CE du Parlement et du Conseil du 28 janvier 2003 relative aux abus de marché et aux manipulations de cours, qui retient une définition objective du manquement de manipulation de marché. Que cette approche est confirmée par l'exposé des motifs de la Loi du 2 août 2002, qui précise que l'objectif était de définir le manquement administratif de manipulation de marché de façon objective.

Considérant que l'infraction peut être établie alors même que les ordres ou transactions litigieux ne sont que susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses; qu'il n'est pas requis que les ordres ou transactions en question aient effectivement eu un tel effet.

Considérant l'article 3 de l'arrêté royal du 5 mars 2006 relatif aux abus de marché (ci-après, l'arrêté royal du 5 mars 2006) qui précise les signaux qui doivent être pris en compte par la CBFA pour juger de l'existence d'une éventuelle manipulation de marché au sens de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002. Que ces signaux déterminés par l'arrêté royal du 5 mars 2006, qui ont été définis initialement par l'article 4 de la directive 2003/124/CE (de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché), sont les suivants :

« 1^o 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;

- 2° *la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse marquée sur un instrument financier entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis aux négociations sur un marché réglementé;*
- 3° *la question de savoir si les opérations effectuées n'entraînent aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé;*
- 4° *la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées se traduisent par des renversements de positions sur une courte période et représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, et pourraient être associés à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé;*
- 5° *la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées sont concentrés sur un bref laps de temps durant la séance de négociation et entraînent une variation de cours qui est ensuite inversée;*
- 6° *la mesure dans laquelle les ordres émis modifient les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé, ou plus généralement la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché, et sont annulés avant leur exécution;*
- 7° *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. »*

Que l'article 3, alinéa 2, de l'arrêté royal du 5 mars 2006 précise que "*cette liste de signaux n'est pas exhaustive*" et que "*[c]es signaux peuvent être l'indice d'une infraction à l'article 25, § 1^{er}, 2°, de la loi, mais ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une telle infraction.*"

(iii) [b] ces transactions ou ordres fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de concert, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel

Considérant l'interdiction administrative formulée sous le point b) de l'article 25, § 1^{er}, 2°, de la Loi du 2 août 2002 procède également de la volonté de préserver la confiance dans le marché.

Que le comportement prohibé par l'article 25, § 1^{er}, 2°, b), est une forme de manipulation de marché qui vise, plus particulièrement, à établir le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel, le cas échéant par l'action de plusieurs personnes agissant de concert.

Que le cours d'un instrument peut être qualifié d'anormal ou d'artificiel lorsqu'un écart entre le cours formé et le cours qui serait résulté du jeu normal de l'offre et de la demande est observé, ce qui suppose d'établir que le cours n'a pas été formé par la confrontation d'une offre et d'une demande réelle et/ou normale. Qu'au

besoin, le caractère anormal ou artificiel du cours peut être mis en évidence par comparaison du cours formé (et de l'offre et de la demande qui ont déterminé celui-ci) avec des données historiques et/ou par la constatation qu'aucun élément apparent n'explique l'évolution du cours, de l'offre et/ou de la demande sous-jacente(s).

Que la terminologie légale ("*fixer*" le cours) n'implique pas que le cours d'un instrument financier soit établi à un niveau anormal ou artificiel de façon durable. Qu'aucune condition de durabilité ne découle en effet de la définition légale du manquement administratif de manipulation de marché. Qu'il peut être renvoyé sur ce point à la position retenue par l'autorité de contrôle néerlandaise (AFM), celle-ci ayant expressément confirmé que la durée de l'abus de marché ne joue aucun rôle et, dès lors, que la question de savoir combien de temps un prix est maintenu à un niveau anormal n'est pas pertinente pour déterminer s'il est question d'une manipulation de marché¹.

Que dans ce contexte, il y a lieu d'avoir égard au fait que les dispositions réprimant les manipulations de marché - et, plus largement, les abus de marché - visent à préserver l'intégrité et la réputation des marchés et, dès lors, la confiance en ceux-ci.

Que dans un marché qui repose sur un mécanisme en vertu duquel le cours d'un instrument financier est fixé par le jeu de l'offre et de la demande, les investisseurs doivent pouvoir compter sur le fait que le cours d'un instrument financier reflète l'offre et la demande réelles en cet instrument.

Que certains comportements irréguliers donnent ou sont susceptibles de donner une image trompeuse de l'activité sur le marché, plus particulièrement de l'offre, de la demande, dès lors du volume des transactions, et/ou du cours, alors que ces paramètres sont déterminants des décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Que de tels comportements affectent, *in fine*, la confiance dans le marché.

Que le comportement prohibé par l'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), deuxième tiret de la Directive 2003/6/CE sur les abus de marché est une forme de manipulation de marché qui vise, plus particulièrement, à établir le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel, le cas échéant par l'action de plusieurs personnes agissant de manière concertée, ou à donner une information trompeuse sur le volume des opérations réalisées sur le marché.

Que le cours d'un instrument peut être qualifié d'anormal ou d'artificiel lorsqu'il est le résultat non pas de la confrontation des ordres d'achat ou de vente émanant d'une multitude d'opérateurs de marchés, mais découle d'opérations spécifiques entre les mêmes parties, n'entraînant en fin de compte pas une véritable modification de la propriété des titres entre ces parties, mais trompant le marché sur la liquidité.

¹ AFM, Verbod Marktmanipulatie, Institutionele brochure, p. 14: "*De duur speelt bij marktmanipulatie geen rol. De markt kan zowel langdurig als slechts in luttele seconden worden gemanipuleerd. Hoe lang een specifieke prijs op een kunstmatig niveau gehouden wordt of hoe lang beleggers misleid worden speelt dan ook geen rol bij het bepalen of er sprake is van marktmanipulatie*".

Que dans ce contexte, la terminologie légale (“*fixer*” le cours) n’implique pas que le cours d'un instrument financier soit établi à un niveau anormal ou artificiel de façon durable. Que contrairement à ce qui est avancé par la défense de Monsieur X, aucune condition de durabilité ne découle de la définition légale du manquement de manipulation de marché. Que la durée de l’abus de marché ne joue aucun rôle, le marché pouvant être manipulé aussi bien pendant une longue durée que pendant une période extrêmement limitée. Que la question de savoir combien de temps un prix est maintenu à un niveau anormal ou artificiel n’est dès lors pas pertinente pour déterminer s’il est question d’une manipulation de marché.

Que telle a bien été l'intention du législateur européen ainsi que cela ressort de l'article 4 de la Directive 2003/124/CE précitée. Que cet article énumère un ensemble de signaux de comportements manipulatifs du marché. Que certains de ces signaux ne requièrent pas d'élément de durée du comportement prohibé ou se réfère à une durée brève ou courte sans autre précision (comme par exemple article 4, points d) et e), de la Directive 2003/124/CE). Que cette liste de signaux est édictée indifféremment pour l'application du premier ou du deuxième tiret de l'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), de la 2003/6/CE sur les abus de marché. Qu'il s'en déduit nécessairement que le législateur européen n'a pas exigé de condition de durée pour l'application de l'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), deuxième tiret, de la 2003/6/CE sur les abus de marché. Que toute autre interprétation reviendrait à méconnaître la portée de l'article 4 de la Directive 2003/124/CE et à réduire le champ d'application de l'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), deuxième tiret de la Directive 2003/6/CE sur les abus de marché.

Que dès le moment où, par suite d'opérations ou d'ordres, le cours d'un instrument financier est porté à un niveau anormal ou artificiel, et que de ce fait, les transactions dans cet instrument financier sont susceptibles d'être conclues à un cours qui ne reflète plus l'offre et la demande réelles de cet instrument financier, l'interdiction édictée par l'article 1^{er}, paragraphe 2, point a), deuxième tiret de la Directive 2003/6/CE sur les abus de marché trouve à s'appliquer. Que le fonctionnement même d'un marché guidé par les ordres (order driven market), où les cours peuvent être modifiés de seconde en seconde par l'effet de l'offre et de la demande d'instruments financiers, est, dans bien des cas, inconciliable avec toute exigence de durée dans la variation anormale ou artificielle d'un cours. Que du point de vue de la contrepartie dont l'ordre est exécuté en raison uniquement de la perturbation induite par la manipulation de marché, il est indifférent que le cours de l'instrument financier concerné ait été porté à un niveau anormal ou artificiel de manière durable ou non. Qu'une exigence de durée rendrait dès lors sans effet l'interdiction précitée.

Que tout comme pour l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a), la démonstration d'un manquement au point b) de cette disposition ne nécessite pas la preuve de l'utilisation de moyens frauduleux ni, plus largement, d'un élément intentionnel : ce manquement est défini de façon objective.

Qu'enfin, les signaux énumérés par l'article 3 de l'arrêté royal du 5 mars 2006 doivent également être pris en compte pour apprécier un éventuel manquement au point b) de l'article 25, § 1^{er}, 2^o.

(iv) à moins que la personne ayant effectué les transactions ou passé les ordres établisse que les raisons qui l'ont amenée à le faire sont légitimes et que les transactions ou ordres en question sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché concerné

Considérant que la notion de pratique de marché admise est issue de la directive 2003/6/CE précitée. Que les modalités d'application de cette directive sont, en ce qui concerne les pratiques de marché admises, définies par la directive 2004/72/CE du 29 avril 2004 (Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement des listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes).

Qu'à ce jour, la CBFA n'a pas défini, par voie de règlement, les conditions auxquelles devaient satisfaire certains ordres ou transactions pour pouvoir être qualifiés de pratiques de marché admises pour l'application de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002.

Que l'hypothèse qu'une pratique faisant l'objet d'une procédure en vue de l'imposition d'une amende administrative n'ait pas auparavant été examinée par la CBFA dans le cadre de la procédure définie à l'article 6 de l'arrêté royal du 5 mars 2006 est réglée au § 3 de cette dernière disposition.

Qu'à titre illustratif, l'annexe à la proposition de directive de la Commission² à l'origine de la directive 2003/6/CE, précitée, énumérait une série de comportements utilisés pour manipuler les marchés d'instruments financiers. Que l'exposé des motifs de la Loi du 2 août 2002 a repris cette énumération de comportements susceptibles de constituer un manquement à l'interdiction de manipulation de marché prévue à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi (Exposé des motifs, *Doc. parl.*, 1842/001-1843/001, pp. 61-62).

Qu'il s'agit notamment des comportements suivants:

"Opérations destinées à donner une fausse impression d'activité:

- les opérations n'entraînant pas de véritable changement dans la propriété de l'instrument financier ("wash sales");*
- les opérations au cours desquelles des ordres d'achat et de vente, à des cours et pour des volumes identiques, sont passés simultanément par des parties différentes mais en collusion ("improper match order");*
- le fait, pour une personne ou plusieurs personnes agissant de concert, d'effectuer des opérations en vue de pousser le cours d'un instrument financier jusqu'à un niveau artificiellement élevé, pour ensuite vendre massivement ses/leurs titres ("pumping and dumping");*

² COM 2001/0281 *final*, JO C 240E/2001, p. 265.

- *le fait de gonfler la demande d'un instrument financier afin de faire augmenter son cours (en créant une impression de vigueur ou d'illusion que l'augmentation est due à l'activité sur les titres) ("advancing the bid").*

(...)"

Considérant ainsi que les comportements précités correspondent aux comportements susceptibles d'être sanctionnés sur base de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a) et/ou b), de la Loi du 2 août 2002.

B.2. Quant à l'examen des transactions discutées

Considérant que toutes les transactions discutées ont été réalisées, d'une part, par M. X (en partie pour compte propre et en partie pour compte de A et B) et, d'autre part, pour compte de Mosaic Capital Management, un gestionnaire de fonds établi aux Iles Cayman dont M. X était à l'époque des faits administrateur et au sein duquel il exerçait des fonctions exécutives.

Que l'instruction n'a pas établi l'identité de la personne physique qui a introduit, pour exécution, les ordres pour compte de Mosaic Capital Management. Que la séquence des transactions réalisées pour compte de M. X et de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, et les caractéristiques et la succession très rapide des ordres sous-jacents ne peuvent s'expliquer que de deux manières:

- (i) soit M. X a lui-même introduit pour exécution les ordres pour compte de Mosaic Capital Management;
- (ii) soit une autre personne physique a introduit ces ordres pour compte de Mosaic Capital Management, de manière concertée avec M. X.

Qu'en effet, la succession extrêmement rapide d'ordres en sens inverses et dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent sur le marché, mène à considérer qu'une de ces hypothèses doit être retenue.

Considérant que l'examen des ordres et transactions en actions Punch Telematix (21 novembre 2007), Metris (19 septembre 2007), Zetes (21 novembre 2007) et Roularta (22 novembre 2007) met en évidence plusieurs des signaux qui, aux termes de l'article 3 de l'arrêté royal du 5 mars 2006, doivent être pris en compte par la CBFA pour se prononcer sur l'existence d'une éventuelle manipulation de marché au sens de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002.

Qu'il s'agit à tout le moins des signaux suivants:

- (i) *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^o).*

Qu'en l'espèce, M. X et/ou Mosaic Capital Management sont intervenus :

- dans la grande majorité des transactions du 21 novembre 2007 en actions Punch Telematix (86,5%), ces transactions représentant la très grande majorité des volumes échangés (96,2%). Par ailleurs, les transactions de la Phase II et les transactions de la Phase IV ont entraîné respectivement une hausse (8,4 %, de 5,21 EUR à 5,65 EUR), puis une baisse (8,62%, de 5,8 EUR à 5,3 EUR) significatives du cours de l'action;
- dans la majorité des transactions du 19 septembre 2007 en actions Metris (62,5%), ces transactions représentant une portion significative des volumes échangés (33,5%). Par ailleurs, les transactions de la Phase II ont à elles seules entraîné une hausse de l'ordre de 1,2% (de 15,02 à 15,2 EUR) du cours de l'action. Que Cette hausse en apparence limitée a été suffisante pour permettre à M. X de réaliser une plus-value de 3.029,65 EUR, grâce au volume important des ordres qu'il a introduits ;
- dans la grande majorité des transactions du 21 novembre 2007 en actions Zetes (84,3%), ces transactions représentant la très grande majorité des volumes échangés (97,2%). La première exécution du schéma répété quatre fois sur le marché de l'action Zetes a entraîné, à elle seule, une hausse de 4,5% (de 21,01 à 21,97 EUR) du cours de cette action. Chacune des trois exécutions suivantes de ce schéma a entraîné une baisse puis une hausse similaire du cours de l'action ;
- dans une portion significative des transactions du 22 novembre 2007 en actions Roularta (30,5%), ces transactions représentant une majorité des volumes échangés (57,2%). Les transactions réalisées pour compte de Mosaic Capital Management et par M. X au cours des Phases II et III ont entraîné une hausse du cours de l'action de l'ordre de 3,5% (de 50,69 EUR à 52,49 EUR).

(ii) *La question de savoir si les opérations effectuées n'entraînent aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé (article 3, al. 1^{er}, 3^o).*

Qu'au cours des Phases II et IV des transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007, des ordres permettant l'exécution, respectivement, de quatre et trois transactions de type *cross*, sur de faibles volumes, ont été introduits pour compte de Mosaic Capital Management. Que ces transactions n'ont entraîné aucun changement du propriétaire des actions concernées.

Qu'au surplus, pour ce qui concerne les autres phases des transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007 et, plus largement, les transactions en actions Metris, Zetes et Roularta, chacune des transactions examinées, envisagée séparément, a entraîné un changement du propriétaire bénéficiaire des actions visées (ainsi pour ne prendre que l'exemple des transactions en actions Punch Telematix : achats d'actions par M. X auprès de Mosaic Capital Management au cours de la Phase I; revente de ces mêmes actions par M. X à Mosaic Capital Management au cours de la Phase III).

Que si l'on envisage ces transactions globalement, les positions initiales de M. X (et des autres personnes physiques pour compte desquelles il est intervenu) et de Mosaic Capital Management n'ont la plupart du temps pas été modifiées et quand elles l'ont été, ce n'est que de manière marginale. En effet :

- en ce qui concerne les transactions en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007 : M. X (et les personnes physiques pour compte desquelles il intervient) termine la séance avec la même position en actions Punch Telematix qu'en début de séance, et Mosaic Capital Management a racheté en fin de séance sa position initiale en Punch Telematix et a, en outre, acheté 2.121 actions;
- en ce qui concerne les transactions en actions Metris du 19 septembre 2007 : M. X (et les personnes physiques pour compte desquelles il intervient) termine la séance avec la même position en actions Metris qu'en début de séance, tandis que Mosaic Capital Management acquiert, au cours de la séance, 19.494 actions Metris;
- en ce qui concerne les transactions en actions Zetes du 21 novembre 2007 : M. X (et les personnes physiques pour compte desquelles il intervient) termine la séance avec la même position en actions Zetes qu'en début de séance, de même que Mosaic Capital Management;
- en ce qui concerne les transactions en actions Roularta du 22 novembre 2007 : M. X (et les personnes physiques pour le compte desquelles il intervient) termine la séance avec une position en actions Roularta quasi identique qu'en début de séance (sous réserve d'une différence de 4 actions) tandis que Mosaic Capital Management a, au cours de la séance, vendu 3.452 puis acheté 4.788 actions Roularta.

Qu'envisagées globalement, les transactions discutées n'ont donc entraîné aucun changement du propriétaire bénéficiaire de la plupart des actions achetées et vendues par M. X et Mosaic Capital Management :

- dans tous les cas (sous réserve d'une différence de 4 actions au terme des transactions en Roularta), M. X (et les personnes pour compte desquelles il est intervenu) a terminé la séance avec une position identique à celle détenue en début de séance;
- dans trois cas sur quatre, Mosaic Capital Management a vendu une participation puis racheté celle-ci, ainsi qu'un certain nombre d'actions supplémentaires. Ce n'est que dans le cadre des transactions en actions Metris du 19 septembre 2007 que Mosaic Capital Management a véritablement acquis, au terme de la séance, une position qu'elle n'avait pas en début de séance.

(iii) *La mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées sont concentrés sur un bref laps de temps durant la séance de négociation et entraînent une variation de cours qui est ensuite inversée (art. 3, al. 1^{er}, 5°).*

Considérant que l'instruction en fait a mis en évidence la rapidité avec laquelle, notamment, les ordres en actions Punch Telematix avaient été introduits, en particulier au cours des Phases I, II et III. Qu'au surplus, l'exécution des ordres rapprochés introduits pour le compte de Mosaic Capital Management au cours de la Phase II a entraîné une hausse du cours de l'action Punch Telematix de 8,4 % (de 5,21 EUR à 5,65 EUR).

Que cette hausse du cours sera inversée grâce aux ordres de type "cross" introduits au cours de la Phase IV pour le compte de Mosaic Capital Management. Que les ordres rapprochés introduits par Mosaic Capital Management au cours des Phases I et III n'ont pas entraîné de variation du cours de l'action Punch Telematix. Mais la manière très rapprochée dont ces séries d'ordres ont été introduites a permis de rencontrer les ordres de sens inverses introduits par M. X pour son propre compte et pour le compte de A et B sans que d'autres ordres de tiers ne puissent intervenir dans la fixation du cours, ce qui met en évidence le caractère concerté de ces ordres et transactions.

Que les ordres et transactions en actions Metris, Zetes et Roularta examinés se caractérisent également, dans de nombreux cas, par la rapidité avec laquelle ils se sont succédé. Ainsi :

- transactions en actions Metris du 19 septembre 2007 : au cours des Phases II et III, 11 ordres sont introduits pour compte de Mosaic Capital Management en moins de sept minutes;
- transactions en actions Zetes du 21 novembre 2007 : au cours des trois premières exécutions du schéma d'achat/vente, 10 ordres sont introduits pour compte de Mosaic Capital Management en moins de neuf minutes, et six ordres sont introduits par M. X, pour son propre compte et pour le compte de A et B, au cours de la même période; au cours de la quatrième répétition du schéma, sept ordres de vente sont d'abord introduits pour compte de Mosaic Capital Management en moins de deux minutes, puis neuf ordres d'achat en moins de neuf minutes, tandis que M. X introduit chaque fois trois ordres, pour son propre compte et pour le compte de A et B, au cours des mêmes périodes.
- transactions en Roularta du 22 novembre 2007 : cinq ordres sont introduits pour compte de Mosaic Capital Management en moins de quatre minutes, puis à nouveau six ordres en moins de quinze minutes; M. X, pour sa part, introduit d'abord trois ordres, pour compte propre et pour compte de A et B, en un peu plus de quatre minutes, puis à nouveau trois ordres en moins de trois minutes.

Que les variations de cours que l'exécution de ces séries rapprochées d'ordres a entraînées ont été mises en évidence, dans chaque cas. Les transactions en actions Zetes du 21 novembre 2007, en particulier, ont entraîné plusieurs variations du cours qui ont, chaque fois, été inversées.

Considérant que la présence des signaux susmentionnés constitue l'indication de ce que les ordres et transactions examinés constituent des manquements aux dispositions de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, de la Loi du 2 août 2002.

Que ces signaux ne constituent toutefois pas, en eux mêmes, la preuve d'un manquement aux dispositions précitées. Qu'il y a lieu, en toute hypothèse, de procéder à la qualification des transactions discutées au regard des éléments constitutifs de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a) et b), de la Loi du 2 août 2002.

➤ **Quant aux opérations sur les actions Punch Telematix**

Considérant qu'il est établi et, au surplus, non contesté que M. X a introduit des ordres et effectué des transactions en actions Punch Telematix le 21 novembre 2007. Que ces ordres et transactions ont été introduits et effectués par M. X pour son propre compte et pour le compte de A et B.

Que par ailleurs, le même jour, des ordres ont été introduits et des transactions effectuées en Punch Telematix pour le compte de Mosaic Capital Management. Que bien que l'instruction n'ait pu établir l'identité de la personne qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management, la succession extrêmement rapide d'ordres en sens inverses et dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent sur le marché, mène à considérer que c'est M. X lui-même qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management. Que M. X disposait, en effet, du pouvoir de représenter Mosaic Capital Management à l'égard d'UBS.

Qu'à tout le moins, il y a lieu de considérer que M. X a agi de concert avec une autre personne physique, certes non identifiée, agissant elle-même pour compte de Mosaic Capital Management.

Que l'instruction n'a par contre pas établi l'existence d'éléments permettant d'imputer à Mosaic Capital Management, en tant que personne morale, la planification et l'exécution des transactions litigieuses.

Considérant qu'il y a lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Punch Telematix.

Que ceci requiert de distinguer les indications qu'ont pu donner les transactions et ordres suspects sur l'offre ou la demande et sur le cours de l'action Punch Telematix.

a) Indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande

Considérant que les transactions et les ordres suivants, à tout le moins, ont donné une image fausse ou trompeuse sur l'offre et la demande, et dès lors sur le volume des transactions en actions Punch Telematix :

- (i) Trente-et-une (31) transactions ont été réalisées entre M. X et Mosaic Capital Management au cours des Phases I et III. Ces transactions sont l'exécution d'ordres acheteurs et vendeurs très rapprochés, dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce que ces ordres se rencontrent mutuellement.

Que ces transactions et les ordres sous-jacents doivent être analysés en ayant à l'esprit le schéma global des transactions examinées. Qu'envisagées globalement, ces transactions n'ont pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées : que M. X a acquis auprès de Mosaic Capital Management 25.580 actions Punch Telematix (Phase I), qu'il a revendues le jour même à Mosaic Capital Management (Phase III). Que M. X a ainsi réalisé (pour son compte propre et celui de A et B) une plus-value

de l'ordre de 15.348 EUR, au détriment des actifs sous gestion de Mosaic Capital Management, qui se sont appauvris à concurrence du même montant.

Que ces transactions ont représenté 63,4% des transactions du 21 novembre 2007 en actions Punch Telematix et 90,9% des volumes échangés. Qu'elles ont largement contribué à ce que les échanges observés à cette date dépassent largement - tant en nombre de transactions qu'en volume -, sans aucune justification apparente, les moyennes quotidiennes observées en 2007.

Qu'il y a donc lieu de constater que les ordres introduits et les transactions réalisées par M. X - agissant pour compte propre, pour compte de A et B et, le cas échéant, pour compte de Mosaic Capital Management - au cours des Phases I et III ne reflétaient pas une offre et une demande réelles en actions Punch Telematix et ont, dès lors, donné des indications fausses ou trompeuses sur cette offre et cette demande.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X est intervenu pour compte de Mosaic Capital Management dans le cadre des transactions examinées, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande en Punch Telematix, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

Que ces ordres et transactions s'apparentent en réalité aux "*improper match orders*" cités par les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 parmi les exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

- (ii) Sept transactions de type "cross" ont été réalisées pour le compte de Mosaic Capital Management - agissant à la fois en qualité d'acheteur et de vendeur - au cours des Phases II et IV. Que ces transactions portaient sur de faibles volumes et visaient manifestement, d'une part, à maîtriser la hausse du cours de l'action Punch Telematix lors de la Phase II et, d'autre part, à entraîner une baisse du cours lors de la Phase IV.

Que ces transactions n'ont pas entraîné un transfert de propriété des actions concernées.

Qu'il y a donc lieu de constater également que les transactions de type "cross" au cours des Phases II et IV, ainsi que les ordres sous-jacents, ne reflétaient pas une offre et une demande réelles en actions Punch Telematix et ont, dès lors, donné des indications fausses ou trompeuses sur cette offre et cette demande.

Que ces ordres et transactions s'apparentent en réalité aux "*wash sales*" citées par les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 parmi les exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

b) *Indications fausses ou trompeuses sur le cours*

Considérant que les transactions et les ordres sous-jacents suivants, à tout le moins, ont donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Punch Telematix :

- (i) Que les caractéristiques des ordres sous-jacents aux 31 transactions réalisées entre M. X et Mosaic Capital Management au cours des Phases I et III ont

manifestement été déterminées de façon à ce que ces ordres se rencontrent mutuellement.

En particulier, que ces ordres de vente et d'achat ont été introduits dans la marge des meilleurs ordres de vente et d'achat alors en attente sur le marché. Que ceci permettait à M. X, à moins qu'un ordre émanant d'une tierce partie ne s'interpose soudainement entre les ordres introduits pour son compte et pour le compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, de fixer lui-même à l'intérieur de cette marge, le cours de réalisation de la transaction.

Que l'interposition d'une tierce partie était hautement improbable, étant donné la succession très rapide des ordres introduits pour compte de M. X et de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part.

Que les transactions entre M. X (agissant pour compte propre et pour compte de A et B) et Mosaic Capital Management ont donc donné une indication fautive ou trompeuse sur le cours de l'action Punch Telematix, puisqu'elles ont déterminé ce cours sans pour autant traduire une offre et une demande réelles. Qu'en effet, envisagées globalement, ces transactions n'ont pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X soit intervenu pour compte de Mosaic Capital Management dans le cadre des transactions examinées, il y aurait lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Punch Telematix, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

- (ii) Que les 7 transactions de type "cross" réalisées pour compte de Mosaic Capital Management, en qualité à la fois d'acheteur et de vendeur, au cours des Phases II et IV sont l'exécution d'ordres appariés de sens contraires portant sur de faibles volumes.

Que ces ordres de vente et d'achat ont été introduits dans la marge des meilleurs ordres de vente et d'achat alors en attente sur le marché, ce qui permettait à Mosaic Capital Management (pour compte de laquelle agissait, selon toutes vraisemblances, M. X), à moins qu'un ordre émanant d'une tierce partie ne s'interpose soudainement entre ses deux ordres, de fixer elle-même à l'intérieur de cette marge, le cours de réalisation de la transaction.

Que la faible liquidité de l'action Punch Telematix a permis à M. X d'influer sur le cours de ce titre de manière très prévisible et il est permis de penser que cette faible liquidité a été déterminante de la décision de réaliser les transactions litigieuses précisément sur le titre Punch Telematix.

Que ces transactions ont donc donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Punch Telematix, puisqu'elles ont déterminé ce cours sans être fondées sur une offre et une demande réelles.

Considérant qu'il y a également lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes

agissant de concert, le cours de l'action Punch Telematix à un niveau anormal ou artificiel.

Qu'à cet égard, les transactions et ordres discutés en actions Punch Telematix du 21 novembre 2007 se sont déroulés en quatre phases.

Que les transactions réalisées par Mosaic Capital Management, pour le compte de laquelle agissait, selon toutes vraisemblances, M. X, au cours de la Phase II, ont entraîné une hausse du cours de l'action Punch Telematix.

Que les transactions réalisées ensuite par M. X - pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part - au cours de la Phase III, ont eu pour effet de fixer le cours de l'action aux alentours de 5,81 EUR. La fixation du cours à ce niveau a duré le temps nécessaire pour que M. X puisse revendre à Mosaic Capital Management les 25.580 actions achetées au cours de la Phase I.

Que le cours atteint à l'issue de la Phase II (5,65 EUR) et le cours atteint dès le début de la Phase III et maintenu tout au long de celle-ci (5,81 EUR puis 5,80 EUR) peuvent être qualifié d'anormaux ou artificiels. Que ces cours reflètent, en effet, une offre et une demande qui sont elles mêmes artificielles.

Qu'en conclusion sur ce point, M. X - qui agissait également pour compte de Mosaic Capital Management ou de manière concertée avec cette dernière - a, en particulier à l'occasion des transactions réalisées au cours de la Phase III, fixé le cours de l'action Punch Telematix à un niveau qu'il y a lieu de considérer comme anormal ou artificiel. La circonstance que la fixation du cours à un tel niveau n'ait été que de courte durée n'est pas de nature à modifier cette analyse.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X a agi pour compte de Mosaic Capital Management, il y a néanmoins lieu de considérer qu'eu égard à la séquence des transactions, M. X et la personne qui est intervenue pour compte de Mosaic Capital Management ont nécessairement agi de concert. Que cette seule constatation suffit pour conclure à un manquement à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, b), dans le chef de M. X, quand bien même l'autre personne physique avec laquelle il a agi de concert n'est pas identifiée.

Qu'envisagées globalement, les transactions réalisées en Punch Telematix le 21 novembre 2007 s'apparentent à une opération de "*pumping and dumping*", citée dans les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 comme un exemple d'opération donnant une fausse impression d'activité. La principale différence par rapport aux opérations de "*pumping and dumping*"

classiquement rencontrées réside dans le fait que le bénéficiaire de l'opération a acquis puis revendu sa position auprès d'un seul autre investisseur (Mosaic Capital Management), pour le compte duquel, selon toute vraisemblance, il intervenait également, ou avec lequel, à tout le moins, il agissait de concert.

➤ **Quant aux opérations sur les actions Metris**

Considérant qu'il est établi et, au surplus, non contesté que M. X a introduit des ordres et effectué des transactions en actions Metris le 19 septembre 2007. Que ces ordres et transactions ont été introduits et effectués par M. X pour son propre compte et pour le compte de A et B.

Qu'en outre, le même jour, des ordres ont été introduits et des transactions effectuées en actions Metris pour le compte de Mosaic Capital Management. Que bien que l'instruction n'ait pu établir l'identité de la personne qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management, la succession extrêmement rapide d'ordres en sens inverses et dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent sur le marché, mène à considérer que c'est M. X lui-même qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management. Que M. X disposait, en effet, du pouvoir de représenter Mosaic Capital Management à l'égard d'UBS.

Qu'à tout le moins, il y a lieu, à tout le moins, de considérer que M. X a agi de concert avec une autre personne physique, certes non identifiée, agissant elle-même pour compte de Mosaic Capital Management.

Que l'instruction n'a par contre pas établi l'existence d'éléments permettant d'imputer à Mosaic Capital Management, en tant que personne morale, la planification et l'exécution des ordres et transactions litigieux.

Considérant qu'il y a lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Metris.

Que ceci requiert de distinguer les indications fausses ou trompeuses qu'ont pu donner les transactions et ordres suspects sur l'offre ou la demande et sur le cours de l'action Metris

a) Indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande

Considérant que quarante (40) transactions ont été réalisées par M. X et/ou Mosaic Capital Management au cours des trois Phases identifiées. Ces transactions sont l'exécution d'ordres acheteurs et vendeurs rapprochés, dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce que, successivement:

- M. X (et A et B, pour compte desquels il intervient) acquière une position en Metris;
- Mosaic Capital Management, en intervenant massivement comme acheteur sur le marché, pousse le cours de l'action à la hausse;

- M. X se défasse ensuite de la participation acquise au cours de la Phase I en la vendant à Mosaic Capital Management, qui pour sa part continuait à acheter sur le marché.

Qu'envisagées globalement, les transactions réalisées par M. X pour compte propre et pour compte de A et B, ne lui ont permis d'acquérir une position en Metris que de façon très temporaire, le temps que Mosaic Capital Management - pour compte de laquelle intervenait, selon toutes vraisemblances, M. X - intervienne sur le marché de façon à pousser le cours à la hausse. Que M. X (ensemble avec A et B, pour compte desquels il est intervenu) a ainsi réalisé une plus-value hors frais de l'ordre de 3.029,65 EUR.

Que ces transactions ont représenté 62,5% des transactions et 33,5% du volume échangé le 19 septembre 2007. Elles ont largement contribué à ce que le volume d'actions échangées à cette date dépasse significativement, sans aucune justification apparente, la moyenne quotidienne observée en 2007.

Qu'il y a dès lors lieu de constater que les ordres introduits et les transactions réalisées par M. X, pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, le 19 septembre 2007 ne reflétaient pas une offre et une demande réelles en actions Metris et ont, dès lors, donné des indications fausses ou trompeuses sur cette offre et cette demande.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer que M. X n'est pas intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande en Metris, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

Que ces ordres et transactions s'apparentent pour partie aux "*improper match orders*" cités par les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 parmi les exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

b) Indications fausses ou trompeuses sur le cours

Considérant que les caractéristiques des ordres pour compte de Mosaic Capital Management au cours de la Phase II, de même que celles des ordres pour compte de Mosaic Capital Management et de M. X (et A et B) au cours de la Phase III, ont été déterminées de façon à ce que le cours soit poussé à la hausse, permettant à M. X de se défaire de la position acquise au cours de la Phase I en réalisant une plus-value.

Que notamment, les ordres de vente et d'achat au cours de la Phase III ont été introduits dans la marge des meilleurs ordres de vente et d'achat alors en attente sur le marché. Que ceci permettait à M. X, à moins qu'un ordre émanant d'une tierce partie ne s'interpose soudainement entre les ordres introduits pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, de fixer, à l'intérieur de cette marge, le cours de réalisation de la transaction.

Que les transactions entre M. X (agissant pour compte propre et pour compte de A et B) et Mosaic Capital Management, en particulier, ont donc donné une indication fausse ou trompeuse sur le cours de l'action, puisqu'elles ont déterminé ce cours sans pour autant traduire une offre et une demande réelles. L'on rappelle en effet qu'envisagées globalement, ces transactions n'ont - à tout le moins du point de vue de M. X et de A et B, pour compte desquels il est intervenu - pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X soit intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Metris, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

Que la faible liquidité de l'action Metris a permis à M. X d'influer sur le cours de ce titre de manière prévisible.

Considérant qu'il y a également lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de concert, le cours de l'action Metris à un niveau anormal ou artificiel.

Considérant que les transactions et ordres suspects en actions Metris du 19 septembre 2007 se sont déroulés en trois phases.

Que les transactions réalisées par Mosaic Capital Management - pour le compte de laquelle agissait, selon toute vraisemblance, M. X - au cours de la Phase II, ont entraîné une hausse du cours de l'action Metris, de l'ordre de 1,2% (de 15,02 EUR à 15,2 EUR).

Que les transactions réalisées ensuite par M. X - pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part - au cours de la Phase III, ont permis à M. X de se défaire de la participation acquise lors de la Phase I à un cours proche du cours de 15,2 EUR atteint au terme de la Phase II.

Que le cours atteint au terme de la Phase II (5,2 EUR) et le cours, très proche, maintenu au cours de la Phase III (5,18 et 5,19 EUR) peuvent être qualifiés d'anormaux ou artificiels. En effet, ces cours reflètent une offre et une demande qui sont elles mêmes artificielles.

Qu'en conclusion, M. X - qui, intervenait également pour compte de Mosaic Capital Management ou de manière concertée avec cette dernière - a fixé, en particulier au cours de la Phase III de la séquence des transactions en actions Metris, le cours de ce titre à un niveau qu'il y a lieu de considérer comme anormal ou artificiel. La circonstance que la fixation du cours à un tel niveau n'ait été que de courte durée n'est pas de nature à modifier cette analyse.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X a agi pour compte de Mosaic Capital Management dans le cadre des transactions litigieuses, il y a lieu de considérer qu'eu égard à la séquence de ces transactions, M. X et la personne qui est intervenue pour compte de Mosaic Capital Management ont nécessairement agi de concert. Cette seule constatation suffit pour conclure à un manquement à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, b), dans le chef de M. X, quand bien même l'autre personne physique avec laquelle il a agi de concert n'est pas identifiée.

Qu'après la réalisation de la dernière transaction de la Phase III, à 13:07:07, plus aucune transaction n'a été réalisée ce jour en actions Metris, ce qui illustre la faible liquidité du titre et souligne le caractère artificiel du cours formé par l'exécution des ordres introduits pour compte de M. X (et de A et B) et pour compte de Mosaic Capital Management.

Qu'envisagées globalement, les transactions en actions Metris du 19 septembre 2007 s'apparentent à une opération de "*pumping and dumping*", citée dans les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 comme un exemple d'opération donnant une fausse impression d'activité.

➤ **Quant aux opérations sur les actions Zetes**

Considérant qu'il est établi et, au surplus, non contesté que M. X a introduit des ordres et effectué des transactions en actions Zetes le 21 novembre 2007. Ces ordres et transactions ont été introduits et effectués par M. X pour son propre compte et pour le compte de A et B.

Que par ailleurs, le même jour, des ordres ont été introduits et des transactions effectuées en Zetes pour le compte de Mosaic Capital Management. Que bien que l'instruction n'ait pu établir l'identité de la personne qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management, la succession extrêmement rapide d'ordres en sens inverses et dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent sur le marché, mène à considérer que c'est M. X lui-même qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management. Que M. X disposait, en effet, du pouvoir de représenter Mosaic Capital Management à l'égard d'UBS.

Qu'à tout le moins, il y a lieu de considérer que M. X a agi de concert avec une autre personne physique, certes non identifiée, agissant elle-même pour compte de Mosaic Capital Management.

Que l'instruction n'a par contre pas établi l'existence d'éléments permettant d'imputer à Mosaic Capital Management, en tant que personne morale, la planification et l'exécution des transactions litigieuses.

Considérant qu'il y a lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Zetes.

Que ceci requiert de distinguer les indications fausses ou trompeuses qu'ont pu donner les transactions et ordres suspects sur l'offre ou la demande et sur le cours de l'action Zetes

a) Indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande

Considérant que quarante-trois (43) transactions ont été réalisées par M. X et/ou Mosaic Capital Management au cours des quatre répétitions du même schéma d'achat/vente décrit dans la partie en fait du présent rapport. Ces transactions sont l'exécution d'ordres acheteurs et vendeurs rapprochés, dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce que le schéma suivant soit répété quatre fois:

- M. X (et les personnes physiques pour compte desquelles il intervient) acquiert une position en Zetes auprès de Mosaic Capital Management, actif à la vente;
- M. X revend quasi immédiatement³ cette participation à Mosaic Capital Management, à un prix supérieur.

Considérant que ces transactions et les ordres sous-jacents doivent être analysés en ayant à l'esprit le schéma global des opérations examinées. Qu'envisagées globalement, les transactions réalisées par M. X, pour compte propre et pour compte de A et B, ne lui ont permis d'acquérir une position en Zetes auprès de Mosaic Capital Management que de façon très temporaire, le temps que cette dernière intervienne à nouveau - de manière manifestement concertée - sur le marché, à l'achat, permettant ainsi à M. X de se défaire à un prix avantageux de la participation acquise. M. X a ainsi réalisé (pour son compte propre et celui de A et B) une plus-value hors frais de l'ordre de 11.005,34 EUR.

Que ces transactions ont représenté 84,3% des transactions et 97,2% du volume échangé le 21 novembre 2007. Elles ont largement contribué à ce que le volume d'actions échangées à cette date dépasse très significativement, sans aucune justification apparente, la moyenne quotidienne observée en 2007.

Qu'il y a donc lieu de constater que les ordres introduits et les transactions réalisées par M. X, agissant pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, le 21 novembre 2007 ne reflétaient pas une offre et une demande réelles en actions Zetes et ont, dès lors, donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et sur la demande en ce titre.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X est intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y aurait lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande en Zetes, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

³ Dans la minute ou les deux minutes pour les trois premières exécutions du schéma d'achat-vente; dans les vingt minutes pour la quatrième, qui portait sur un nombre d'actions plus important et a nécessité, dès lors, l'exécution d'un nombre plus important d'ordres.

Que ces ordres et transactions s'apparentent aux "*improper match orders*" cités par les travaux préparatoires de la loi du 2 août 2002 parmi les exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

b) Indications fausses ou trompeuses sur le cours

Considérant que les caractéristiques des ordres introduits pour compte de M. X et de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, au cours des quatre répétitions du schéma d'achat/vente décrit ci-dessus, ont manifestement été déterminées de façon à ce que M. X (agissant pour compte propre et pour compte de A et B) acquière une participation dans Zetes, puis s'en défasse immédiatement, en la vendant à Mosaic Capital Management à un prix supérieur.

Qu'à cette fin, les ordres de vente et d'achat ont été introduits dans la marge des meilleurs ordres de vente et d'achat alors en attente sur le marché. Que ceci permettait à M. X, à moins qu'un ordre émanant d'une tierce partie ne s'interpose soudainement entre les ordres introduits pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et ceux introduits pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, de fixer lui-même, à l'intérieur de cette marge, le cours de réalisation de la transaction.

Que les transactions entre M. X (agissant pour compte propre et pour compte de A et B) et Mosaic Capital Management, en particulier, ont donc donné une indication fausse ou trompeuse sur le cours de l'action Zetes, puisqu'elles ont déterminé ce cours sans pour autant traduire une offre et une demande réelles. Qu'envisagées globalement, ces transactions n'ont - à tout le moins du point de vue de M. X et de A et B - pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X est intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Zetes, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

La faible liquidité de l'action Zetes a permis à M. X d'influer sur le cours de ce titre de manière prévisible.

Considérant qu'il y a également lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de concert, le cours de l'action Zetes à un niveau anormal ou artificiel.

Considérant que les transactions et ordres discutés en actions Zetes du 21 novembre 2007 se caractérisent par la répétition, à quatre reprises, du même schéma d'achat-vente.

Qu'ainsi, les transactions réalisées par M. X - pour compte propre et pour compte de A et B - d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, au cours de la première exécution du schéma d'achat-vente, ont entraîné une

hausse du cours de l'action Zetes de l'ordre de 4,5% (de 21,01 EUR à 21,97 EUR). Que cette hausse a immédiatement été annulée par l'exécution suivante du même schéma d'achat-vente.

Que chacune des trois exécutions suivantes a entraîné une hausse similaire du cours de l'action, qui a ensuite été annulée.

Que les transactions réalisées le 21 novembre 2007 ont permis à M. X, agissant pour compte propre et pour compte de A et B, d'acquérir à quatre reprises une participation en Zetes et de s'en défaire immédiatement à un cours supérieur, grâce à l'intervention - manifestement concertée - de Mosaic Capital Management.

Que les cours successifs formés par la rencontre des ordres introduits par M. X - pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part - lors de chaque exécution du schéma d'achat-vente en Zetes peuvent être qualifiés d'anormaux ou artificiels. Que ces cours reflètent, en effet, une offre et une demande qui sont elles-mêmes artificielles.

Qu'en conclusion, M. X - qui, selon toute vraisemblance, agissait également pour compte de Mosaic Capital Management - a fixé, lors de chaque exécution du schéma d'achat-vente en Zetes observé le 21 novembre 2007, le cours de ce titre à un niveau qu'il y a lieu de considérer comme anormal ou artificiel. Que la circonstance que la fixation du cours à un tel niveau n'ait été, dans chaque cas, que de courte durée n'est pas de nature à modifier cette analyse.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X a agi pour compte de Mosaic Capital Management dans le cadre des transactions examinées, il y aurait lieu de constater qu'en égard à la séquence desdites transactions, M. X et la personne qui est intervenue pour compte de Mosaic Capital Management ont nécessairement agi de concert. Cette seule constatation suffit pour conclure à un manquement à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, b), dans le chef de M. X, quand bien même l'autre personne physique avec laquelle il a agi de concert n'est pas identifiée.

Qu'au surplus les transactions réalisées en actions Zetes le 21 novembre 2007 s'apparentent à des "*improper match orders*", cités dans les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 comme exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

➤ **Quant aux opérations sur les actions Roularta**

Considérant qu'il est établi et, au surplus, non contesté que M. X a introduit des ordres et effectué des transactions en actions Roularta le 22 novembre 2007. Que ces ordres et transactions ont été introduits et effectués par M. X pour son propre compte et pour le compte de A et B.

Que par ailleurs, le même jour, des ordres ont été introduits et des transactions effectuées en actions Roularta pour le compte de Mosaic Capital Management.

Bien que l'instruction n'ait pu établir l'identité de la personne qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management, la succession extrêmement rapide d'ordres en sens inverses et dont les caractéristiques semblent avoir manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent sur le marché, mène à considérer que c'est M. X lui-même qui a introduit les ordres pour compte de Mosaic Capital Management. Que M. X disposait, en effet, du pouvoir de représenter Mosaic Capital Management à l'égard d'UBS.

Qu'à tout le moins, il y a lieu de considérer que M. X a agi de concert avec une autre personne physique, certes non identifiée, agissant elle-même pour compte de Mosaic Capital Management.

Que l'instruction n'a par contre pas établi l'existence d'éléments permettant d'imputer à Mosaic Capital Management, en tant que personne morale, la planification et l'exécution des opérations litigieuses.

Considérant qu'il y a lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de l'action Roularta.

Que ceci requiert de distinguer les indications fausses ou trompeuses qu'ont pu donner les transactions et ordres suspects sur l'offre ou la demande et sur le cours de l'action Roularta

a) Indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande

Considérant que vingt-neuf (29) transactions ont été réalisées par M. X et/ou Mosaic Capital Management au cours des trois phases identifiées. Que ces transactions sont l'exécution d'ordres acheteurs et vendeurs très rapprochés, dont les caractéristiques ont manifestement été déterminées de façon à ce qu'ils se rencontrent mutuellement.

Que ces transactions et les ordres sous-jacents doivent être analysés en ayant égard au schéma global des transactions examinées. Qu'envisagées globalement, ces transactions n'ont, du point de vue de M. X et de A et B, pour compte desquels il est intervenu, pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées : M. X a acquis auprès de Mosaic Capital Management - pour compte de laquelle, selon toute vraisemblance, M. X intervenait également - 3.087 actions Roularta (Phase I), qu'il a revendues le jour même à Mosaic Capital Management (Phase III)⁴. M. X (ensemble avec A et B, qu'il représentait) a ainsi réalisé une plus-value, hors frais, de l'ordre de 5.724,66 EUR, au détriment des actifs sous gestion de Mosaic Capital Management, qui se sont appauvris à concurrence du même montant.

Que ces transactions ont représenté 30,5% des transactions du 22 novembre 2007 en Roularta et 57,2% des volumes échangés. Elles ont largement contribué à ce que les volumes échangés ce jour dépassent largement, sans aucune justification apparente, la moyenne quotidienne observée en 2007.

⁴ M. X a en réalité vendu 3.091 actions Roularta à Mosaic Capital Management au cours de la Phase III, ce qui suggère que lui même (ou l'une des personnes physiques qu'il représentait) disposait déjà d'un certain nombre d'actions Roularta avant l'exécution des opérations litigieuses.

Qu'il y a donc lieu de constater que les ordres introduits et les transactions réalisées par M. X, pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, le 22 novembre 2007 ne reflétaient pas une offre et une demande réelles en actions Roularta et ont, dès lors, donné des indications fausses ou trompeuses sur cette offre et cette demande.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X est intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande en Roularta, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

Qu'en outre ces ordres et transactions s'apparentent en réalité aux "*improper match orders*" cités par les travaux préparatoires de la Loi du 2 août 2002 parmi les exemples d'opérations donnant une fausse impression d'activité.

b) Indications fausses ou trompeuses sur le cours

Considérant que les caractéristiques des ordres introduits pour compte de Mosaic Capital Management au cours de la Phase II, de même que celles des ordres pour compte de Mosaic Capital Management et de M. X (et A et B) au cours de la Phase III ont manifestement été déterminées de façon à ce que le cours soit poussé à la hausse, permettant à M. X de se défaire de la position acquise au cours de la Phase I en réalisant une plus-value.

Qu'en particulier, les ordres de vente et d'achat au cours de la Phase III ont été introduits dans la marge des meilleurs ordres de vente et d'achat alors en attente sur le marché. Que ceci permettait à M. X, à moins qu'un ordre émanant d'une tierce partie ne s'interpose soudainement entre les ordres introduits pour compte propre et pour compte de A et B, d'une part, et ceux introduits pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, de fixer lui-même, à l'intérieur de cette marge, le cours de réalisation de la transaction.

Que les transactions entre M. X (agissant pour compte propre et pour compte de A et B) et Mosaic Capital Management, en particulier, ont donc donné une indication fausse ou trompeuse sur le cours de l'action Roularta, puisqu'elles ont déterminé ce cours sans pour autant traduire une offre et une demande réelles. Qu'envisagées globalement, ces transactions n'ont, du point de vue de M. X et de A et B, qu'il représentait, pas entraîné de changement du propriétaire bénéficiaire des actions échangées.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X est intervenu pour compte de Mosaic Capital Management, il y a lieu de constater que les transactions réalisées par M. X pour son compte propre et pour compte de A et B ont donné des indications fausses ou trompeuses sur le cours de l'action Roularta, eu égard au caractère manifestement concerté de ces transactions avec celles exécutées pour compte de Mosaic Capital Management.

Considérant qu'il y a également lieu de déterminer si les transactions ou ordres en question fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de concert, le cours de l'action Roularta à un niveau anormal ou artificiel.

Considérant que les transactions et ordres discutés en actions Roularta du 22 novembre 2007 se sont déroulées en trois phases.

Que les transactions réalisées par Mosaic Capital Management - pour le compte de laquelle agissait, selon toute vraisemblance, M. X - au cours de la Phase II, ont entraîné une augmentation du cours de l'action Roularta.

Que les transactions réalisées ensuite par M. X - pour compte propre et pour compte de A et B -, d'une part, et pour compte de Mosaic Capital Management, d'autre part, au cours de la Phase III, ont eu pour effet de fixer le cours de l'action aux alentours de 52,49 EUR. Que la fixation du cours à ce niveau a duré le temps nécessaire pour que M. X puisse revendre à Mosaic Capital Management la presque totalité des 3.087 actions achetées pour son propre compte et pour le compte de A et B au cours de la Phase I.

Que le cours atteint dès le début de la Phase III et maintenu tout au long de celle-ci (52,49 EUR) peut être qualifié d'anormal ou artificiel. Qu'en effet, ce cours reflète une offre et une demande qui sont elles mêmes artificielles.

Qu'en conclusion, M. X - qui intervenait également pour compte de Mosaic Capital Management ou de manière concertée avec cette dernière - a fixé, en particulier à l'occasion des transactions réalisées au cours de la Phase III, le cours de l'action Roularta à un niveau qu'il y a lieu de considérer comme anormal ou artificiel. Que la circonstance que la fixation du cours à un tel niveau n'ait été que de courte durée n'est pas de nature à modifier cette analyse.

Que subsidiairement, quand bien même l'on devait considérer qu'il n'est pas suffisamment établi que M. X a agi pour compte de Mosaic Capital Management, il y aurait lieu de constater qu'eu égard à la séquence des transactions, M. X et la personne qui est intervenue pour compte de Mosaic Capital Management ont nécessairement agi de concert. Que cette seule constatation suffit pour conclure à un manquement à l'article 25, § 1^{er}, 2^o, b), dans le chef de M. X, quand bien même l'autre personne physique avec laquelle il a agi de concert n'est pas identifiée.

Qu'envisagées globalement, les transactions réalisées en Roularta le 22 novembre 2007 s'apparentent à une opération de "*pumping and dumping*", citée dans les travaux préparatoires de la loi du 2 août 2002 comme un exemple d'opération donnant une fausse impression d'activité. Que la principale différence par rapport

aux opérations de "*pumping and dumping*" classiquement rencontrées réside dans le fait que le bénéficiaire de l'opération (M. X et les personnes physiques qu'il représentait) a acquis puis revendu sa position auprès d'un seul autre investisseur (Mosaic Capital Management), pour le compte duquel, selon toute vraisemblance, il intervenait également, ou avec lequel, à tout le moins, il agissait de concert.

Considérant dès lors que l'ensemble de ces transactions relatives aux quatre titres considérés présentaient les mêmes caractéristiques, à savoir d'être exécutées avec une même contrepartie selon une séquence ne permettant pas, ou très difficilement, l'interposition de transactions de tiers, avec la survenance d'une plus-value à chaque fois pour la même partie. Que ces transactions doivent à tout le moins être considérées comme le résultat d'une action concertée en vue de faire naître un profit d'une partie par des opérations artificielles constitutives d'un abus de marché par lesquelles des cours ont été artificiellement fixés.

Considérant qu'il convient encore de déterminer s'il existe des raisons légitimes et pratiques de marché admises sur Euronext Brussel.

Considérant qu'une pratique qui, strictement parlant, relève de la définition de manipulation de marché échappe à la sanction sur base de l'article 25, § 1^{er}, 2^o, a) ou b), de la Loi du 2 août 2002 à la double condition que la personne ayant effectué les transactions ou passé les ordres établisse que les raisons qui l'ont amenée à le faire sont légitimes et que les transactions ou ordres en question soient conformes aux pratiques de marché admises sur le marché concerné.

Qu'à l'occasion de son instruction, l'Auditeur a expressément demandé à M. X si, à son estime, des raisons légitimes l'avaient amené à effectuer et à passer tout ou partie des transactions et ordres examinés dans le présent rapport et si ces transactions ou ordres étaient conformes à des pratiques de marché qui pourraient être admises sur le marché concerné - à savoir Euronext Brussels.

Qu'en réponse à la première question, M. X a déclaré: "*(...) ma motivation en tant qu'investisseur à titre personnel a été de tenter de réaliser un bénéfice, comme tout autre investisseur. Il ne me semble pas qu'il s'agisse là d'une motivation illégitime*".

Que dans ce même courrier, M. X rappelait également que "*vu [son] devoir de confidentialité en tant qu'administrateur [il ne pouvait] d'ailleurs pas [s']exprimer quant à une motivation éventuelle de la part de Mosaic Capital Management, dans l'hypothèse où cela serait pertinent*".

Que sur ce point, dans le contexte d'une opération qui, techniquement, répond à la définition d'une manipulation de marché, la seule poursuite d'un avantage personnel ne peut être retenue comme une raison légitime à la réalisation de ladite opération.

Considérant que M. X ne s'exprime pas sur la question de savoir si les pratiques examinées pourraient être considérées, par la CBFA, comme des pratiques de marché admises au sens de l'article 2, 2^o, de la Loi du 2 août 2002. Que la circonstance selon laquelle aucune information n'a été fournie à l'Auditeur en ce qui concerne le fonctionnement de Mosaic Capital Management ne permet pas de

prendre en compte en compte les éléments avancés par la M. X quant aux techniques et méthodes déployés par cette société sur les marchés financiers.

Par ces motifs, la Commission des sanctions

et après en avoir délibéré le 31 mai 2010, sous la présidence de M. Eddy Wymeersch, par MM. Pierre Nicaise et Jean-Paul Pruvot,

impose à Monsieur X une amende administrative de 29.740 (vingt-neuf mille sept cent quarante) euros ainsi que la publication nominative de la présente décision au motif qu'elle n'est pas de nature à perturber gravement le marché ni à causer un préjudice disproportionné à Monsieur X.

Fait à Bruxelles, le 31 mai 2010.

Eddy Wymeersch,

Président

Pierre Nicaise,

Jean-Paul Pruvot,