

Grosses délivrées RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

aux parties le : AU NOM DU PEUPLE FRANÇAIS

COUR D'APPEL DE PARIS

Pôle 5 - Chambre 7

ARRÊT DU 11 JUIN 2026

(n° 15, 34 pages)

Numéro d'inscription au répertoire général : 24/05202 - N° Portalis 35L7-V-B7I-CJDLQ

Décision déferée à la Cour : Décision n° 2 (procédure n° 22-12) de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 24 janvier 2024

REQUÉRANTE :

Mme [T] [R]

Née le 14 avril 1989 à [Localité 1]

Demeurant : [Adresse 1] au fond de la servitude,

[Localité 2]

Élisant domicile au cabinet Visconti, Grundler & Artuphel

[Adresse 2]

[Localité 3]

Représentée et assistée de Maîtres Julien VISCONTI et Quentin BERTRAND de l'AARPI VISCONTI, GRUNDLER & ARTUPHEL, avocats au barreau de PARIS, toque : D1827

EN PRÉSENCE DE :

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Prise en la personne de sa présidente

[Adresse 3]

[Localité 4]

Représentée par Mme [P] [B], dûment mandatée

COMPOSITION DE LA COUR :

L'affaire a été débattue le 12 mars 2026, en audience publique, devant la Cour composée de :

' Mme Françoise JOLLEC, présidente de chambre, présidente,

' Mme Agnès MAITREPIERRE, présidente de chambre, chargée du rapport,

' M. Gildas BARBIER, président de chambre,

qui en ont délibéré.

GREFFIER, lors des débats : M. Valentin HALLOT

MINISTÈRE PUBLIC : auquel l'affaire a été communiquée et représenté lors des débats par Mme Carla DEVEILLE-FONTINHA, avocate générale.

ARRÊT PUBLIC :

' contradictoire,

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

' signé par Mme Françoise JOLLEC, présidente de chambre et par M. Valentin HALLOT, greffier à qui la minute du présent arrêt a été remise par le magistrat signataire.

Vu la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n° 2 du 24 janvier 2024 ;

Vu la déclaration de recours, comprenant l'exposé des moyens, formée contre cette décision par Mme [T] [R], déposée au greffe de la cour d'appel de Paris le 22 mars 2024 ;

Vu la déclaration de recours formée contre cette décision et l'exposé des moyens de M. [F] [C], déposés au greffe de la cour d'appel de Paris les 2 et 17 avril 2024 ;

Vu les observations initiales et récapitulatives déposées au greffe par l'Autorité des marchés financiers les 10 décembre 2024 et 19 mai 2025 ;

Vu les mémoires en réplique et duplique déposés au greffe par Mme [R] le 11 mars 2025 et le 13 juin 2025 ;

Vu les conclusions aux fins de désistement déposées au greffe par M. [F] [C] le 20 mars 2025 ;

Vu l'arrêt du 19 mars 2026 ayant constaté et déclaré parfait ce désistement ;

Vu l'avis du ministère public du 20 février 2026, communiqué aux parties le même jour ;

Après avoir entendu à l'audience publique du 12 mars 2026 les conseils de Mme [R], qui ont été en mesure de répliquer, le représentant de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que le ministère public.

SOMMAIRE

FAITS ET PROCÉDURE

§ 1

MOTIVATION

§ 20

I. SUR LA PROCÉDURE

§ 21

II. SUR L'IMPUTABILITÉ DU MANQUEMENT REPROCHÉ

§ 82

A. Sur l'interprétation des articles 12 et 15 du règlement MAR

§ 85

B. Sur le rôle personnel de la requérante dans l'affaire

§ 120

III. SUR LA SANCTION

§ 173

IV. SUR LA DEMANDE D'ANONYMISATION DE LA DÉCISION ATTAQUÉE

§ 197

PAR CES MOTIFS

§ 206

FAITS ET PROCÉDURE

1.Des variations suspectes ayant été observées en 2018 et 2019 sur le cours des titres de trois sociétés, le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF ») a décidé, le 17 octobre 2018, puis les 11 janvier et 11 juin 2019, d'ouvrir trois enquêtes portant sur le marché desdits titres, ainsi que sur tout instrument financier dont le cours ou la valeur dépend de leur cours ou de leur valeur ou a un effet sur ceux-ci, et ce à compter du 1er janvier 2018. Le 19

novembre 2019, le secrétaire général de l'AMF a décidé de joindre ces trois enquêtes en une nouvelle enquête portant sur le marché desdits titres ainsi que sur l'information financière desdites sociétés, à compter du 1er janvier 2018.

2. Les sociétés dont les titres sont visés par l'enquête sont les suivantes :

' la société Gour Medical (ci-après « Gour Medical », actuellement dénommée « Coretech 5 »), une société anonyme de droit français, créée le 17 juillet 2014, spécialisée dans le développement de produits de soins vétérinaires pour les animaux de compagnie seniors, cotée depuis le 1er décembre 2016 sur Euronext Access [Localité 5] ; M. [I] en est le fondateur, président et principal actionnaire ;

' la société Umalis (ci-après « Umalis »), créée le 1er novembre 2008, une société par actions simplifiées de droit français, proposant des prestations de portage salarial pour consultants spécialisés notamment dans les secteurs de l'informatique et de l'ingénierie ; inscrite sur le marché libre le 15 avril 2014, elle est restée cotée au double fixing sur Euronext Access [Localité 5] ; M. [C] en est le fondateur, le président et principal actionnaire, par l'intermédiaire de la société Edern, une holding dont il détient la totalité du capital ;

' la société dénommée Group CIOA (ci-après « CIOA »), une société anonyme de droit français, créée en 1994, exploitant un réseau de mise en relation d'entreprises, spécialisé dans la recherche d'opportunités avec les pays francophones du continent africain, et inscrite en décembre 2014 sur le marché libre ; M. [H] en a été le président, après l'avoir fondée avec son épouse Mme [M] ; cette société est détenue majoritairement depuis sa création par la famille [H].

3. Le 8 avril 2021, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à MM. [I], [C] et [H] (ci-après « les dirigeants des émetteurs »), ainsi qu'à trois autres personnes (MM. [A] et [G] et Mme [R]) et à une société (Grantchester Equity), des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations en réponse.

4. M. [A] dirige deux sociétés proposant des prestations de « marketing & promotion » auprès d'émetteurs.

5. M. [G] préside la société Grantchester Equity (ci-après « Grantchester Equity »), une société de droit américain, se présentant à l'époque des faits comme exerçant une activité de « consulting ».

6. Quant à Mme [R], à l'époque des faits, elle était gérante de la société GEM Capital Investments (ci-après « GEM »), société à associée unique de droit français, constituant le bureau parisien de la société Global Emerging Markets, un fonds d'investissement américain. À l'époque des faits, elle était également présidente et unique associée de la société Fauve Capital (ci-après « Fauve Capital »), société de droit français, spécialisée dans le conseil en investissements.

7. La direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a établi son rapport le 15 mars 2022.

8. Au vu du rapport d'enquête, une commission spécialisée de l'AMF a décidé, le 29 mars 2022, de notifier des griefs aux personnes destinataires desdites lettres circonstanciées.

9. Par ces griefs, notifiés par lettres du 26 juillet 2022, il est reproché :

' d'une part, à M. [G] et Grantchester Equity d'avoir conçu et mis en 'uvre, sur les trois titres ayant fait l'objet de l'enquête, un « schéma manipulatoire », constitutif d'un manquement de manipulation de cours, selon quatre formes différentes, en méconnaissance des dispositions de l'article 12. 1, a) i) et ii), b) et 12.2 a) du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après « règlement MAR 1 ») ;

' d'autre part, à Mme [R] et M. [A], d'avoir participé à la mise en 'uvre de ce « schéma manipulatoire » et ainsi adopté un comportement ayant contribué à chacun de ces cas de manipulation de cours, en méconnaissance des dispositions des articles 12 et 15 du règlement MAR (tels qu'éclairés par son considérant 39) ;

' par ailleurs, aux dirigeants des émetteurs (MM. [I], [C] et [H]), d'avoir manqué à leurs obligations déclaratives, en méconnaissance des dispositions de l'article 19 du règlement MAR, de l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier et de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF (ci-après « RGAMF »).

10. La plupart de ces personnes, dont Mme [R], a présenté des observations en réponse à ces lettres de notification des griefs. S'agissant plus précisément de Mme [R], à la suite de son audition par le rapporteur, elle a communiqué des éléments complémentaires et déposé de nouvelles observations. Elle a également déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

11. Par une décision n° 2 du 24 janvier 2024, la Commission des sanctions de l'AMF a retenu que les manquements reprochés étaient caractérisés à l'égard des personnes en cause et, en conséquence, a prononcé à leur encontre des sanctions pécuniaires allant de 100 000 à deux millions d'euros. Elle a, en outre, ordonné la publication de cette décision sur le site internet de l'AMF et son maintien en ligne, de manière non anonyme, pendant cinq ans à compter de la date de ladite décision.

12. S'agissant plus précisément de Mme [R], la Commission des sanctions a retenu à son encontre un manquement de manipulation de cours, selon quatre modalités différentes, à savoir, par :

- ' la fixation du cours des titres à un niveau anormal ou artificiel ;
- ' des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des titres ;
- ' le recours à des procédés fictifs ou à toute forme de tromperie ou d'artifice ;
- ' la construction d'une position dominante de nature à fixer les prix d'achats et de vente des titres.

13.À ce titre, la Commission des sanctions a prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 400 000 euros, assortie de la publication non anonymisée de sa décision.

14.Par déclaration déposée au greffe le 22 mars 2024, Mme [R] a formé un recours contre cette décision (ci-après « la décision attaquée »), en annulation et, subsidiairement, en réformation.

15.Parallèlement, Mme [R] a sollicité la suspension de l'exécution provisoire de la décision attaquée, en ce qui concerne la sanction, ce qui a été accordé, et de la publication de celle-ci de manière non anonyme, ce qui a été refusé (ordonnance du délégué du premier président du 10 juillet 2024, RG n° 24/05189).

16.Aux termes de son exposé des moyens, à l'appui de son recours, elle demande à la Cour :

In limine litis,

' de renvoyer à la Cour de justice de l'Union européenne une question préjudicielle en interprétation de certaines dispositions du règlement MAR, formulée selon les termes suivants :

« Les articles 12 et 15 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché permettent-ils de sanctionner une personne qui a collaboré, au sens du considérant 39 du même règlement, à la réalisation d'une manipulation de marché sans néanmoins commettre aucun des actes visés par l'article 12 ' » ;

' de surseoir à statuer dans l'attente de la réponse de ladite Cour de justice à cette question ;

À titre principal, d'annuler la décision attaquée pour violation des droits de la défense ;

À titre subsidiaire, d'annuler la décision attaquée en ce qu'elle l'a sanctionnée pour avoir collaboré à la réalisation d'une manipulation de cours ;

À titre infiniment subsidiaire, de réformer la décision attaquée en ce qu'elle a prononcé à son encontre une sanction pécuniaire de 400 000 euros et a été publiée de manière non-anonyme.

17.Par déclaration déposée au greffe le 2 avril 2024, M. [C] a également formé un recours en annulation, et subsidiairement en réformation, de la décision attaquée, dont il s'est ensuite désisté par conclusions déposées au greffe le 20 mars 2025. Par un arrêt du 19 mars 2026, la Cour a constaté ce désistement et l'a déclaré parfait.

18.Dans ses observations, l'AMF invite la Cour à rejeter le recours formé par Mme [R] et prend acte du désistement de M. [C] de son recours, auquel cette autorité ne s'oppose pas.

19.Le ministère public invite la Cour à en faire de même.

MOTIVATION

20.Il importe, en premier lieu, d'examiner le moyen de procédure, pris de la violation des droits de la défense, avant d'examiner, le cas échéant, les moyens de fond, d'une part, sur la caractérisation du manquement reproché, auquel se rattache la demande de renvoi préjudiciel et, d'autre part, sur la sanction.

I. SUR LA PROCÉDURE

21.Aux paragraphes 1 à 21 de la décision attaquée, après avoir présenté la teneur du moyen invoqué par Mme [R], pris

de l'atteinte grave et irrémédiable aux droits de la défense, faute d'avoir eu accès, lors de la phase contradictoire de la procédure, à certains courriels remis aux enquêteurs par les dirigeants des émetteurs, constituant de prétendus éléments à décharge, la Commission des sanctions a examiné ce moyen et l'a écarté.

22. Pour en décider ainsi, elle a, tout d'abord, rappelé le principe selon lequel la circonstance que les enquêteurs de l'AMF procèdent à une sélection des pièces à verser au dossier n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure, sauf à ce qu'il soit démontré que, manquant à leur devoir de loyauté, ils auraient distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions du bien-fondé des griefs retenus (§ 9 de la décision attaquée).

23. Elle a ensuite procédé, en l'espèce, à une série de constats et d'appréciations (§ 10 et suivants).

24. En premier lieu, après avoir indiqué que les enquêteurs se sont fait remettre « les boîtes de messagerie » professionnelles de MM. [H], [C], [I] et de Mmes. [M] et [R], elle a précisé qu'à la suite de l'analyse des dites boîtes de messagerie, les enquêteurs ont dressé des relevés de constatations listant et consignat une série de courriels qu'ils ont estimé entrer utilement dans le champ de l'enquête, puis ont adressé ces relevés aux personnes concernées par une lettre indiquant, d'une part, que seuls ces courriels figureront au dossier joint au rapport d'enquête, sauf requête complémentaire des dites personnes et, d'autre part, que depuis la mise à jour de la charte des enquêtes (le 27 septembre 2021), « les supports de messagerie électroniques, collectés par les enquêteurs dans le cadre de l'exercice de leurs pouvoirs propres, sont désormais détruits par les services de l'AMF, dans un objectif de plus grande efficacité » et qu'ainsi « ils ne sont plus restitués à la personne concernée » (§ 10 et 11 de la décision attaquée).

25. En deuxième lieu, elle a précisé que l'examen de la boîte de messageries de Mme [R] par les enquêteurs avait révélé que cette dernière avait vraisemblablement supprimé une quantité importante de courriels échangés par elle concernant les faits reprochés, compte tenu du nombre très limité des courriels subsistants, s'agissant en particulier de ses échanges avec M. [G] et avec les dirigeants des émetteurs, tandis que sa boîte de messagerie contenait des échanges plus anciens ou des échanges avec des apporteurs d'affaires (§ 12 de la décision).

26. En troisième lieu, la Commission des sanctions a exposé les termes de la demande de Mme [R], qui lui a été adressée, de communication des courriels échangés par les dirigeants des émetteurs, pendant une certaine période, ainsi que la réponse du rapporteur à cette demande, par laquelle il était rappelé, notamment, que seuls les courriels sélectionnés par les enquêteurs dans les boîtes de messagerie électroniques, comme entrant utilement dans le champ de l'enquête, avaient été extraits et consignés par eux, puis versés au dossier, avant la destruction des supports de messagerie, qui avait déjà eu lieu (§ 13 et 14 de la décision).

27. À cet égard, elle a précisé que la possibilité de formuler une requête complémentaire auprès des enquêteurs, avant l'ouverture de la phase contradictoire de la procédure, concernant les messages électroniques versés au dossier, n'était ouverte qu'à la personne dont la boîte de messagerie a été « saisie ». Elle en a déduit que la circonstance, invoquée par Mme [R], selon laquelle c'est la destruction des messageries électroniques des dirigeants des émetteurs, juste après l'envoi des notifications de griefs, qui l'aurait empêchée d'adresser une requête complémentaire, est inopérante (§ 15 de la décision).

28.Elle a considéré, au surplus, que si Mme [R] contestait la sélection des pièces du dossier par les enquêteurs, celle-ci ne donnait pas d'éléments circonstanciés permettant de justifier que l'obtention des boîtes de messageries sollicitées serait susceptible de présenter un intérêt pour sa défense. À cet égard, elle a relevé que sa demande de communication de l'intégralité de ces boîtes de messagerie portait sur des périodes de sept à dix-huit mois, plus étendues que la période retenue pour les manquements reprochés. Elle a constaté, en outre, que Mme [R] se contente d'indiquer, sans aucun élément complémentaire, que lesdites boîtes seraient susceptibles de comporter des éléments à décharge, montrant que l'amélioration de la liquidité des sociétés n'avait pas été posée comme condition préalable à l'investissement de GEM. À cet égard, elle a indiqué que celle-ci avait elle-même supprimé la quasi-totalité de ses échanges électroniques relatifs aux faits reprochés. Elle en a déduit que ses allégations reposaient sur de simples suppositions et a considéré qu'elles apparaissaient d'autant moins fondées qu'elles étaient contredites par les investigateurs des enquêteurs, ces derniers ayant recensé des courriels échangés entre Mme [R] et M. [C], le 6 juin 2018, et entre celle-ci et M. [I], le 3 septembre 2018, dont les termes étaient de nature à confirmer sans ambiguïté que l'investissement de GEM était présenté comme subordonné à l'amélioration préalable de la liquidité du titre (§ 16 et 17 de la décision).

29.La Commission des sanctions en a tiré la conséquence que la demande de communication des boîtes de messageries, formulée par Mme [R], ne pouvait être accueillie favorablement, indépendamment même de leur destruction par les enquêteurs (§ 18 de la décision).

30.Elle a relevé, en outre, que cette demande portait sur l'accès à des courriels dont la communication est strictement encadrée compte tenu des impératifs de protection de la vie privée. À cet égard, elle a précisé que, quand bien-même cette demande se fondait sur l'exercice des droits de la défense, l'atteinte au droit à la protection de la vie privée des dirigeants des émetteurs, résultant de la production de l'intégralité des boîtes de messageries sur des périodes de sept à dix-huit mois, serait manifestement disproportionnée (§ 19 de la décision).

31.Elle a estimé qu'en tout état de cause, Mme [R] ne faisait état d'aucune circonstance pouvant légitimement laisser penser que les enquêteurs avaient distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation du bien-fondé des griefs retenus à son encontre ou qu'ils auraient, pour un autre motif, manqué à leur devoir de loyauté (§ 20 de la décision).

32.La Commission en a conclu que ni la déloyauté des enquêteurs, ni l'atteinte irrémédiable au principe du contradictoire et aux droits de la défense de Mme [R] n'étaient établis (§ 21 de la décision).

33.La requérante conteste cette analyse, en répondant, point par point, à la motivation de la décision attaquée.

34.En premier lieu, elle rappelle que la phase d'enquête de l'AMF n'est pas contradictoire, mais doit néanmoins être loyale afin de ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense. Elle fait valoir que, selon la jurisprudence, cette exigence de loyauté impose notamment aux enquêteurs de verser au dossier tous les éléments, à charge et à décharge, susceptibles d'éclairer les griefs notifiés, et que la sélection des éléments joints au dossier d'enquête devient déloyale lorsque les enquêteurs ont distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions puis, le cas échéant, par les juridictions de recours, du bien-fondé des griefs retenus (CA Paris, 10 avril 2015, RG n° 13/08017 et 24 mars 2022, RG n° 20/08390). Elle rappelle également qu'à compter de la notification des griefs, la

procédure de sanction devient contradictoire et, partant, qu'une fois que les mis en cause ont eu accès au dossier de l'enquête, à la suite de la notification des griefs, il leur est loisible, pour les besoins de leur défense, de demander à l'AMF la communication de certaines pièces, dès lors que leur existence et leur objet résultent clairement de la liste des pièces figurant au dossier (CA Paris, 24 mars 2022, précité).

35. En deuxième lieu, en l'espèce, elle fait valoir que la thèse centrale des enquêteurs repose sur les déclarations des dirigeants des émetteurs et réside dans l'affirmation selon laquelle l'investissement présenté par GEM auprès des émetteurs était fictif et ne visait qu'à leur imposer un programme de liquidité préalable « manipulateur », ce qu'elle conteste, dans la mesure où ces derniers en seraient les principaux bénéficiaires et auraient activement participé à leur mise en 'uvre.

36. Elle en déduit que les courriels échangés par les dirigeants, notamment avec elle, sur les périodes entourant la mise en place des programmes de liquidité, étaient des éléments à décharge indispensables à l'exercice des droits de la défense. Elle estime que ces courriels lui auraient notamment permis de démontrer, premièrement, que les programmes de liquidité par les dirigeants étaient sans lien avec un éventuel investissement de GEM, deuxièmement, que ces programmes ont été mis en place à la demande expresse des dirigeants et, troisièmement, qu'elle n'était pas intervenue ni lors de leur mise en place, ni lors de leur exécution.

37. Or, elle indique n'avoir pas eu accès aux courriels des dirigeants et à ceux échangés entre ces derniers et elle-même, les ayant supprimés de sa propre boîte de messagerie, en raison d'un prétendu défaut d'espace de stockage suffisant.

38. Elle explique avoir, en conséquence, sollicité ' dès l'ouverture de la phase contradictoire de la procédure, dans sa réponse à la notification des griefs ' la production de plusieurs courriels « saisis » par les enquêteurs auprès des dirigeants des émetteurs, mais non joints au rapport d'enquête.

39. Le rapporteur lui ayant répondu n'être pas en mesure de répondre favorablement à sa demande en raison de la destruction des supports de messagerie et de son absence de pouvoir de solliciter les émetteurs pour obtenir une nouvelle remise, elle soutient que ce refus de communication porte une atteinte irrémédiable à ses droits de la défense, pour deux raisons.

40. Tout d'abord, en raison de la sélection « extrêmement restrictive » des courriels échangés par les dirigeants et joints au rapport d'enquête, qu'elle considère comme déloyale en ce que cette sélection a conduit à écarter des éléments à décharge utiles à sa défense : elle indique que seulement dix-huit courriels échangés ont été sélectionnés, à savoir six par M. [I], dix par M. [C] et deux par M. [H] et Mme [M].

41. Ensuite, en raison de la destruction « hâtive » de l'intégralité des autres courriels contenus dans les « boîtes de

messagerie » détruites, avant l'expiration du délai de réponse à la notification des griefs, cette destruction l'ayant empêchée d'accéder à certaines pièces utiles à sa défense, pour prouver la véracité de ses déclarations et, partant, ayant entravé le plein exercice du contradictoire. Elle estime qu'en s'empressant ainsi de détruire les « boîtes de messagerie », dès la mise à disposition du dossier de la procédure, l'AMF a choisi de priver la jurisprudence précitée de tout effet.

42. En troisième lieu, elle fait valoir que la conviction des enquêteurs, selon laquelle ses allégations seraient contredites par leurs investigations, est fondée sur seulement deux courriels (mentionnés dans la décision attaquée, § 17) et prétend qu'elle a précisément écarté cette thèse au moyen de nombreux éléments factuels, figurant dans ses observations adressées au rapporteur. Elle considère qu'en soutenant ainsi que l'existence contestée de quelques éléments à charge permettrait d'interdire au mis en cause la recherche d'éléments à décharge, l'AMF adopte une curieuse conception des droits de la défense et du principe du contradictoire.

43. En quatrième lieu, elle soutient qu'en lui reprochant de ne pas avoir précisé la liste et le contenu des courriels dont elle demandait la communication, l'AMF (décision attaquée, § 16) a mis à sa charge une « probatio diabolica », car il lui était, par nature, impossible d'apporter une telle précision, n'ayant pu consulter ces courriels, ce qui explique qu'elle avait dû se contenter d'indiquer l'objectif de la consultation sollicitée, en expliquant en quoi la production de ces courriels pouvait contribuer à sa défense. À cet égard, elle fait valoir que les quelques échanges des dirigeants, inclus au dossier d'enquête, qu'elle a pu consulter, confirment que les programmes de liquidité ont été mis en place à leur demande, et non pour satisfaire à une prétendue exigence de sa part. Elle en déduit que de nombreux courriels confirment ses affirmations et que l'accès à ceux-ci lui aurait sans aucun doute permis de renforcer sa démonstration.

44. En cinquième lieu, elle conteste l'objection selon laquelle sa demande de communication porterait une atteinte disproportionnée au droit à la vie privée des dirigeants (décision attaquée, § 19), en considérant que celle-ci est, au contraire, proportionnée, en raison de la gravité des faits qui lui sont reprochés et de la nature pénale de la sanction prononcée, justifiant le plein exercice des droits de la défense.

45. En sixième lieu, elle fait valoir que le relevé de constatations n'étant adressé qu'à la personne ayant remis « la boîte de messagerie » aux enquêteurs, elle n'a été en mesure de formuler une requête complémentaire concernant lesdites boîtes qu'à compter de la phase contradictoire de la procédure, lorsqu'elle a pu constater que les enquêteurs avaient réalisé une sélection trop restrictive des courriels joints au dossier.

46. Elle en déduit que l'AMF exige un standard de preuve inaccessible, en ce qu'elle ne pouvait avoir accès aux éléments sollicités que dans les circonstances suivantes :

' en l'absence d'éléments à charge ;

' si elle pouvait prouver que les éléments sollicités étaient à décharge ;

' si ces éléments lui appartenaient (seules ses propres boîtes de courriels) ;

' si l'AMF considérait que les éléments demandés ne violaient la vie privée de personne.

47.Elle en conclut que ce standard de preuve exclut une mise en 'uvre du contradictoire et caractérise une violation irrémédiable des droits de la défense.

48.Elle prétend, en outre, que l'attitude des enquêteurs est d'autant plus préoccupante qu'elle intervient dans un contexte où leur impartialité est sérieusement remise en cause, au regard de plusieurs éléments. Elle s'interroge au surplus sur la mansuétude de la Commission des sanctions à l'égard des dirigeants.

49.Dans ses observations, l'AMF rappelle, en premier lieu, qu'en vertu de la jurisprudence, il appartient aux mis en cause s'estimant lésés de démontrer que l'enquête a présenté un caractère déloyal portant une atteinte irrémédiable à leurs droits de la défense dans le cadre de griefs qui leur ont été notifiés et, plus précisément, que la circonstance que l'AMF ait procédé à une sélection des pièces du dossier soumises à la Commission des sanctions n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure, à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à son devoir de loyauté, elle n'ait distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par celle-ci, puis le cas échéant par la juridiction de recours, du bien-fondé des griefs retenus (Cass. Com. 19 décembre 2006, pourvoi n° 05.18-919 et Com. 20 septembre 2011, pourvois n° 10-13.591, 10-13.878, 10-13.911 ; CEDH, 30 juin 2011, *Messier c. France*, req. n° 25041/07 ; CA Paris, 5-7, 24 mars 2022, précité). L'AMF observe que si l'arrêt du 24 mars 2022, précité, mentionne la faculté de solliciter la communication de documents à la suite de la notification des griefs, cette faculté n'est mentionnée qu'à titre surabondant, pour répondre à la demande des requérants dans un contexte spécifique et, en outre, demeure strictement encadrée puisqu'elle exige que l'existence et l'objet de ces documents résultent clairement des pièces figurant au dossier. Elle fait valoir qu'au demeurant, le seul fait pour le mis en cause de relever l'impossibilité d'accéder à des pièces ne suffit pas à caractériser une atteinte irrémédiable à ses droits de la défense ; encore faut-il démontrer que lesdites pièces, de nature à influencer sur l'appréciation du grief, ont été distraites de manière déloyale par les enquêteurs.

50.En deuxième lieu, l'AMF observe que, dans ses dernières écritures, la requérante tente de justifier la suppression de courriels de sa boîte de messagerie par l'existence d'un espace de stockage insuffisant. Or, elle estime que cette justification tardive n'est pas étayée.

51.En troisième lieu, elle relève que, contrairement à ce que soutient la requérante, cette dernière n'a apporté aucun élément complémentaire sur les courriels recherchés et leur objet, se contentant d'indiquer l'objectif de sa demande de communication. Elle en tire la conséquence que l'argument de la requérante selon lequel la suppression par l'AMF des boîtes de messagerie, à l'issue de l'enquête, aurait privé de tout effet l'arrêt du 24 mars 2022, précité, est dépourvu de portée.

52.En quatrième lieu, elle cite deux courriels adressés par Mme [R], l'un à M. [I], le 3 septembre 2018, l'autre à M. [C], le 6 juin de la même année, qui révéleraient que, contrairement à ce que soutient la requérante, l'investissement de GEM dans les sociétés concernées était présenté comme subordonné à l'amélioration préalable de la liquidité de leurs titres. Elle considère que ces éléments sont suffisants pour établir que les enquêteurs ont versé au dossier les éléments entrant utilement dans le champ de l'enquête.

53. En cinquième lieu, elle rappelle que le droit à la preuve ne peut justifier la production d'éléments portant atteinte à la vie privée qu'à la condition que cette production soit indispensable à l'exercice de ce droit et que l'atteinte soit proportionnée au but poursuivi (Cass. Civ. 1ère, 25 février 2016, pourvoi n° 15-12.403 et Civ. 1ère, 10 septembre 2014, pourvoi n° 13-22.612 ; Cons. Const. 21 juillet 2017, n° 2017-646/647 QPC et 17 janvier 2012, n° 2011-209 QPC). Elle estime qu'une sanction de nature pénale ne saurait justifier la communication de l'ensemble des courriels échangés par chacun des trois dirigeants sur des périodes de sept à dix-huit mois.

54. En sixième lieu, elle indique qu'en tout état de cause, la requérante ne fait pas état de circonstance de nature à légitimement laisser penser que les enquêteurs auraient distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions du bien-fondé des griefs retenus ou auraient manqué à leur devoir de loyauté pour un autre motif.

55. Elle en conclut ne pas avoir érigé, dans ses observations, le standard de preuve que lui prête la requérante pour critiquer l'existence d'une charge de la preuve impossible. Plus précisément, elle indique :

' qu'elle n'a nullement conditionné l'accueil favorable de la demande de communication à l'absence d'éléments à charge, mais a simplement constaté qu'il existait dans le dossier des courriels confirmant les propos unanimes des trois dirigeants sur le préalable d'amélioration de la liquidité posé celle-ci ;

' que de simples suppositions ne sont pas suffisantes, la requérante devant démontrer qu'elle sollicitait la communication d'éléments circonstanciés à décharge pour justifier de sa demande, laquelle portait de manière globale sur les boîtes de messagerie des dirigeants sur des période sept à dix-huit mois ;

' que le simple rappel de la règle selon laquelle seule la personne dont la boîte de messagerie a été « saisie » dispose de la possibilité de formuler une requête complémentaire auprès des enquêteurs, concernant les messages électroniques versés au dossier, ne signifie pas que seules les demandes de la requérante portant sur la communication de ses propres courriels pouvaient être accueillies après la notification des griefs ;

' qu'en vertu de la jurisprudence précitée, il était nécessaire de vérifier que la production des éléments demandés portant atteinte à la vie privée des dirigeants était indispensable à l'exercice du droit à la preuve et que l'atteinte ainsi portée demeurerait proportionnée au but poursuivi.

56. Le ministère public partage cette analyse. Sur le refus de communication des courriels sollicités, il fait plus particulièrement valoir que la requérante tend à reprocher à autrui sa propre turpitude car il résulte des écritures de celle-ci et de la pièce n° 17 dont elle se prévaut qu'elle a, elle-même, supprimé lesdits courriels.

Sur ce, la Cour :

57. Il convient de rappeler que si, lorsqu'elle est saisie d'agissements pouvant donner lieu aux sanctions prévues par le code monétaire et financier, la Commission des sanctions doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale, au sens de l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, il n'en demeure pas moins que les exigences du procès équitable en découlant, telles que le principe de la contradiction, ne s'appliquent qu'à compter de la notification des griefs, ouvrant la procédure de sanction, et non à la phase préalable d'enquête, laquelle doit néanmoins être loyale afin de ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense.

58. Il convient également de rappeler que, comme l'a précisé la Cour de cassation (Com. 19 décembre 2006 et 20 septembre 2011, précités), dans le même sens que la Cour européenne des droits de l'homme (arrêt du 30 juin 2011, *Messier c. France*, précité), la circonstance que les enquêteurs de l'AMF aient procédé à une sélection des pièces du dossier n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure, à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à leur devoir de loyauté, ceux-ci n'aient distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions, puis le cas échéant par la juridiction de recours, du bien-fondé des griefs retenus. Il en va ainsi des éléments à décharge, le principe de loyauté imposant aux enquêteurs, comme aux services d'instruction, de verser au dossier tous les éléments, à charge et à décharge, ayant contribué au déroulement de l'enquête et susceptibles d'éclairer les griefs notifiés.

59. En l'espèce, il ressort des procès-verbaux (cotes D1573 à D1575, D2006 à D2009, D2014 à D2017, D2027, D2038 à D2042 et D2058 à D2061) et des relevés de constatations des enquêteurs (cotes D1996 à D1997, D2020 à D2022, D2035 à D2037 et D2064 à D2066), ce qui n'est pas contesté, que ceux-ci se sont fait remettre volontairement, hors toute opération de visite et saisie, une copie (sur disques durs ou clés USB) du contenu des messageries électroniques professionnelles de MM. [I], [C] et [H], ainsi que de MMme [M] et [R].

60. Il ressort également de ces relevés de constatations, ainsi que des lettres d'accompagnement de ceux-ci, adressées par le directeur des enquêtes à chacune de ces personnes (cotes D1994, D2018, D2033 et D2062), que les enquêteurs ont extrait de ces copies des courriels, qu'ils ont sélectionnés comme entrant utilement dans le champ de l'enquête, puis les ont consignés et versés au dossier d'enquête, tout en indiquant aux personnes concernées que seuls ces courriels ainsi copiés seront joints au rapport d'enquête, sauf requête complémentaire de leur part et, en outre, que les supports de messageries seront ensuite détruits par les services de l'AMF, comme le prévoit la charte des enquêtes, telle que mise à jour le 27 septembre 2021.

61. La requérante soutenant que la procédure engagée à son encontre a irrémédiablement compromis ses droits de la défense en raison, d'une part, de la sélection prétendument « extrêmement restrictive » des courriels échangés par les dirigeants des émetteurs, joints au rapport d'enquête et, d'autre part, de la destruction « hâtive » de l'intégralité des autres courriels, contenus dans les « boîtes de messagerie » détruites, il convient d'examiner successivement si chacune de ces critiques est fondée.

62. En premier lieu, s'agissant des courriels échangés par les dirigeants des émetteurs, certains sont clairement identifiés

comme tels, par l'emploi du terme « courriel », dans les annexes 3, 4 et 6 du rapport d'enquête, seules mentionnées par la requérante (annexes respectivement intitulées « Documents récupérés auprès de la société Gour Medical », « Documents récupérés auprès de la société Umalis Group » et « Extraits de messageries électroniques »). Il en résulte que onze courriels ont été envoyés ou reçus par M. [C] en 2018 et 2020 (annexes 4-3 à 4-7, 6-5 à 6-7 et 6-17), sept par M. [I] en 2018 et 2019 (annexes 3-1 à 3-3, 6-1 et 6-2, 6-13 et 6-14) et deux par M. [H] ou Mme [M] en 2018 (annexes 6-15 et 6-16), soit un total de vingt, légèrement supérieur à celui indiqué par la requérante (dix-huit).

63. Toutefois, il importe de relever que la plupart des courriels échangés par les dirigeants ne figurent pas dans ces annexes, mais dans d'autres annexes du rapport d'enquête, que la requérante a omis de mentionner et qu'il est nécessaire de consulter précisément pour les identifier.

64. En effet, l'annexe 5-1, intitulée « Documents reçus le 30 septembre de la société CIOA » contient une soixantaine de courriels échangés, en 2018 et 2019, par M. [O] [H], M. [N] [H] (le second étant le fils du premier), ou Mme [M] (pages 121 à 157 et 381 à 396 de ladite annexe).

65. En outre, de nombreux courriels figurent en annexes des procès-verbaux d'audition de MM. [I] et [C] et de Mme [R], ces courriels leur ayant été présentés au cours de leur audition respective afin de recueillir leurs explications. Or, ces procès-verbaux ont été joints au rapport d'enquête avec les courriels annexés (annexes 1-1, 1-2 et 1-3 du rapport d'enquête).

66. Ainsi, le procès-verbal d'audition de M. [I], du 30 avril 2019, est accompagné de plus d'une trentaine d'échanges de courriels par celui-ci, ayant eu lieu en 2018 : annexes 2 (une page), 3 (une page), 4 (une page), 5 (une page recto-verso), 7 (cinq pages recto-verso), 8 (une page), 9 (sept pages recto verso), 10 (trois pages recto verso), 11 (quatre pages recto verso). À l'exception de celui figurant à l'annexe 5 précitée, qui correspond à celui de l'annexe 6-14 du rapport d'enquête, précitée, tous ces échanges de courriels doivent être pris en compte : ils complètent les courriels mentionnés dans les autres annexes du rapport d'enquête.

67. De même, le procès-verbal d'audition de M. [C], du 29 juin 2020, comporte, en annexes, une quinzaine d'échanges de courriels supplémentaires, auxquels celui-ci a pris part en 2018 : ils doivent également être pris en compte (annexes 3, 4, 5, 9 à 12).

68. Quant au procès-verbal d'audition de Mme [R], du 9 juillet 2020, il contient, en annexes, quatre échanges de courriels supplémentaires, ayant eu lieu avec les dirigeants en 2018, auxquels celle-ci a précisément pris part, de manière quasi-systématique (annexes 6 et 7). Leur prise en compte s'impose d'autant plus.

69. Il en résulte que les courriels échangés par les dirigeants de émetteurs qui ont été joints au rapport d'enquête,

auxquels Mme [R] a eu intégralement accès au cours de la phase contradictoire de la procédure, ouverte par la notification des griefs, s'élèvent à environ cent trente, et non à seulement dix-huit, comme le prétend à tort la requérante. La thèse, selon laquelle les enquêteurs ont procédé à une sélection « extrêmement restrictive » des courriels échangés par ces dirigeants, qui aurait conduit à écarter, de manière déloyale, des éléments à décharge, susceptibles de démontrer que l'investissement de GEM dans les sociétés concernées n'était pas conditionné à l'amélioration de leur liquidité, repose donc sur un postulat erroné.

70. D'ailleurs, pour soutenir que les programmes de liquidité ont été mis en place à la demande des dirigeants et non pour satisfaire à sa propre exigence, Mme [R] s'est prévaluée, dans sa réponse à la notification des griefs (pages 7 à 12), comme devant la Cour (pages 7 à 13 de ses dernières écritures), de nombreux courriels échangés par les dirigeants, tels que, notamment, ceux figurant en annexes du procès-verbal d'audition de M. [I] (annexes 2, 3 et 4, 10 à 12, correspondant aux pièces n° 70 et 71, 73 à 75, et 77 des conclusions précitées) et dans la série de documents recueillis auprès de CIOA (annexe 5-1 du rapport d'enquête, pages 126 et 127, 138, 387, 390 à 392, correspondant aux pièces n° 89, 92 à 94 desdites conclusions). Ayant précisément utilisé ces courriels dans l'exercice de ses droits de la défense, la requérante ne saurait en ignorer l'existence et démentir leur sélection par les enquêteurs comme faisant partie intégrante du rapport d'enquête, qui accompagne et auquel renvoie la notification des griefs.

71. Au demeurant, il importe d'avoir à l'esprit que tous les courriels échangés pendant les périodes entourant la mise en place des programmes de liquidité, par les dirigeants des émetteurs, et remis par ces derniers aux enquêteurs, ne sont pas nécessairement en rapport avec l'enquête et, partant, de nature à influencer, à charge ou à décharge, sur l'appréciation du bien-fondé des griefs notifiés.

72. C'est donc en vain que la requérante soutient que la sélection des courriels échangés par les dirigeants a été extrêmement restrictive et a irrémédiablement compromis ses droits de la défense, sans apporter le moindre commencement de preuve d'un éventuel manquement des enquêteurs à leur devoir de loyauté du seul fait de cette sélection.

73. En second lieu, s'agissant des supports de messagerie des dirigeants des émetteurs, il est constant qu'ils ont été détruits par les services de l'AMF, comme cela avait été annoncé dans les lettres précitées du directeur des enquêtes, du 19 octobre 2021, adressées aux dirigeants, comme à Mme [R], lesquelles font état d'un changement de pratique en ce sens, depuis la mise à jour, le 27 septembre de la même année, de la charte des enquêtes.

74. En effet, en réponse à la demande du conseil de Mme [R], de production des courriels échangés par les dirigeants pendant diverses périodes et qui n'ont pas été joints au rapport d'enquête, le rapporteur de la Commission des sanctions a précisé, dans une lettre du 21 septembre 2022, ne pas être en mesure de répondre favorablement à cette demande, en raison de la destruction des supports de messageries des dirigeants et de son incapacité à y remédier, n'étant pas investi du pouvoir dont disposent les enquêteurs, en vertu de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier, de se faire communiquer ces courriels par les dirigeants.

75. Cette lettre étant du 21 septembre 2022, la destruction en cause est intervenue, à tout le moins, avant l'expiration du

délai imparti à Mme [R] pour répondre à la notification des griefs, laquelle lui avait été adressée le 26 juillet 2022, à la suite de la décision du Collège, du 29 mars 2022, d'ouvrir une procédure de sanction.

76. Si cette destruction des supports de messagerie, au stade la procédure de sanction, est susceptible de porter atteinte aux droits de la défense, en restreignant le droit d'accès de la personne mise en cause à l'entier dossier d'enquête, qui est inhérent à la phase contradictoire de la procédure (comme le prévoit l'article R. 621-38 du code monétaire et financier) et a vocation à s'exercer pleinement, sous réserve du respect, conformément au principe de proportionnalité, du droit à la vie privée ou de certains secrets légalement protégés, il importe néanmoins d'apprécier cette destruction in concreto, au regard des circonstances de l'espèce.

77. Or, en l'espèce, comme cela a déjà été indiqué, il résulte du rapport d'enquête que de nombreux courriels échangés par les dirigeants y ont été annexés : environ cent trente, ce qui est sans commune mesure avec les dix-huit mentionnés par la requérante. La destruction des supports de messagerie n'a eu aucune incidence sur l'accès à ces nombreux courriels, qui continuent à faire partie du dossier d'enquête. Comme cela a également été déjà indiqué, Mme [R] a été en mesure de s'en prévaloir précisément, de manière substantielle, dans ses observations en réponse à la notification des griefs, comme devant la Cour.

78. La thèse selon laquelle la destruction des supports de messagerie a empêché Mme [R] d'accéder à l'intégralité des autres courriels, que les dix-huit sélectionnés précités, et entravé ainsi sa défense, repose donc sur un postulat erroné.

79. Au demeurant, tous les courriels échangés par les dirigeants des émetteurs, pendant les périodes entourant la mise en place des programmes de liquidité, dont la copie du contenu (sur disques durs ou clés USB) a été remise aux enquêteurs et dont l'accès a été sollicité par Mme [R], ne sont pas nécessairement en rapport avec l'enquête et, partant, de nature à influencer, à charge ou à décharge, sur l'appréciation du bien-fondé des griefs notifiés. La destruction de ces supports de messagerie n'a donc pas, ipso facto, porté une atteinte irrémédiable à ses droits de la défense, s'agissant des autres courriels que l'ensemble de ceux sélectionnés et joints au rapport d'enquête, auxquels elle a eu accès et qui demeurent accessibles.

80. Dans ce contexte, la requérante n'est donc pas fondée à soutenir que la destruction des supports de messagerie a porté une atteinte irrémédiable à ses droits de la défense, de nature à affecter l'intégralité de la procédure, sans apporter le moindre commencement de preuve d'un éventuel manquement des enquêteurs à leur devoir de loyauté.

81. Il convient donc de rejeter le moyen, tant en ce qui concerne la sélection des courriels qu'en ce qui concerne la destruction des supports de messagerie.

II. SUR L'IMPUTABILITÉ DU MANQUEMENT REPROCHÉ

82.La requérante ne conteste pas l'existence d'un manquement de manipulation de cours, selon les quatre formes en cause, concernant les trois titres concernés.

83.En revanche, elle conteste l'imputabilité de ce manquement à son encontre, en soulevant deux moyens, l'un de droit, l'autre de fait, concernant :

' d'une part, l'interprétation des articles 12 et 15 du règlement MAR ;

' d'autre part, son rôle personnel dans l'affaire.

84.Il convient d'examiner le premier moyen, avant d'examiner, le cas échéant, le second.

A. Sur l'interprétation des articles 12 et 15 du règlement MAR

85.Au paragraphe 176 de la décision attaquée, la Commission des sanctions a relevé que les articles 12 et 15 du règlement MAR, applicables à la période du manquement reproché, concernent toute personne physique ou morale qui effectue ou tente d'effectuer une manipulation de cours et a précisé que cela inclut non seulement l'initiateur de la manipulation, mais également, selon l'éclairage du considérant 39 dudit règlement, les personnes qui y collaborent.

86.La requérante conteste cette interprétation des articles 12 et 15 du règlement MAR. Elle en tire une double conséquence, à savoir :

' d'une part, une demande de renvoi préjudiciel en interprétation de ces articles à la Cour de justice de l'Union ;

' d'autre part, un moyen d'annulation de la décision attaquée, pris de la violation du principe de légalité des délits et des peines.

87.À l'appui de sa demande de renvoi préjudiciel, elle soutient qu'étant rédigé au conditionnel et dépourvu de toute valeur normative, le considérant 39 du règlement MAR ne permet pas, à lui seul, de sanctionner des personnes qui, comme l'indique ce considérant, « collaborent à un abus de marché », ces personnes ne commettant pas les actes visés par l'article 12 et interdits par l'article 15. À cet égard, elle fait valoir qu'un considérant ne peut aucunement ajouter des dispositions à un règlement, par exemple en élargissant le champ matériel ou en modifiant les obligations ou interdiction

édictees. Elle en déduit que ce considérant ne pourrait qu'inviter les États membres à prévoir dans leur droit interne, sans le leur imposer, des mécanismes permettant de les sanctionner. Elle invite la Cour à interroger la Cour de justice sur ce point.

88.À l'appui de son moyen pris de la violation du principe de légalité des délits et des peines, elle fait valoir que le considérant 39 du règlement MAR, en visant « les personnes qui collaborent à un abus de marché », fait référence à la notion pénale de complicité, telle que définie en droit interne à l'article 121-7 du code pénal. Elle indique que la complicité, au sens dudit article, vise la personne qui n'a pas matériellement commis les éléments constitutifs de l'infraction, mais qui a néanmoins participé à sa réalisation.

89.Elle relève, en outre, que le législateur français n'a pas suivi la recommandation du considérant 39 puisque l'article L. 621-15 du code monétaire et financier n'étend nullement la répression des manipulations de cours aux « personnes qui y collaborent », se contentant de reprendre l'article 15 du règlement MAR en prévoyant que l'AMF peut sanctionner « toute personne qui s'est livrée ou a tenté de se livrer (...) à une manipulation de marché au sens des articles 8 et 12 du règlement [MAR] ».

90.Elle en tire la conséquence que le principe de légalité des délits et des peines interdit de sanctionner administrativement un comportement qui s'apparenterait à une complicité de manipulation de marché : seule la manipulation de cours ou sa tentative pourraient faire l'objet d'une répression administrative en droit interne, tandis que la complicité ne pourrait être poursuivie que devant le juge pénal.

91.À cet égard, elle précise qu'il est possible, dans certaines circonstances, de sanctionner une personne, comme auteur d'une manipulation de cours, et non comme complice, lorsque cette personne :

' soit n'a pas matériellement passé les ordres manipulatoires, mais les a ordonnés, en tant que mandant, ce qui est les cas, par exemple, du dirigeant d'une société, comme l'illustre l'affaire [D] [V] (AMF,CDS, 8 octobre 2015, SAN-2015-17 ; CA Paris, 8 décembre 2016, RG n° 15/23987) ;

' soit a exécuté les ordres manipulatoires, ce qui est le cas, par exemple, d'un prestataire de services d'investissement, de son dirigeant ou de ses préposés.

92.Elle fait valoir qu'en l'espèce, la décision attaquée n'a pas pris le soin de reprendre ces distinctions, alors que sa situation ne correspond à aucun de ces cas de figure.

93.Elle en conclut que la décision attaquée doit être annulée, pour violation du principe de légalité des délits et des peines, en ce que cette décision l'a sanctionnée pour avoir collaboré à une manipulation de cours.

94. Dans ses observations, l'AMF relève, à titre liminaire, que la requérante se borne à réfuter la caractérisation du grief à son égard, sans toutefois contester la caractérisation des cas de manipulation de cours sur les titres en cause.

95. S'agissant du règlement MAR, elle explique que celui-ci a élargi de manière significative le champ d'application des cas de manipulation de marché, ces derniers ne portant plus seulement sur le « fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres » (comme le prévoyait l'article 631-1 du RGAMF, anciennement applicable), mais portant, en outre, sur le fait d'adopter un « comportement ». Elle considère qu'il existe ainsi désormais une base légale permettant de sanctionner les personnes qui n'agissent pas directement sur le marché (en effectuant des transactions ou en passant des ordres), mais dont le comportement peut être qualifié de manipulateur en raison de leur concours actif à une manipulation de marché. Elle estime que les textes applicables sont parfaitement clairs sur ce point, sans qu'il soit besoin de procéder à un renvoi préjudiciel à la Cour de justice. Elle relève, en outre, que la distinction invoquée par la requérante, au regard de décisions fondées sur l'état du droit antérieur, est inopérante.

96. À cet égard, elle rappelle que si, comme le rappelle la requérante, les considérants des règlements européens n'ont pas de valeur normative autonome, leur portée juridique est néanmoins largement admise, pour interpréter les articles des règlements. Elle indique que dans un avis technique destiné à clarifier des indicateurs énumérés à l'annexe I du règlement MAR, l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après « ESMA ») a précisément fait référence au considérant 39 du règlement MAR pour souligner que « les personnes qui agissent en collaboration avec d'autres pour commettre un abus de marché devraient également être responsables de cette pratique ou de ce comportement ». Elle relève que la Commission des sanctions a également fait référence, à plusieurs reprises, à ce considérant 39, notamment dans le cas de courtiers exécutant les ordres de leurs clients, ce qui n'a pas été remis en cause par le Conseil d'Etat, statuant sur le recours contre la décision de sanction (AMF, CDS, 4 août 2021, SAN-2021-14, et CE, 13 octobre 2023, n° 457232). Elle renvoie à d'autres décisions y faisant référence, dont les procédures de recours sont actuellement pendantes (AMF, CDS, 11 décembre 2024, SAN-2024.11, et 3 février 2025, SAN-2025-02).

97. En tout état de cause, elle relève qu'en l'espèce, contrairement à ce que prétend la requérante, cette dernière n'a pas été sanctionnée pour manipulation de cours sur le seul fondement du considérant 39, c'est-à-dire sans que la Commission des sanctions n'ait caractérisé à son égard un des actes visés par l'article 12 du règlement MAR. Sur ce point, elle explique qu'après avoir établi l'existence d'un comportement manipulateur, résultant de l'exécution du « market making program », qui repose sur les interactions coordonnées des différents intervenants et permet de caractériser chacun des quatre cas de manipulation litigieux, la Commission des sanctions a analysé le manquement reproché au regard du comportement personnel de chacun des mis en cause. Elle estime que la décision attaquée a ainsi démontré que c'est le comportement personnel de Mme [R], au titre de sa participation active et en connaissance de cause, au schéma manipulateur, qui a conduit à la caractérisation du manquement à son égard.

98. Elle en conclut que c'est à juste titre, conformément au principe de légalité des délits et des peines, que la Commission des sanctions s'est fondée, pour caractériser le manquement reproché à Mme [R], sur les activités mentionnées à l'article 12 du règlement MAR et interdites par l'article 15, telles qu'éclairées par le considérant 39.

99. Le ministère public est du même avis.

Sur ce, la Cour :

100. L'article 12 du règlement MAR, intitulé « Manipulations de marché », applicable à la période du manquement reproché, énonce :

« 1. Aux fins du présent règlement, la notion de « manipulation de marché » couvre les activités suivantes :

a) effectuer une transaction, passer un ordre ou adopter tout autre comportement qui :

i) donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier (...); ou

ii) fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers (')
;

à moins que la personne effectuant une transaction, passant un ordre ou adoptant tout autre comportement établisse qu'une telle transaction, un tel ordre ou un tel comportement a été réalisé pour des raisons légitimes et est conforme aux pratiques de marché admises telles qu'établies conformément à l'article 13 ;

b) effectuer une transaction, passer un ordre ou effectuer toute autre activité ou adopter tout autre comportement influençant ou étant susceptible d'influencer le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers (') en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice;

(...)

2. Les comportements suivants sont, entre autres, considérés comme des manipulations de marché :

a) le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier (') avec pour effet, réel ou potentiel, la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création, réelle ou potentielle, d'autres conditions de transaction inéquitables (') » (souligné par la Cour).

101. Aux termes de l'article 15 du même règlement, intitulé « Interdiction des manipulations de marché », également applicable à la période du manquement reproché :

« Une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché ».

102. Le considérant 38 du règlement, en lien avec les articles 12 et 15 précités, indique :

« En ce qui concerne les manipulations de marché, le présent règlement devrait prévoir des mesures adaptables aux nouvelles formes de négociation ou aux nouvelles stratégies potentiellement abusives. Pour tenir compte du fait que la négociation des instruments financiers s'automatise de plus en plus, il est souhaitable d'étayer la définition de « manipulation de marché » par des exemples de stratégies abusives particulières pouvant être mises en 'uvre par tout moyen disponible de trading, y compris le trading algorithmique et le trading à haute fréquence. Ces exemples ne sont pas supposés être exhaustifs, pas plus qu'ils ne doivent laisser entendre que les mêmes stratégies mises en 'uvre par d'autres moyens ne seraient pas abusives » (souligné par la Cour).

103. Le considérant 39 dudit règlement, également en lien avec les articles 12 et 15, précités, indique :

« Les interdictions d'abus de marché devraient également couvrir les personnes qui collaborent à un abus de marché. Pourraient figurer parmi ces personnes, à titre d'exemples non limitatifs, les courtiers élaborant et conseillant une stratégie de trading visant à commettre un abus de marché, les personnes encourageant une autre personne disposant d'informations privilégiées à les divulguer illicitement, ou encore les personnes développant des logiciels en collaboration avec un trader afin de faciliter un abus de marché. » (souligné par la Cour).

104. Quant au considérant 41, plus spécifiquement en lien avec l'article 15 du règlement, il indique :

« Pour rendre l'interdiction des manipulations de marché plus complète, le présent règlement devrait également prohiber les tentatives de manipulation de marché. Ces tentatives de manipulation de marché devraient être distinguées des comportements susceptibles d'aboutir à une manipulation de marché, étant donné que ces deux activités sont interdites au titre du présent règlement. Ces tentatives peuvent comprendre les situations dans lesquelles l'activité a été entreprise mais pas terminée, par exemple en raison d'une technologie défectueuse ou d'une instruction de négociation qui n'a pas été suivie. L'interdiction des tentatives de manipulation de marché est indispensable pour que les autorités compétentes puissent infliger des sanctions pour ce type de tentatives » (souligné par la Cour).

105. S'agissant des considérants, il importe de rappeler que, selon une jurisprudence européenne constante, s'ils n'ont pas de valeur normative à eux seuls, ils constituent néanmoins un outil d'interprétation des dispositions y figurant, dans la mesure où ils reflètent ces dispositions (voir, notamment, arrêts de la Cour de justice du 1^{er} octobre 2015, *Trijber* et

Harmsen, C-340/14 et C-341/14, points 44, 49, 52 et 53, du 23 décembre 2015, Hiebler, C-293/14, points 41, 44 et 73, du 14 juillet 2016, Promoimpresa e.a., C-458/14 et C-67/15, points 39, 44 et 48, et, plus récemment, du 25 mars 2022, M. A., C-302/20, points 35, 43, 54, 65 et 77). Il s'ensuit qu'un considérant ne saurait être invoqué ni pour déroger aux dispositions mêmes de l'acte concerné, ni pour interpréter ces dispositions dans un sens manifestement contraire à leur libellé (voir, notamment, arrêts de la Cour de justice du 19 novembre 1998, Nilsson e.a., C-162/97, point 54, du 25 novembre 1998, Manfredi, C-308/97, point 30, et du 24 novembre 2005, Deutsches Milch-Kontor, C-136/04, point 32).

106. En l'espèce, la portée du considérant 39 du règlement MAR étant débattue, il convient d'examiner si ce considérant, en faisant référence aux « personnes qui collaborent aux abus de marché », reflète les dispositions figurant en ses articles 12 et 15, ou, au contraire, méconnaît leur portée, en leur conférant un sens manifestement contraire à leur libellé.

107. Comme l'explique l'AMF dans ses observations, l'article 12 du règlement MAR a élargi la portée de la notion de manipulations de marché, et partant de leur interdiction, figurant en son article 15, en y incluant l'adoption de comportements autres que ceux consistant à effectuer une transaction ou à passer un ordre, qui étaient auparavant seuls interdits.

108. En faisant référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », le considérant 39 reflète clairement ces dispositions. Loin de contredire leur libellé, il vise, au contraire, à traduire et mettre en évidence cette avancée normative, résultant des seuls articles 12 et 15, en couvrant cette nouvelle catégorie de comportements prohibés et à l'étayer, en l'illustrant par des exemples non exhaustifs, afin de tenir compte des nouvelles formes de négociation des instruments financiers et de stratégies potentiellement abusives, ainsi que cela ressort du considérant 38, précité.

109. Cette avancée normative s'inscrit dans un mouvement plus vaste, l'article 15 du règlement MAR prohibant non seulement les manipulations de marché, entendues plus largement qu'auparavant, mais aussi la tentative de manipulations de marché, ce qui est un élément nouveau. Ces évolutions répondent à l'objectif du règlement MAR, consistant à renforcer l'intégrité des marchés financiers et la confiance des investisseurs en ces marchés, ainsi que cela ressort de ses considérants 2 à 4.

110. C'est donc à juste titre que la Commission des sanctions (décision attaquée, § 176) a recouru au considérant 39 du règlement MAR, pour éclairer les dispositions de ses articles 12 et 15 en ce sens qu'elles visent, notamment, les personnes qui collaborent à une manipulation de marché ou de cours.

111. En outre, contrairement à ce que prétend la requérante, en faisant référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », le considérant 39 ne vise nullement des complices, a fortiori au sens du droit pénal français, la catégorie des comportements prohibés susvisés, à laquelle se rattache cette référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », constituant une notion autonome vis-à-vis des catégories de droit pénal national.

112.Par cette référence, le considérant 39, qui reflète les articles 12 et 15, vise les personnes qui n'agissent pas directement sur le marché, en effectuant une transaction ou en passant un ordre, mais qui adoptent un comportement tout aussi répréhensible, en raison de leur concours actif à une manipulation de marché.

113.Ces dispositions du règlement MAR étant suffisamment claires et précises, il n'y pas lieu de procéder à un renvoi préjudiciel sur ce point à la Cour de justice.

114.En outre, il résulte de la teneur de ces dispositions que le moyen pris de la violation du principe de légalité des délits et des peines repose sur un postulat erroné.

115.En effet, comme cela a déjà été indiqué, en faisant référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », le considérant 39, qui reflète les articles 12 et 15, ne vise nullement des complices. Le moyen, qui postule le contraire, est donc inopérant.

116.À titre surabondant, la Cour rappelle que, selon une jurisprudence constante, si le principe de légalité des délits et des peines, qui est applicable aux instances de recours contre des décisions de la Commission des sanctions, implique que les éléments constitutifs des infractions ou manquements doivent être définis de manière suffisamment claire et précise, afin de répondre aux exigences d'accessibilité et de prévisibilité, cette condition est remplie lorsque la personne concernée est en mesure, à partir du libellé des dispositions pertinentes, d'évaluer, à un degré raisonnable, au besoin en s'entourant des conseils de juristes spécialisés, les risques encourus en adoptant certains comportements, et qu'il en va particulièrement ainsi des professionnels, habitués à devoir faire preuve d'une grande prudence dans l'exercice de leur métier, de sorte que l'on peut attendre d'eux qu'ils mettent un soin particulier à évaluer les risques qu'il comporte (voir, notamment, CJUE, 28 mars 2017, Rosneft, C-72/15, points 166 et 167, 5 décembre 2017, M.A.S. et M.B., C-42/17, point 56, 11 juin 2020, JI, C-634/18, point 49 ; CEDH, 15 novembre 1996, *Cantoni c. France*, n° 17862/91, § 29 et 35, 12 février 2008, *Kafkaris c. Chypre*, req. n° 21906/04, § 140, 18 mars 2014, *Öcalan c. Turquie*, req. n° 24069/03, 197/04,6201/06 et 10464/07, § 174, 20 octobre 2015, *Vasiliauskas c. Lituanie*, req. n° 35343/05, § 157 ; Cass. Com., 14 février 2024, société *Bloomberg e.a*, pourvoi n° 22-10.472, 4 avril 2024, sociétés *Elliott*, pourvoi n° 22-19.127).

117.Or, en l'espèce, Mme [R] était pleinement en mesure, à partir du libellé des dispositions des articles 12 et 15, combinées à celles du considérant 39, d'évaluer, à un degré raisonnable, au besoin en s'entourant des conseils de juristes spécialisés, les risques encourus en adoptant les comportements qui lui sont reprochés. Il en va d'autant plus ainsi qu'à l'époque des faits, elle gérait, depuis huit ans, le bureau français d'un fonds d'investissement américain (GEM) et, en outre, présidait une société spécialisée dans le conseil en investissements (Fauve Capital). A ce titre, elle était une professionnelle avertie des marchés financiers.

118.C'est donc en vain qu'elle soutient que la Commission des sanctions a violé le principe de légalité des délits et des peines

119. Il convient donc d'écarter ce moyen d'annulation.

B. Sur le rôle personnel de la requérante dans l'affaire

120. Aux paragraphes 191 et 192 de la décision attaquée, la Commission des sanctions a relevé que Mme [R] avait été à l'origine de l'introduction, auprès des trois dirigeants des sociétés concernées (à savoir Gour Medical, Umalis et CIOA), de M. [G], instigateur du schéma opératoire constitutif de manipulation de cours (au moyen du « market making program », décrit aux § 64 à 66), et que son intervention, dans les trois cas de mise en 'uvre de ce schéma, ne s'était pas bornée à son activité d'apporteur d'affaires, mais avait représenté un concours actif, en pleine connaissance de cause, au bon déroulement des opérations. Après avoir indiqué que cette analyse résultait de la chronologie des faits, elle en a fait état, en ce qui concerne les opérations portant sur chacun des titres concernés (§ 193 à 196).

121. Elle en a déduit que le comportement manipulateur résultant de l'exécution du « market making program » résidait dans les interactions coordonnées des différents intervenants concernant, notamment, premièrement, les engagements de « lock up » de la part des autres actionnaires historiques des sociétés concernées, deuxièmement, le démarchage par des conseillers en investissements (« la force de vente » de Ganchester Equity et M. [G]), afin de susciter des ordres d'achat des titres de ces sociétés et, troisièmement, la vente de ces derniers, en suivant les instructions de M. [G], afin que l'ensemble des ventes soit capté par les ordres d'achat suscités (§ 199).

122. S'agissant de Mme [R], elle a précisé que son rôle dans l'exécution de ce scénario n'avait pas été seulement celui d'une apporteuse d'affaires ayant rendu possible le démarrage des opérations, mais qu'elle n'avait cessé d'apporter par la suite son concours actif, comme en témoignait la déclaration de M. [C] lors de son audition (« La chef, c'est [T] [R]. À un moment elle a demandé un nombre précis de titres, c'est elle qui est à l'initiative de tout ») (§ 200).

123. La Commission des sanctions en a tiré comme conséquence (§ 201) que Mme [R] devait être regardée comme ayant collaboré à la réalisation d'une manipulation de cours :

' par fixation du cours des titres Gour Medical, Umalis et CIOA à un niveau anormal ou artificiel ;

' par indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours de ces titres :

' par recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice et ;

' par construction d'une position dominante de nature à fixer les prix d'achat et de vente de ce titres.

124.Elle a en conclu que le manquement de manipulation de cours était également caractérisé à son égard.

125.La requérante conteste cette analyse factuelle.

126.En premier lieu, elle soutient n'avoir eu qu'un rôle d'apporteuse d'affaires. Elle se prévaut, en ce sens, d'extraits du rapport d'enquête, de la notification des griefs, du rapport du rapporteur de la Commission des sanctions, des procès-verbaux d'audition des dirigeants (MM. [I], [C] et [H]) et d'un courriel qu'elle a adressé à M. [H] le 30 août 2018.

127.À cet égard, elle soulève un moyen d'annulation, pris de la violation de ses droits de la défense, en ce que la décision attaquée (§ 192 et 200) a relevé qu'elle ne s'était pas limitée à un rôle d'apporteuse d'affaires, ayant rendu possible le démarrage des opérations, mais n'avait cessé d'apporter par la suite son concours actif, en pleine connaissance de cause, au bon déroulement des opérations. À l'appui de ce moyen, elle soutient que le seul fait matériel qui était relevé à son encontre, tout au long de la procédure devant l'AMF, était une simple mise en relation et que, pour contourner la difficulté consistant à la condamner pour ce seul fait, la Commission des sanctions, après la séance, dans sa décision, est allée au-delà de ce seul fait, en ajoutant d'autres prétendus faits de concours actif, sur lesquels elle n'a pas été mise en mesure de se défendre.

128.En deuxième lieu, en tout état de cause, elle soutient n'avoir aucunement apporté son concours actif, en toute connaissance de cause, à la réalisation des opérations manipulatoires.

129.À titre liminaire, elle dément être, comme l'a retenu la décision attaquée (§ 190), une professionnelle aguerrie des marchés financiers, dans la mesure où son activité consistait uniquement à contacter des prospects afin de proposer des « equity lines », ensuite mis en place par GEM, sans intervention de sa part. Estimant s'être limitée à de simples mises en relation, elle affirme n'avoir jamais cherché à connaître le fonctionnement des programmes de liquidité proposés par M. [G], l'examen de la conformité de ces programmes aux règles du marché revenant aux émetteurs.

130.S'agissant des opérations sur le titre Gour Medical, elle relève que la décision attaquée (paragraphe 193 et 194) n'a retenu que deux éléments pour caractériser son prétendu concours actif, au-delà de son rôle d'apporteuse d'affaires, à savoir :

' d'une part, la conclusion, le 1er mai 2018, d'un contrat entre Fauve Capital (qu'elle dirigeait) et la société Unimatrix (ci-après « Unimatrix », dirigée par M. [A], également mis en cause) ;

' d'autre part, un courriel qu'elle a adressé, le 3 septembre 2018, à M. [I] (le dirigeant de Gour Medical).

131. Elle soutient que ces deux éléments confirment, au contraire, que son rôle s'est limité à celui d'une apporteuse d'affaires.

132. En ce qui concerne le premier élément, elle fait valoir qu'il s'agit d'un contrat d'apporteur d'affaires, intitulé comme tel (« finder's fee agreement »), et qu'elle a perçu une rémunération à ce titre, conformément au contrat. Elle considère que la décision attaquée manque de logique, en ce que cette décision a estimé que ce contrat et que sa rémunération à ce titre démontreraient qu'elle ne s'était pas bornée à un rôle d'apporteur d'affaires.

133. Quant au second élément, elle estime que ce courriel ne fait aucunement référence au programme de liquidité de M. [G], mais indique, au contraire, que l'amélioration de la liquidité permettrait d'envisager la mise en place d'une « equity line » par GEM, ce qui l'a conduite à adresser à M. [I] une proposition contractuelle en ce sens le 5 septembre 2018. Elle considère que ce courriel démontre qu'au-delà de l'apport d'affaires, elle était exclusivement intéressée par la mise en place d'« equity lines » par GEM, et non qu'elle suivait de près les résultats de la manipulation ou apportait son concours actif à l'exécution des opérations manipulatoires. Elle se prévaut en ce sens des déclarations de M. [I], lors de deux auditions, du 30 avril 2019 (devant les enquêteurs) et du 28 juin 2023 (devant le rapporteur de la Commission des sanctions), selon lesquelles celui-ci n'a eu aucun contact avec elle une fois qu'elle l'a mis en relation avec M. [G]. Elle en tire la conséquence qu'en l'absence de contact entre eux pendant l'exécution du programme de liquidité, toute interaction cordonnée entre eux doit être écartée et sa participation au programme manipulatoire exclue.

134. S'agissant des opérations sur le titre Umalis, Mme [R] relève que la Commission des sanctions (§ 195 et 200) s'est fondée sur quatre éléments afin de caractériser son prétendu concours actif, au-delà de son rôle d'apporteur d'affaires, à savoir :

' premièrement, le 26 septembre 2018, la réception par Mme [R], conjointement avec M. [G], d'un courriel de M. [C] (dirigeant d'Umalis) indiquant que ce dernier était prêt à « livrer 50 % du premier bonus en actions asap » ;

' deuxièmement, le 28 septembre 2018, en réponse à ce courriel, un courriel adressé par Mme [R] à M. [C], lui précisant les coordonnées bancaires du compte de Fauve Capital, pour le virement de 5 000 titres Umalis ;

' troisièmement, le 22 octobre 2018, la réception par la société Edern (détenant la quasi-totalité du capital d'Umalis) d'un contrat de « consulting », signé de Mme [R], prévoyant, notamment, la remise d'actions Umalis en rétribution de services de conseil et que Fauve Capital assisterait Edern pour « développer la sensibilisation des investisseurs et la liquidité des actions de la société Umalis », ce courriel ayant donné lieu par la suite à une relance par Mme. [R] de M. [C], pour activer le transfert de titres par celui-ci, à son profit comme à celui de M. [G], en rémunération des services rendus ;

' quatrièmement, une déclaration de M. [C], en audition (« La chef, c'est [T] [R]. À un moment, elle a demandé un nombre précis de titres, c'est elle qui est à l'initiative de tout ».)

135.La requérante conteste la portée ou la pertinence de chacun de ces éléments en faisant valoir les arguments suivants :

' le premier courriel, du 26 septembre 2018, ne lui est pas réellement destiné, ayant été seulement en copie de ce message, destiné à M. [G] ;

' le transfert d'actions évoqué dans les deux courriels suivants, du 28 septembre et 22 octobre 2018, correspond à la commission de 2,5 % prévue en sa faveur en sa qualité d'apporteuse d'affaires ;

' le contrat de « consulting », joint au courriel du 22 octobre, n'a été établi que pour répondre à la demande de la banque d'Ederm, qui avait besoin d'un contrat pour transférer les actions (déclarations de Mme [R] lors de son audition par les enquêteurs); en outre, ce contrat n'a jamais été signé par M. [C] et Mme [R] n'a reçu aucune rémunération au titre de sa mise en relation de MM. [C] et [G] ;

' la déclaration de M. [C] n'est corroborée par aucun élément factuel.

136.S'agissant des opérations sur les titres CIOA, la requérante relève que la Commission des sanctions (§ 196 et 197) ne s'est fondée que sur deux éléments afin de caractériser son prétendu concours actif, au-delà de son rôle d'apporteuse d'affaires, à savoir :

' d'une part, un courriel adressé, le 24 octobre 2018, par M. [G] à M. [H] (dirigeant de CIOA), par lequel celui-ci prend directement à témoin Mme [R] (en copie de ce message), pour confirmer l'efficacité de ses conseillers en investissements pour générer des ventes rapides de titres ;

' d'autre part, le fait que Mme [R] a été avertie par M. [C] de la mise en cause de M. [G] dans le cadre d'une procédure aux Etats-Unis devant la SEC concernant une manipulation de cours sur des « penny stocks ».

137.Elle conteste la portée ou la pertinence de ces éléments en faisant valoir :

' d'une part, que le courriel du 24 octobre 2018, en la prenant à témoin, face aux atermoiements de M. [H], ne l'implique que pour justifier de l'efficacité de son programme de liquidité et non de sa mise en 'uvre par celle-ci, confirmant ainsi qu'elle n'est intervenue qu'en qualité d'apporteuse d'affaires ; que cette prise à témoin, dont l'AMF prétend qu'encouragerait le recours à ce programme, ne suffit pas à caractériser son concours actif ;

' d'autre part, que le fait qu'elle ait été avertie par M. [C] de la mise en cause de M. [G] par le régulateur américain (la « Security and Exchanges Commission », SEC) n'est aucunement susceptible de caractériser un quelconque concours actif de sa part, à tout le moins pour les opérations concernant Gour Medical, la conversation téléphonique au cours de laquelle M. [C] l'aurait informée de cette circonstance, selon les déclarations de celui-ci (lors de son audition par les enquêteurs le 29 juin 2020), étant nécessairement postérieure au 7 juin 2018, date à laquelle M. [C] a envoyé un courriel interne contenant un document de la SEC et, partant, postérieure à la mise en relation de M. [I] avec M. [G] qui remonte à mars 2018.

138. Dans ses observations, l'AMF, en premier lieu, invite la Cour, à titre principal, à déclarer irrecevable, comme tardif, le moyen d'annulation pris de la prétendue modification de l'étendue des faits objets de la saisine. À titre subsidiaire, elle l'estime mal fondé, la Commission des sanctions n'ayant pas modifié la qualification des faits, mais seulement porté une appréciation différente d'éléments qui figuraient dans le dossier depuis l'ouverture de l'enquête. Elle en tire la conséquence que Mme [R] a toujours été en mesure de se défendre sur les manquements de manipulation de cours qui lui étaient reprochés, dès l'envoi de la lettre circonstanciée.

139. En deuxième lieu, elle reprend la chronologie des opérations concernant chacun des trois titres, sur lesquelles s'est fondée la Commission des sanctions pour retenir l'existence du concours actif de Mme [R]. À titre liminaire, elle indique que les éléments du dossier sont issus pour la plupart des boîtes de messagerie des dirigeants, dans la mesure où celle-ci a délibérément supprimé la plupart des courriels de sa messagerie en lien avec ces titres.

140. S'agissant des opérations sur le titre Gour Medical, elle rappelle qu'après avoir approché M. [I] pour le compte de GEM, en février 2018, puis organisé une réunion téléphonique le 15 mars 2018, Mme [R] a introduit celui-ci auprès de M. [G], dans le but d'améliorer la liquidité du titre Gour, lequel lui a présenté, le 15 mars 2018, les principes du « market making program » (recours à un trustee, à savoir Unimatrix, et à des démarcheurs, 70 % du montant des ventes des actions devant revenir à Granchester Equity et à ses équipes).

141. S'agissant plus précisément du contrat entre Fauve Capital et Unimatrix, signé par Mme [R] le 1er mai 2018, l'AMF fait valoir que, contrairement à ce que laisse penser son intitulé, ce contrat n'est pas un simple contrat d'apporteur d'affaires, l'assiette de la rémunération stipulée dépendant de l'exécution et de l'efficacité du programme de liquidité (rémunération de 2,5 % du produit des ventes nettes effectivement réalisées par Unimatrix), ce qui incitait Mme [R] à suivre de près les opérations et à s'assurer de leur bonne réalisation. Elle relève que ce contrat n'a pas été signé ni exécuté par Unimatrix (dont le dirigeant serait M. [G], selon les déclarations de Mme [R] lors de son audition par les enquêteurs), mais a donné lieu à une rémunération à son profit, Mme [R] ayant perçu, concomitamment aux ventes effectivement réalisées par Unimatrix, une somme de 39 258 euros, soit 2,3 % du montant desdites ventes. Elle précise que si la rémunération prévue au titre des « equity lines » était plus avantageuse que celle prévue au titre du « market making program » et ne dépendait ni de la liquidité du titre, ni du bénéfice réalisé par GEM, il n'en demeure pas moins que Mme [R] escomptait cumuler ces deux rémunérations et que celle de 39 258 euros représentait 3 % du chiffre

d'affaires annuel de Fauve Capital, ce qui représente une proportion significative pour un seul des dossiers apportés, à savoir Gour Medical.

142. Quant au courriel du 3 septembre 2018, que Mme [R] a adressé à M. [I], par lequel celle-ci a constaté que le cours de l'action Gour Medical était à nouveau liquide et que GEM pouvait à présent considérer un investissement, elle relève que ce courriel est intervenu après l'exécution du programme et qu'il corrobore les propos unanimes des dirigeants sur ses modalités de démarchage, consistant à subordonner l'investissement de GEM à une amélioration préalable de la liquidité.

143. En outre, elle constate que Mme [R] a envoyé le contrat d'« equity lines » dit d'augmentation de capital par exercice d'options (PACEO), par courriel du 5 septembre 2018, soit postérieurement à la période de manipulation de cours et à l'augmentation de liquidité subséquente et après que M. [I] a informé l'AMF des variations étonnantes observées sur le cours du titre.

144. Enfin, elle fait valoir que l'absence d'interactions coordonnées avec M. [I] pendant l'exécution du programme de liquidité ne permet pas d'écarter son concours actif au bon déroulement des opérations dès lors qu'elle a rendu possible, en connaissance de cause, le « market making program », en démarchant M. [I] et en suivant ensuite précisément les opérations.

145. S'agissant des opérations sur le titre Umalis, l'AMF rappelle qu'après avoir contacté M. [C], en mars 2018, par courriel, puis échangé au téléphone avec lui, le 4 juin 2018, Mme [R] lui a envoyé un courriel le 6 juin, indiquant : « Comme cela a été discuté, veuillez contacter M. [S] (cc) [M. [S] [G]]. GEM sera heureuse d'étudier une opportunité d'investissement dans Umalis Group dès que vos actions seront plus liquides et que votre capitalisation boursière atteindra 20-25 millions d'euros ».

146. Elle rappelle également que, le lendemain, soit le 7 juin, M. [G] a adressé à M. [C], avec Mme [R] en copie, un document de présentation du « market making program », accompagné d'un projet de « term sheet », étant précisé que cette documentation fixait notamment un objectif de cours de 12 à 14 euros par action pour un titre qui cotait 7,40 euros et prévoyait, comme pour Gour Medical, que 70 % des ventes reviendraient à Granchester Equity (présidée par M. [G]), outre l'allocation d'un bonus de 50 000 euros. Elle indique que cette documentation a été signée par MM. [G] et [C] le 5 juillet 2018 et que les ventes de titres sur le marché, à un cours artificiellement élevé, ont débuté le 5 septembre 2018.

147. En réponse aux arguments de la requérante, elle fait valoir :

' qu'il est indifférent que Mme [R] ne soit qu'en copie du courriel envoyé par M. [C] le 26 septembre 2018, dès lors que, précisément dans le prolongement de ce courriel, elle lui a adressé, le 28 septembre, un courriel lui transmettant les coordonnées bancaires du compte de Fauve Capital pour le virement de 5 000 titres Umalis, ce qui démontre qu'elle suivait les opérations ;

' que les explications de Mme [R], lors de son audition par les enquêteurs, sur l'élaboration du contrat de « consulting », à la demande de la banque d'Edern, n'apparaissent pas convaincantes et ne sont corroborées par aucun justificatif ; que la recherche de liquidité relevant de l'essence même du « market making program », ce contrat démontre le rôle actif de Mme [R] dans le bon déroulement des opérations manipulatoires sur le titre Umalis ;

' que, le 12 décembre 2018, Mme [R] a relancé M. [C] par courriel (dont M. [G] était en copie) en vue d'obtenir le transfert des titres et de proposer un échange téléphonique, dans les termes suivants : « Avez-vous pu envoyer les 20 000 actions de bonus (10K fauve capital cap & 10K [S] [M. [G]]) + les 35K actions pour sécuriser [Y] + payer les factures manquantes ' (!) Merci d'avance pour votre réponse, je suis également disponible pour un rdv téléphonique aujourd'hui à 18h, demain à 13h45, 14h30 ou 18h, vendredi 11h30 ou entre 13h30- 14h30 ou 17h30 » ;

' le même jour, à 17h06, M. [G] envoyait également un message de relance à M. [C], le transfert des titres n'ayant pas été réalisé pour des raisons techniques ;

' La déclaration de M. [C] n'est pas le seul élément sur lequel la Commission des sanctions s'est appuyée, de nombreux éléments factuels témoignant de la place importante de Mme [R] au sein du schéma manipulatoire.

148.Elle en déduit qu'outre « l'origination des dossiers », Mme [R] assurait également le suivi des opérations, vu son implication dans la surveillance des paiements, et que son concours actif était ainsi caractérisé.

149.S'agissant des opérations sur les titres CIOA, l'AMF rappelle qu'après s'être rapprochée des dirigeants de CIO à partir du 23 août 2018, dont M. [H], lequel a déclaré lors de son audition que l'amélioration de la liquidité du titre avait été posée comme condition sine qua non à tout investissement de GEM, Mme [R] lui a envoyé, le 30 août suivant, un courriel concernant l'organisation d'une première réunion dans les locaux parisiens de GEM, fixée au 5 septembre, lui indiquant notamment « Entre temps, sentez-vous libre de contacter M. [S] (...) il se fera un plaisir de vous expliquer le fonctionnement de son programme de liquidité et comment ils peuvent facilement augmenter la liquidité de CIOA GROUPE » (souligné par l'AMF). L'AMF considère que ce courriel, loin de démontrer son absence d'implication dans le programme, illustre au contraire sa participation active aux opérations, dès lors qu'elle y encourage le recours à ce programme et que, contrairement à ce qu'elle indique, l'amélioration de la liquidité d'une société illiquide comme CIOA ne saurait être qualifiée de facile sans recourir à une manipulation.

150.S'agissant plus précisément du courriel du 24 octobre 2018, dont la portée est contestée par la requérante, l'AMF précise qu'il a été envoyé par M. [G], avec Mme [R] en copie, dans un contexte marqué par le commencement puis l'interruption des manipulations en raison des tensions concernant le paiement des factures : « Nous avons contacté notre force de vente et lui avons demandé de relancer les efforts de vente. Nous attendons les premières commandes au début de la semaine prochaine. N'oubliez pas qu'ils doivent appeler les clients, vendre à nouveau l'histoire etc. Ce n'est pas comme allumer un interrupteur ! (...) Lorsque nous demandons des confirmations de transaction indiquant ce que vous avez vendu, il est impératif que nous les recevions le jour même ou le lendemain. À mesure que le volume

augmente, nous devons savoir si nous saisissons toutes les transactions ou la plupart d'entre elles en temps réel. Si nous manquons de transactions, nous devons le savoir ! (...) Enfin, je réalise que tout le monde est sceptique, mais [T] peut témoigner du fait que lorsque les choses se passent bien, nous sommes capables de générer des ventes très importantes en très peu de temps ! Pour l'instant, c'est nous qui assumons les risques car nous devons (a) traiter avec [W] et (b) nous ne détenons ni ne négocions les actions nous-mêmes » (souligné par l'AMF). L'AMF fait valoir que cette prise à partie de Mme [R] par M. [G], loin de démontrer son prétendu rôle d'apporteuse d'affaires, implique clairement, au contraire, nonobstant son absence de réponse à ce courriel, sa participation active, étant présentée comme garante de l'efficacité du programme. S'agissant de M. [W], elle précise qu'il s'agit d'un actionnaire de CIOA, qui s'était vu attribuer des actions gratuites à hauteur de 4 % du capital, lors de l'introduction en bourse de CIOA, à titre de rémunération, et que c'est M. [G], et non M. [H], qui a conditionné la mise en 'uvre du programme à l'obtention de son accord, afin de garantir son efficacité, comme le confirme un courriel de M. [G] à M. [H] du 5 octobre 2018.

151.L'AMF indique, en outre, que le fait que Mme [R] soit intervenue dans le dossier CIOA postérieurement à l'avertissement de M. [C] quant à la mise en cause de M. [G] par la SEC constitue un indice supplémentaire de son concours actif, en connaissance de cause, au bon déroulement des opérations manipulatoires sur le titre CIOA.

152.Le ministère public est du même avis.

Sur ce, la Cour :

153.En premier lieu, sur le moyen pris de la violation des droits de la défense, portant sur le périmètre des éléments matériels reprochés à Mme [R], la Cour rappelle qu'il résulte de l'article R. 621-46, du code monétaire et financier, que sont irrecevables tous les moyens développés dans les mémoires successivement déposés à l'appui du recours lorsqu'ils ne figurent ni dans la déclaration de recours, ni dans l'exposé des moyens, lesquels fixent les termes du litige et que ne sont recevables que les moyens nouveaux qui n'ont d'autre objet que de répondre aux observations de l'AMF.

154.En l'espèce, la Cour relève que, dans l'exposé des moyens, contenu dans la déclaration de recours, déposée le 22 mars 2024, la requérante prétend n'avoir pas été mise en mesure de contester, devant la Commission des sanctions, les éléments qui ont été retenus à son encontre pour caractériser son concours actif, au-delà de son rôle d'apporteuse d'affaires. Toutefois, elle n'en a tiré aucune conséquence, en articulant un moyen d'annulation sur ce point, se bornant à contester devant la Cour son prétendu concours actif aux pratiques manipulatoires. Ce moyen n'a été articulé qu'au stade des conclusions en réplique, déposées le 11 mars 2025. Il est donc nouveau. En outre, il ne vise pas à répondre aux observations de l'AMF du 10 décembre 2024. Il est donc tardif et partant irrecevable.

155.En tout état de cause, à titre surabondant, la Cour constate que les éléments sur lesquels la Commission des sanctions s'est fondée dans sa décision - pour retenir que Mme [R] ne s'était pas limitée à un rôle d'apporteuse

d'affaires, ayant rendu possible le démarrage des opérations, mais n'avait cessé d'apporter par la suite son concours actif, en vue du bon déroulement des opérations- avaient été exposés dès la lettre circonstanciée (pages 20 et 21), puis repris dans la notification des griefs (pages 17 et 18) et le rapport d'enquête (pages 71 à 73), de sorte qu'elle a été en mesure d'en débattre, dès ses observations en réponse à la lettre circonstanciée et à la notification des griefs. La circonstance que le rapporteur désigné pour instruire le dossier a estimé, dans son rapport (page 111), exprimant ainsi son avis personnel, qu'il n'était pas démontré, au regard des éléments du dossier, que Mme [R] avait concouru activement à la réalisation des manipulations de cours, son rôle lui apparaissant limité à celui d'une apporteuse d'affaires, ne change rien à ce constat et n'a nullement affecté ses droits de la défense devant la Commission des sanctions.

156.Ce moyen, pris de la violation des droits de la défense, doit donc être écarté.

157.Ce moyen étant écarté, il convient à présent d'examiner, au fond, quel était le rôle exact de Mme [R] dans la manipulation de cours à laquelle il lui est reproché d'avoir collaboré par un concours actif.

158.S'agissant des opérations sur le titre Gour Medical, il ressort du dossier qu'après avoir contacté puis démarché M. [I], pour le compte de GEM, et l'avoir mis en relation avec M. [G], dans le but d'améliorer la liquidité du titre, lequel lui a présenté à cet effet un document intitulé « market making program » (exactement décrit aux paragraphes 64 et 65 de la décision attaquée, auxquels la Cour renvoie), Mme [R] a signé, le 1er mai 2018, un contrat par lequel Fauve Capital (sa société) s'engageait, notamment, à trouver au profit d'Unimatrix (dont le rôle se rapprochait de celui d'un « trustee », visé par le « market making program »), des opportunités d'investissement sur des micro-capitalisations, en contrepartie d'une rémunération de 2,5 % du produit de cession des titres (par Unimatrix). En préambule, ce contrat précisait que cette dernière recherchait des opportunités d'investissements dans des entités cotées en phase de développement et que Fauve Capital avait déjà identifié Gour Medical comme candidat approprié pour l'investissement recherché.

159.Le fait que ce contrat soit intitulé « finder's fee agreement », c'est-à-dire « contrat d'apporteur d'affaires », ne suffit pas à démontrer que le rôle de Mme [R] s'est limité à celui d'une apporteuse d'affaires car elle avait tout intérêt, vu l'assiette de la rémunération stipulée, à s'assurer du bon déroulement des opérations dans le cadre du « market making program ». La circonstance que cette rémunération, perçue concomitamment aux ventes réalisées (dans le cadre du « market making program ») et s'élevant à un montant significatif, était moins avantageuse que celle prévue par GEM pour des opérations d'« equity lines », ne change rien à ce constat.

160.En outre, le courriel que Mme [R] a adressé à M. [I], le 3 septembre 2018 (« j'ai vu que vos titres étaient liquides ; GEM est désormais intéressée à envisager une opportunité d'investissement dans Gour Medical ») démontre qu'elle suivait de près les opérations et les résultats du programme de liquidité (« market making program »), l'exécution de ce programme ayant pris fin le 1er août 2018. Ce courriel corrobore, au surplus, les déclarations unanimes des dirigeants lors de leur audition respective, selon lesquelles, lors de leur démarchage individuel, Mme [R] avait présenté l'amélioration de la liquidité du titre comme une condition préalable à l'investissement de GEM.

161.À cet égard, Mme [R] ne saurait sérieusement, sans se contredire, se prévaloir de la proposition d'« equity line » qu'elle a adressée deux jours plus tard à M. [I] (le 5 septembre 2018), pour soutenir que ce courriel du 3 septembre ne faisait aucunement référence au programme de M. [G] (le « market making program »), mais indiquait plutôt que

l'amélioration de la liquidité permettrait d'envisager la mise en place d'une « equity line » par GEM. En effet, elle explique auparavant (conclusions récapitulatives, pages 5 et 6) que la liquidité n'était pas une condition préalable aux « equity line » proposés par GEM, ce qui remet en cause le fondement de son interprétation du courriel du 3 septembre.

162. Ces éléments suffisent à établir que, s'agissant des opérations sur le titre Gour Medical, le rôle de Mme [R] n'était pas limité à celui d'une apporteuse d'affaires, mais que, par son comportement, en tant que professionnelle avertie des marchés financiers (comme cela a déjà été indiqué au paragraphe 117 du présent arrêt), elle a apporté un concours actif, en connaissance de cause, à la réalisation de la manipulation de cours, résultant de l'exécution du « market making program ».

163. À cet égard, contrairement à ce qu'elle prétend, il est indifférent que M. [I] n'envisageait pas de mettre en 'uvre l'« equity line » proposée par GEM, mais souhaitait uniquement améliorer la liquidité du titre pour réaliser une augmentation de capital avec des tiers et céder une partie de sa participation dans le but d'obtenir des liquidités à réinvestir dans Gour Medical. Les éventuelles motivations de M. [I], qui lui sont propres, sont dépourvues d'incidence sur le comportement personnel de Mme [R].

164. S'agissant des opérations sur le titre Umalis, il ressort du dossier qu'après avoir contacté puis démarché M. [C], pour le compte de GEM (en mars et le 4 juin 2018), et l'avoir mis en relation avec M. [G], en conditionnant un éventuel investissement de GEM à l'amélioration de la liquidité des titres Umalis (le 6 juin 2018), comme le précisent les déclarations unanimes des dirigeants lors de leur audition respective, Mme [R] a reçu le lendemain (7 juin) un courriel, dont elle était en copie, par lequel M. [G] a présenté à M. [C] le « market making program » (exactement décrit aux paragraphes 64 et 66 de la décision attaquée, auxquels la Cour renvoie). Elle a ensuite été spécialement destinataire (comme Granchester Equity, dirigé par M. [G]), et non pas simplement en copie, du courriel de M. [C] du 26 septembre 2018, indiquant qu'il était prêt à « livrer 50 % du premier bonus en actions asap » (pièce n° 37 produite par Mme [R]). Elle a répondu à ce courriel à peine trois jours plus tard (le 28 septembre), en lui communiquant les coordonnées bancaires de sa société Fauve Capital pour un virement de 5 000 titres Umalis.

165. En outre, le 22 octobre 2018, Mme [R] a envoyé un nouveau courriel à M. [C], intitulé « Attribution du bonus », indiquant « ci-joint un contrat pour le transfert du bonus ». Il s'agit d'un contrat, entre Edern et Fauve Capital, signé par Mme [R], dénommé « Financial consulting agreement », prévoyant la remise d'actions Umalis en rétribution de services de conseil consistant, notamment, à développer la sensibilisation des investisseurs et la liquidité desdites actions (annexe 6-8 du rapport d'enquête). Contrairement à ce que prétend la requérante, ce contrat n'était pas fortuit et ne la réduisait pas à un simple rôle d'apporteur d'affaires, mais s'inscrivait clairement dans le cadre du « market making program ».

166. Au surplus, son courriel, du 12 décembre 2018, de relance de M. [C], pour activer le transfert des titres, à son profit et celui d'autres personnes, dont M. [G], lequel était en copie de ce courriel, conjugué au courriel de relance du même jour de ce dernier, témoigne de la continuité et l'intensité de sa participation à la réalisation du « market making program », par des interventions coordonnées avec les différents intervenants, en particulier avec M. [G]. La déclaration de M. [C] en audition, qui présente Mme [R] comme « la chef » du dispositif, ne constitue qu'un élément parmi d'autres (ceux venant d'être évoqués), pour caractériser son concours actif à la réalisation de la manipulation de cours, résultant de l'exécution du « market making program ».

167.À cet égard, dans le prolongement de ce qui a déjà été indiqué pour M. [I] (Gour Medical), contrairement à ce que prétend Mme [R], il est indifférent que M. [C] n'ait pas été intéressé par un investissement de GEM dans Umalis, mais souhaitait seulement améliorer la liquidité et surtout céder des actions. Les éventuelles motivations de M. [C], qui lui sont propres, sont dépourvues d'incidence sur le comportement personnel de Mme. [R].

168.Ces éléments suffisent à établir, s'agissant des opérations sur le titre Umalis, que le rôle de Mme [R] n'était pas limité à celui d'une apporteuse d'affaires, mais que, par son comportement, en tant que professionnelle avertie des marchés, elle a apporté un concours actif, en connaissance de cause, à la réalisation de la manipulation de cours, résultant de l'exécution du « market making program ».

169.S'agissant des opérations sur les titres CIOA, il ressort du dossier qu'après avoir contacté et démarché ses dirigeants, le 23 août 2018, en leur indiquant que l'amélioration de la liquidité du titre était un préalable à tout investissement de GEM, comme en attestent M. [H] (dans le même sens que MM. [I] et [C]), puis envoyé à celui-ci, le 30 août suivant, un courriel l'invitant à une réunion organisée dans les locaux de GEM le 5 septembre et à contacter, d'ici là, M. [G] (appelé par son prénom, [S]), en lui donnant ses coordonnées, afin que ce dernier lui explique le fonctionnement du « market making program », Mme [R] a été nommément visée dans un courriel adressé, le 24 octobre 2018, par M. [G] à M. [H], dont elle était en copie, comme étant un témoin de l'efficacité du programme, lequel était présenté comme étant complexe et reposant sur un narratif (« N'oubliez pas qu'ils [les membres de « notre force de vente »] doivent appeler les clients, vendre à nouveau l'histoire, etc. Ce n'est pas comme allumer un interrupteur ! (') [T] peut témoigner du fait que lorsque les choses se passent bien, nous sommes capables de générer des ventes très importantes en très peu de temps ! »). Ce courriel démontre que Mme [R] suivait de près les opérations et les résultats du programme et savait que ce dernier reposait sur les interactions coordonnées de différents intervenants, comme le confirme le courriel de M. [G] à M. [H], du 5 octobre 2018, à propos de la vente sur le marché des titres de M. [W].

170.Dans le prolongement de ce qui a été indiqué auparavant, il est indifférent que l'objectif poursuivi par M. [H] était de céder une proportion de sa participation ultra-majoritaire, et non d'obtenir un investissement de GEM. L'éventuelle motivation de M. [C], qui lui est propre, est dépourvue d'incidence sur le comportement personnel de Mme [R].

171.Ces éléments suffisent à établir, s'agissant des opérations sur le titre CIOA, que le rôle de Mme [R] n'était pas limité à celui d'une apporteuse d'affaires, mais que, par son comportement, en tant que professionnelle avertie des marchés financiers, elle a apporté un concours actif, en connaissance de cause, à la réalisation de la manipulation de cours, résultant de l'exécution du « market making program ».

172.Il convient donc d'écarter le moyen sur l'imputabilité du manquement reproché.

III. SUR LA SANCTION

173. Aux paragraphes 260 à 268 de la décision attaquée, après avoir rappelé les textes applicables et indiqué que les mises en cause encouraient chacune une sanction au plus égale à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré des manquements, la Commission des sanctions a estimé que les manquements de manipulation de cours revêtaient une particulière gravité et précisé que le préjudice des investisseurs sur le marché des titres concernés était évalué entre 2 200 000 et 3 300 000 euros.

174. Aux paragraphes 282 à 285 de sa décision, elle a ensuite examiné la situation de Mme [R], au regard :

' des gains ou avantages obtenus (elle a perçu 39 259,64 euros en exécution du « market making program » sur le titre Gour Medical) ;

' de son degré de coopération avec l'AMF (estimée difficile au stade de l'enquête, en raison de son refus de se présenter à son bureau lors de la première visite des enquêteurs et de la suppression d'une quantité importante de ses courriels) ;

' de sa situation et de ses capacités financières (avis d'imposition établi en 2022 et déclarations, non justifiées, sur son patrimoine immobilier, ses participations dans des sociétés, la trésorerie de sa société Fauve Capital et sa rémunération par GEM).

175. En conséquence, la Commission des sanctions a prononcé à l'encontre de Mme [R] une sanction pécuniaire de 400 000 euros.

176. La requérante estime ce montant exorbitant.

177. Elle demande à la Cour de prendre en compte les éléments suivants :

' les trois mises en relation avec M. [G] se sont déroulées sur une période extrêmement réduite et elle a décidé spontanément de mettre un terme à ces apports d'affaires (déclaration lors de son audition par la rapporteuse : « Nous avons vu que c'était n'importe quoi et nous on a arrêté ») ;

' elle n'a jamais été une professionnelle aguerrie des opérations financières et des marchés financiers ;

' son rôle s'est limité à mettre en relation les dirigeants de trois sociétés avec M. [G], à la demande des dirigeants eux-mêmes ;

' elle n'a perçu aucune rémunération au titre des mises en relation effectuées pour Umalis et CIOA, mais seulement pour celle réalisée pour Gour Medical, pour un montant de 39 000 euros, de sorte que la sanction de 400 000 euros représente plus de dix fois l'avantage qu'elle en a retiré ;

' elle s'est présentée à toutes les convocations qui lui ont été adressées ;

' elle n'exerce plus aucune activité en lien avec les marchés financiers, travaillant dans une start up qu'elle a cofondée il y a deux ans, spécialisée dans la production de viande cultivée en laboratoire.

178.Elles soutient que le montant de la sanction pécuniaire est disproportionné au regard de sa situation financière dans la mesure où, notamment :

' ses revenus se limitent à sa rémunération par GEM au titre d'en emploi à temps partiel, de gestion administrative, et non de « partner », contrairement à ce qu'indique à tort le site internet de GEM, dont la situation financière s'est dégradée depuis 2022 (rémunération de 19 006 euros, selon son avis d'imposition 2025) ; la start-up qu'elle a cofondée ne lui verse aucune rémunération ou dividende et sa société Fauve Capital est en cessation d'activité ; son coefficient familial est de 707 euros ;

' son patrimoine : les liquidités dont elle dispose sur deux comptes bancaires sont nécessaires pour faire face à ses charges courantes actuelles et futures ; elle détient un terrain en Dordogne et, avec son conjoint, une résidence principale, acquise au moyen, notamment, d'un prêt bancaire ;

' ses charges courantes ont augmenté en raison de la naissance de son premier enfant ; elle doit rembourser les échéances du prêt immobilier et s'acquitter d'une importante dette fiscale.

179.Dans ses observations, l'AMF indique, à titre liminaire, qu'il appartient à la Cour de vérifier que le montant de la sanction était, à la date à laquelle elle a été infligée, proportionné tant aux manquements commis qu'à la situation, notamment financière, de la personne sanctionnée, au regard des éléments portés à la connaissance de la Commission des sanctions (en ce sens, notamment, CE, 16 mai 2022, n° 452191). Elle considère que c'est seulement dans l'hypothèse où la Cour serait amenée à réformer le montant de la sanction qu'il lui appartiendrait également de tenir compte de la situation actuelle de la personne sanctionnée pour apprécier si le montant de la sanction se substituant à celui prononcé par la Commission des sanctions est proportionné.

180.S'agissant de la sanction prononcée contre Mme [R], elle fait valoir, notamment, les éléments suivants :

' sur la gravité et la durée des manquements :

' les manquements se sont répétés sur une période de six mois sur le titre Gour Medical, un an sur le titre Umalis et quatre mois sur le titre CIOA, et non sur une période extrêmement réduite comme le prétend à tort la requérante ;

' elle n'a produit aucun justificatif afin de corroborer ses affirmations concernant la cessation spontanée de ses activités avec M. [G] au titre des « market making programs », étant rappelé qu'elle a supprimé la plupart des échanges de sa boîte de messagerie avant l'ouverture de l'enquête ;

' elle est une professionnelle aguerrie des opérations financières et des marchés boursiers et ne s'est pas contentée de mettre en relation, à leur demande, les dirigeants auprès de M. [G] ;

' le préjudice total des investisseurs est élevé (conclusions du rapport d'enquête, rappelé par la Commission des sanctions dans sa décision, § 268) ;

' sur l'importance des gains et avantages obtenus : le montant de 39 258, 64 euros, perçu pour le dossier Gour Medical, a représenté 3 % du chiffre d'affaires annuel de sa société Fauve Capital au cours de l'exercice 2018-2019 selon les déclarations de Mme [R] ;

' sur son degré de coopération : la coopération des personnes avec les services de l'AMF n'a pas à être prise en compte lorsqu'elle n'excède pas celle qui peut être légitimement attendue ; en revanche, il y a lieu de prendre en compte son manque de coopération en particulier au cours de l'enquête (refus de se présenter dans les locaux de GEM le 18 mars 2019 après s'être entretenue aux téléphone avec les enquêteurs ayant patienté en attendant en vain son arrivée ; remise de sa boîte de messagerie professionnelle le 25 mars 2019, mais suppression de la plupart des échanges avec les protagonistes impliqués dans le dossier, sans que cette suppression ne puisse être justifiée par un espace de stockage insuffisant) ;

' sur sa situation et sa capacité financières :

' ses revenus : elle produit des bulletins de salaires correspondant à son activité à temps partiel, de gestion administrative, pour GEM, entre octobre 2023 et janvier 2024, mentionnant un salaire mensuel net de 1 407 euros, alors qu'elle avait déclaré lors de son audition par le rapporteur, le 29 juin 2023, avoir quitté GEM et continuer à « gérer ses vieux dossiers si besoin » ; elle a également déclaré devant le rapporteur avoir un contrat d'apporteuse d'affaires avec GEM US, dont la rémunération, en fonction des deals, pouvait varier de 50K à 300 K euros ; en outre, elle apparaît toujours comme « partner » sur le site internet de GEM, sans apporter le moindre élément sur les autres sources de revenus que celles dont elle fait état, en tant qu'apporteur d'affaires ou de « partner » ; les avis d'imposition sur les

revenus qu'elle a produits confirment qu'elle dispose d'autres sources de revenus dont elle ne fait pas état (en 2022, perception de dividendes ou autres revenus de capitaux mobiliers de près de 600 000 euros) ; elle ne produit pas les comptes de sa société Fauve Capital et aucune attestation d'absence de versement de dividendes ou justificatifs du traitement des bénéfices réalisés entre 2020 et 2024 ; sa prétendue absence de rémunération par la « start-up » qu'elle a cofondée et dont elle est directrice générale n'est pas justifiée pour les années antérieures à 2024 ; l'AMF en conclut qu'il résulte des éléments qu'elle a fournis devant la Cour qu'elle a touché des dividendes importants pour la période antérieure à la décision attaquée dans elle refuse de faire état, de sorte que la présentation de sa situation financière demeure incomplète ;

' son patrimoine financier : les éléments produits sont partiels et certains d'entre eux sont postérieurs à la date de la décision attaquée ;

' son patrimoine immobilier : l'avis de valeur qu'elle a produit indique que son terrain a une valeur supérieure à ce qu'elle prétend ; sa résidence principale a été acquise avec son conjoint, pour plus d'un million, grâce à des apports personnels et un emprunt dont le règlement des échéances ne lui revient qu'en partie ;

' sa dette fiscale : elle produit devant la Cour des avis d'imposition pour 2018 et 2019, qui ne suffisent pas à donner une vision exhaustive de sa situation.

181.L'AMF en conclut que le montant de la sanction prononcée est justifié au regard des circonstances de l'espèce et ne manifeste aucune disproportion au regard des différents critères légaux.

182.Le ministère public est du même avis.

Sur ce, la Cour :

183.L'article L. 621-15, II, du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 3 janvier 2018 au 23 octobre 2019, applicable à la date des faits et non modifié sur ce point dans un sens moins sévère, dispose :

« II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes : (...)

c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger :

1° s'est livrée ou a tenté de se livrer [...] à une manipulation de marché, au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission ».

184. Aux termes du III du même article, dans sa version également en vigueur du 3 janvier 2018 au 23 octobre 2019, applicable à la date des faits et non modifié sur ce point dans un sens moins sévère :

« Les sanctions applicables sont : (...)

c) pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c à h du II du présent article, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si celui-ci peut être déterminé ; les sommes sont versées au Trésor public (...)

Les sanctions pécuniaires prononcées en application du présent III peuvent faire l'objet d'une majoration, dans la limite de 10 % de leur montant, mise à la charge de la personne sanctionnée et destinée à financer l'aide aux victimes. ».

185. Il en résulte que Mme [R] encourt une sanction au plus égale à 100 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré des manquements.

186. En outre, le III ter du même article L. 621-15, dans sa rédaction en vigueur depuis le 11 décembre 2016, applicable à la date des faits et non modifié sur ce point dans un sens moins sévère, précise les critères à prendre en compte pour déterminer le montant de la sanction, selon les termes suivants :

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

' de la gravité et de la durée du manquement ;

' de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ;

' de la situation et de la capacité financières de la personne en cause au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ;

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

187. La loi encadre ainsi la mise en oeuvre des sanctions, en prévoyant, à titre indicatif, un ensemble de critères destinés à assurer leur individualisation.

188. En l'espèce, il convient d'examiner si le montant de la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de Mme [R] est concrètement proportionné et suffisamment dissuasif, eu égard aux critères précités. Pour réaliser cet examen, il convient de se placer à la date à laquelle la Commission des sanctions a statué et en l'état des éléments dont elle disposait à cette date (dans le même sens que CE, 12 mars 2014, n° 360642, 3 févr. 2017, req. n° 387581 et 16 mai 2022, n° 452191)

189. À cet égard, c'est à juste titre, en premier lieu, que la Commission des sanctions s'est fondée, pour apprécier la gravité du manquement, auquel elle a collaboré, sur la durée pendant laquelle le manquement s'est réalisé, de manière répétée, sur les trois titres concernés, à savoir six mois pour Gour Medical, un an pour Umalis et quatre mois pour CIOA, et non sur la seule période des trois mises en relation effectuées par Mme [R] auprès de M. [G].

190. La Cour ajoute que le manquement présente un certain degré de sophistication, le schéma manipulateur se décomposant en trois étapes : le ciblage et le démarchage, pour le compte d'un fonds d'investissement américain, des dirigeants de sociétés cotées françaises dont les titres étaient peu liquides ; la mise en relation et la présentation du « market making program » par le président d'une société de droit américain (M. [G]), afin d'améliorer la liquidité des titres ; l'exécution de ce programme, laquelle reposait, comme l'a constaté la Commission des sanctions (§ 199 de sa décision), sur les interactions coordonnées des différents intervenants conjuguant, notamment, les engagements de conservation des titres, pendant la durée du programme, des autres actionnaires historiques des sociétés concernées (« lock up »), le démarchage par des conseillers en investissements dans le but de susciter des ordres d'achat des titres, et la vente des titres en suivant les instructions de M. [G] afin que l'ensemble des ventes soit capté par les ordres d'achat suscités (pratique dite de « la bouilloire » soit « pump and dump »). Outre son caractère sophistiqué, le manquement a revêtu une dimension internationale, notamment au regard de la nationalité des investisseurs abusés, majoritairement des particuliers allemands (§ 268 de la décision).

191. À cet égard, c'est à juste titre, en deuxième lieu, que la Commission des sanctions a tenu compte des pertes subies

par des tiers, en se fondant sur les conclusions du rapport d'enquête, dont il ressort que ces particuliers majoritairement allemands auraient acheté pour environ 3 270 000 euros (montant net de frais) sur les périodes de transaction sur les titres concernés, en exécution du « market making program » et que le préjudice total des investisseurs sur les marchés de ces titres, pendant les périodes concernées, était estimé entre un montant de l'ordre de 2 200 000 euros (moins-value latente en valorisant les titres au marché sans tenir compte de l'illiquidité) et 3 300 000 euros (moins-value latente en tenant compte de l'illiquidité et en valorisant les titres à 0).

192. C'est également à juste titre, en troisième lieu, que la Commission des sanctions a tenu compte des gains ou avantages obtenus par Mme [R], en retenant qu'elle avait perçu une somme de 39 258,64 euros en exécution du « market making program » sur le titre Gour Medical (§ 282), ce qui n'est pas négligeable, notamment au regard du chiffre d'affaires de sa société Fauve Capital au cours de l'exercice 2018-2019.

193. C'est tout aussi à juste titre, en quatrième lieu, qu'elle a tenu compte du fait que la coopération de Mme [R] avait été difficile au stade de l'enquête, pour les raisons indiquées dans sa décision (§ 283), l'évolution positive de son niveau de coopération au cours de l'instruction n'étant pas susceptible d'influer, à la baisse, le montant de la sanction infligée, un tel comportement n'allant pas au-delà de ce qui est normalement attendu d'une personne mise en cause, a fortiori d'une professionnelle avertie des marchés financiers.

194. Quant à sa situation financière, c'est à juste titre que la Commission des sanctions a retenu (§ 284 et 285), en l'état des éléments dont elle disposait à la date à laquelle elle a rendu sa décision, soit le 24 janvier 2024, que Mme [R] justifiait, par son avis d'imposition établi en 2022, d'un revenu fiscal de référence de 12 803 euros, pour un salaire net de 14 226 euros en 2021, ainsi que d'un terrain en Dordogne d'une valeur estimée entre 41 507 et 45 877 euros, mais n'avait communiqué aucun élément pour justifier des autres sources de revenus ou de patrimoine qu'elle avait indiquées lors de son audition par le rapporteur, ce dont il ressort que Mme [R] ne rendait pas compte d'une situation précise et complète de sa situation financière.

195. Eu égard à l'ensemble de ces éléments, le montant de la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre de Mme [R] est proportionné et suffisamment dissuasif.

196. Il convient de rejeter le moyen sur ce point.

IV. SUR LA DEMANDE D'ANONYMISATION DE LA DÉCISION ATTAQUÉE

197. Aux paragraphes 303 et 304 de la décision attaquée, après avoir rappelé les dispositions du V de l'article L. 621-15 du

code monétaire et financier, la Commission des sanctions a rejeté la demande d'anonymisation de sa décision, formée notamment par Mme [R], aux motifs que cette demande n'était pas étayée et qu'en tout état de cause, il apparaît que la publication de cette décision n'était ni susceptible de causer à celle-ci un préjudice grave et disproportionné, ni de nature à perturber gravement la stabilité du système financier ou encore le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours. En conséquence, elle a décidé que sa décision devait être publiée sur le site Internet de l'AMF, sans anonymisation, pendant une durée de cinq ans à compter de la date de celle-ci.

198. La requérante demande à la Cour de réformer la décision sur ce point afin de bénéficier de son anonymisation. À l'appui de cette demande, elle fait valoir que cette décision a été largement diffusée, notamment par la presse nationale, à un moment décisif de son évolution professionnelle, destiné à se reconvertir, pour ne plus exercer d'activités en lien avec les marchés financiers, se concrétisant par la création d'une « start up », spécialisée dans la production de viande cultivée en laboratoire, pour laquelle elle est en recherche active de financements. Elle estime que l'absence d'anonymisation de cette décision de sanction compromet gravement son évolution et reconversion professionnelle, ainsi que la recherche de financements de cette société, à un stade où ces derniers sont nécessaires et urgents pour garantir le développement et la viabilité de l'entreprise.

199. Dans ses observations, l'AMF fait valoir que le préjudice de réputation allégué par Mme [R] est inhérent à toute publication d'une décision de sanction portant sur des faits d'abus de marché, qui sont graves comme l'a relevé le délégué du premier président dans son ordonnance du 10 juillet 2024. Elle en tire la conséquence que la publication de cette décision sous forme nominative ne saurait être regardée comme créant un préjudice disproportionné.

200. En outre, elle relève que les répercussions négatives de la publication de cette décision pour les recherches de financement de la société concernée, à les supposer établies, sont impropres à caractériser les conséquences disproportionnées invoquées par la requérante.

201. Elle en conclut que sa demande d'anonymisation ne pourra qu'être rejetée, celle-ci ne justifiant pas en quoi la publication non anonymisée de la décision est susceptible de lui causer un préjudice grave et disproportionné et, en tout état de cause, les conséquences de la publication n'étant nullement disproportionnées au regard de la gravité des manquements.

202. Le ministère public est du même avis.

Sur ce, la Cour :

203.L'article L. 621-15, V, du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur à compter du 11 décembre 2016, non modifiée dans un sens moins sévère, dispose :

« La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.

La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes :

a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données personnelles ;

b) Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours.

(...)

Lorsqu'une décision de sanction prise par la commission des sanctions fait l'objet d'un recours, l'Autorité des marchés financiers publie immédiatement sur son site internet cette information ainsi que toute information ultérieure sur le résultat de ce recours » (souligné par la Cour).

204.La Cour rappelle que cette publication, prévue par la loi, procède du principe fondamental de la publicité des décisions à forme et contenu juridictionnels.

205.En l'espèce, Mme [R] se borne à invoquer une recherche active de financements pour la société qu'elle a créée en vue d'effectuer une reconversion professionnelle, mais n'en justifie pas. En tout état de cause, ce motif n'est pas de nature à caractériser l'existence d'un préjudice grave et disproportionné, au sens de l'article L. 621-15 V, précité.

206.Il convient donc de rejeter sa demande.

PAR CES MOTIFS

La Cour, statuant publiquement,

DIT n'y avoir lieu au renvoi de la question préjudicielle portant sur l'interprétation des articles 12 et 15 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ;

REJETTE le recours formé par Mme [R] à l'encontre de la décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n° 2 du 24 janvier 2024 ;

REJETTE sa demande d'anonymisation de cette décision ;

CONDAMNE celle-ci aux dépens.

LE GREFFIER,

Valentin HALLOT

LA PRÉSIDENTE,

Françoise JOLLEC