

N° 396826
Société Euronext Paris

QPC

6^{ème} et 1^{ère} chambres réunies
Séance du 6 juillet 2016
Lecture du 22 juillet 2016

CONCLUSIONS

Mme Suzanne von COESTER, rapporteur public

Le fonctionnement des salles de marché a bien changé avec l'évolution des technologies, et l'attractivité des places financières s'en ressent.

Ainsi un récent article¹ met-il l'accent sur l'avantage géographique détenu par Londres, Singapour ou Tokyo par rapport à des places comme celle de Zurich, parce que situées dans des îles elles bénéficient d'une meilleure desserte, à moindre coût, par un cablage sous-marin qui accroît la vitesse de circulation des ordres financiers.

C'est en effet « la vitesse de l'éclair » qui est visée, pour les transactions dites à haute fréquence.

Egalement connues sous le nom de « trading à haute fréquence », ce sont des transactions automatiques, décidées à partir d'un « big data » de données boursières en fonction d'algorithmes informatiques et exécutées, à toute vitesse, par des opérateurs virtuels de marché, hors de toute analyse humaine traditionnelle - si ce n'est bien sûr pour la programmation des machines. Les vitesses de transaction se mesurent ainsi en microsecondes, et en cas d'écarts de prix à peine perceptibles l'algorithme le plus performant et d'exécution la plus rapide pourra générer du profit.

La fréquence des passages d'ordre peut techniquement atteindre jusqu'à 1000 exécutions de transactions par seconde.

L'Autorité des marchés financiers a dénoncé le risque d'un détournement de ces ordres à des fins de manipulation de marché.

Cependant, confrontée par ailleurs à la concurrence des plateformes de négociation depuis l'entrée en vigueur en 2008 de la directive 2004/39/CE qui a mis fin au monopole des bourses de valeur pour la négociation des ordres sur les instruments financiers, la société Euronext Paris, en charge de la gestion du marché réglementé Euronext, a entrepris de s'adapter à ces

¹ Eichengreen & al., « Cables, Sharks and Servers: Technology and the Geography of the Foreign Exchange Market », 2016, NBER

nouveaux modes de transactions, pour attirer ou du moins garder les nouvelles sociétés de trading dans la place.

Euronext a décidé de faire évoluer ses conditions tarifaires et le ratio ordres/transactions au-delà duquel des pénalités financières pouvaient être appliquées, en multipliant le nombre d'ordres par transaction par 10 (soit un plafond porté à 100 ordres par transaction contre 10 pour une auparavant).

Elle s'est par ailleurs dotée d'un programme d'expérimentations appelé « Programme Algorithme », qu'elle dit avoir ouvert à tous les opérateurs pratiquant les transactions à haute fréquence. De fait, elle ne semble pas lui avoir donné beaucoup de publicité et seule la société Madison Tyler Europe, aujourd'hui Virtu Financial Europe, en a profité.

Or, grâce à ce programme, cette société a pu développer son activité en bénéficiant d'une exemption des règles, tarifs et sanctions prévus en cas de dépassement du ratio ordres/transactions. Le montant de l'avantage qu'elle en a retiré, en termes d'économies, est évalué à plus de 19 millions d'euros.

En janvier 2014, à l'issue d'une enquête de l'AMF sur les interventions sur le marché de la société Madison Tyler Europe, le président de l'Autorité a notifié des griefs à la société Euronext Paris pour avoir manqué aux obligations professionnelles lui incombant en sa qualité d'entreprise de marché, qui lui imposent d'exercer ses activités avec neutralité et impartialité, dans le respect de l'intégrité du marché. La commission des sanctions a constaté le manquement dans une décision du 4 décembre 2015, sur le double fondement du 1° du I de l'article L. 421-11 du code monétaire et financier et de l'article 512-3 du règlement général de l'AMF, au vu des conditions et modalités de l'exemption accordée à MTE de manière non publique, sans contrepartie et sans limitation de durée, et de la disparité de traitement qui en a résulté.

Elle a infligé une sanction de 5 millions d'euros à Euronext. A l'appui de son recours contre cette sanction, la société Euronext soulève une question prioritaire sur la constitutionnalité des dispositions du 1° du I de l'article L. 421-11 du code monétaire et financier, au regard du principe de légalité des délits et des peines.

Ces dispositions, qui n'ont jamais été soumises à l'examen du Conseil constitutionnel, se lisent comme suit : « *I.-L'entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de :*
/ 1. Détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires ».

Elle se plaint d'une insuffisante précision de la définition des comportements susceptibles de donner lieu à sanction sur le fondement de cet article.

Vous savez qu'il découle du principe de légalité des délits et des peines, issu de l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, « la nécessité pour le législateur de définir les infractions en termes suffisamment clairs et précis pour exclure l'arbitraire » (Conseil constitutionnel, décision n° 80-127 DC du 20 janvier 1981). Ce principe s'applique aussi aux sanctions administratives infligées aux professionnels (décision n°88-248 DC du 17 janvier

1989 sur les décisions du Conseil supérieur de l'audiovisuel). Dans ce cas, l'exigence de précision n'a pas la même portée puisqu'il suffit que « les infractions soient définies par référence aux obligations auxquelles est soumise une personne en raison de l'activité qu'elle exerce ou de la profession à laquelle elle appartient », selon les termes de cette décision du Conseil constitutionnel et de votre décision *Banque d'Orsay* du 18 février 2011, n°322786, aux tables.

Le contentieux des sanctions infligées par l'Autorité des marchés financiers conduit à connaître de situations parfois inédites, qui avaient pu ne pas être initialement imaginées ; il n'est d'ailleurs pas étonnant que votre décision *Banque d'Orsay* ait été rendue en la matière ... Par cette décision, vous avez précisé que « lorsque l'AMF sanctionne un manquement à une obligation professionnelle, le juge vérifie si la règle en cause est suffisamment claire, de sorte qu'il apparaisse de façon raisonnablement prévisible par les professionnels concernés, eu égard aux textes définissant leurs obligations professionnelles et à l'interprétation en ayant été donnée jusqu'alors par l'AMF ou la commission des sanctions, que le comportement litigieux constitue un manquement à ces obligations ».

Disons d'emblée que la circonstance que la commission des sanctions n'ait jamais sanctionné le comportement litigieux ne suffit pas pour écarter le caractère suffisamment clair de l'obligation incombant au professionnel : ce n'est pas parce que c'est inédit qu'il n'y a pas manquement. Les autres dossiers au rôle de ce jour en rendent compte.

En l'espèce, l'obligation qui incombe spécifiquement à l'entreprise de marché de détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables d'un conflit d'intérêt entre les exigences du bon fonctionnement du marché dont elle a la responsabilité et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires nous paraît tout à fait suffisamment claire.

Cette obligation consiste simplement, pour l'entreprise de marché, à pouvoir justifier qu'elle a fait prévaloir le bon fonctionnement du marché sur son propre intérêt d'entreprise de marché.

Ce qui suppose notamment une politique de gestion des conflits d'intérêts, avec comme le prévoient les articles 512-4 à 512-6 du règlement général de l'AMF, une procédure de veille sur les situations susceptibles de donner lieu à conflit d'intérêts.

Ainsi, et sans préjuger du sort que vous réserverez en l'espèce à la sanction infligée, il nous semble qu'il incombe clairement à la société de marché de veiller à ce que les choix qu'elle opère dans son propre intérêt de place, par exemple pour attirer de nouveaux opérateurs ou prévenir leur fuite sur des plateformes de négociation, ne porte en rien préjudice au bon fonctionnement du marché dont elle a la charge, ce bon fonctionnement exigeant une parfaite neutralité de sa part.

Loin de ne comporter, par lui-même, aucune obligation précise, l'article L.421-11 formule clairement une telle obligation, distincte de celle énoncée à l'article 512-3 du règlement général de l'AMF, laquelle énonce l'obligation pour ces entreprises de marché d'exercer leurs activités avec diligence, loyauté, neutralité et impartialité, dans le respect de l'intégrité du marché.

En l'absence de question sérieuse quant à la suffisante précision de la loi sur ce point,

NCPCM qu'il n'y a pas lieu de transmettre la question soulevée au Conseil constitutionnel.