

N^{os} 396698, 396826
**Société Virtu Financial
Europe Limited
Société Euronext Paris SA**

**6^{ème} et 1^{ère} chambres réunies
Séance du 26 avril 2017
Lecture du 19 mai 2017**

CONCLUSIONS

M. Louis DUTHEILLET de LAMOTHE, rapporteur public

1. La présente affaire vous confrontera aux conséquences du « trading haute fréquence », c'est à dire du passage de transactions à très grande vitesse sur les marchés financiers. Le passage d'ordres et la conclusion des transactions sur les marchés financiers se sont profondément renouvelés sous l'influence d'un double mouvement : la libéralisation des marchés financiers et la progression des techniques informatiques. La première, notamment par la transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) n° 2004/39/CE du 21 avril 2004, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, a permis à d'autres marchés financiers de se développer à côté de l'opérateur historique, Euronext Paris. Quatre autres plateformes sont alors apparues : BATS, CHI-X, Nasdaq Europe et Turquoise. D'autre part, les évolutions techniques ont conduit les opérateurs de marché (les « traders ») à utiliser des programmes informatiques pour analyser les données du marché et le carnet des ordres passés par les autres opérateurs afin de prendre automatiquement une décision et de passer leurs ordres d'achat ou de vente : c'est le « trading algorithmique ». Et la technologie leur permet de le faire de plus en plus vite : c'est le « trading haute fréquence ». La vitesse est un atout pour être le premier à saisir une opportunité, un décalage intéressant entre des cours par exemple, et cette course à la rapidité a conduit les sociétés opérant sur les marchés à développer des serveurs de plus en plus puissants, allant jusqu'à louer aux entreprises de marché des locaux attenants aux serveurs du marché pour réduire la durée de prise en compte de leurs ordres. Cette rapidité permet de faire des arbitrages sur de tout petits montants, parfois de l'ordre du centime. La durée de réaction n'est plus de l'ordre de la minute ou de la seconde mais de la milliseconde et, comme l'illustre le présent dossier, les entreprises de marché doivent adapter leur fonctionnement face à ce nouveau phénomène. Elles s'adaptent pour améliorer la robustesse et l'efficacité de leurs propres serveurs et programmes logiciels ; elles adaptent également leurs règles de marché pour pouvoir réagir au dysfonctionnement de l'algorithme d'un opérateur ou aux interactions malheureuses entre algorithmes qui font plonger le marché ou au contraire conduisent à l'emballement d'un cours, tout cela en un instant : les entreprises de marché peuvent ainsi, parfois, interrompre les cotations, limiter les fluctuations, voire annuler rétroactivement une partie des ordres.

Si les marchés s'adaptent, c'est parce que les transactions algorithmiques à haute fréquence ne sont pas interdites. Le caractère bénéfique ou nocif de ces évolutions pour le marché fait débat et divise les professionnels et la doctrine : certains mettent en avant le caractère purement spéculatif de ces transactions, l'inégalité qu'elles introduisent entre les acteurs du marché, le danger que représente l'automatisme des transactions poussée à de telles vitesses pour le fonctionnement du marché, en s'appuyant sur plusieurs exemples de dysfonctionnements graves. D'autres les défendent, en mettant en avant le fait que les opérateurs à haute fréquence apportent au marché une précieuse liquidité : un marché est liquide s'il est possible à tout moment d'y acheter ou d'y vendre des titres sans que cela affecte significativement les prix, c'est-à-dire à peu près au prix de marché de la cotation affichée. Si peu d'acteurs interviennent sur le marché, il est possible que votre ordre d'achat ne trouvera pas un vendeur pour toute la quantité que vous souhaitez acheter ; son exécution nécessitera alors d'offrir un prix plus élevé et fera monter les prix. Avec des opérateurs à haute fréquence, vous trouverez toujours une machine prête à vous acheter ou à vous vendre des titres à un cours très proche du cours de marché.

Ce contexte rappelé, il faut souligner qu'il n'est pas question aujourd'hui de faire le procès du « trading à haute fréquence » : celui-ci est légal. Depuis les faits en cause dans cette affaire, la réglementation est venue apporter certains outils de régulation du « trading haute fréquence », mais ils ne sont pas en cause ici. Légale, cette forme d'intervention sur les marchés n'en est pas moins soumise aux obligations qui s'imposent à tout opérateur de marché, notamment celles de ne pas manipuler les cours et ne pas perturber le fonctionnement du marché. Et l'on peut attendre de ces opérateurs une vigilance toute particulière dès lors qu'ils mettent en œuvre ces techniques d'arbitrage automatique plus rapides que n'importe quelle intervention humaine. En l'espèce, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a sanctionné le 4 décembre 2015 Euronext, l'entreprise de marché qui opère sur le marché réglementé historique français, et l'entreprise Virtu, qui a succédé à l'entreprise Madison Tyler Europe Limited (ou MTE) qui opérait à l'époque des faits, pour des manquements liés à des transactions algorithmiques à haute fréquence. Ces deux sociétés vous demandent l'annulation des sanctions.

2. Les faits concernent la stratégie d'arbitrage de la société MTE entre mars 2009 et juin 2010, soit une période de seize mois, et plus spécifiquement les ordres passés entre le 21 juillet et le 2 septembre 2009, soit un peu plus d'un mois. Cette stratégie, quoiqu'impliquant des techniques informatiques sophistiquées, était, pardonnez-nous l'expression, « simple comme bonjour », à l'achat ou à la vente. MTE était inscrit sur les cinq plateformes, Euronext et les quatre plateformes alternatives. MTE détectait sur une plateforme le meilleur prix à l'achat, offert par un tiers pour un titre, mettons 100, qui est dénommé « ordre support ». MTE passait alors sur les quatre autres plateformes un prix à l'achat légèrement inférieur, mettons 99. Si l'un de ces quatre ordres vient à être exécuté, MTE dépense 99 pour obtenir le titre, annule les trois autres et vend immédiatement le titre à l'opérateur qui offre 100, en répondant à « l'ordre support ». MTE gagne 1. Et symétriquement pour des ordres à la vente. Autrement dit, MTE, qui est inscrite sur toutes les plateformes et dispose de systèmes très performants, exploite la différence d'information entre les opérateurs des différentes plateformes car, dans un monde idéal, personne ne répondrait à son offre d'achat à 99 alors qu'il y a une offre à 100 sur une autre plateforme. Pour fonctionner, cette stratégie impliquait de réagir très vite à l'évolution des ordres support : dès que 100 devenait 99, il fallait annuler les offres de MTE à 99 pour les changer en 98, etc. Cela entraîna un tourbillon d'ordres

impressionnant : selon la commission des sanctions, sur la période considérée, environ 40 jours, les cinq plateformes et les 27 titres objets de l'enquête, nous avons près de 314 millions d'ordres entrés, annulés ou modifiés ; sur Euronext, ce sont les deux tiers des interventions pour 7% des transactions ; dans 90% des cas, il y a moins de 10 millisecondes entre deux ordres et 5,5 millions d'ordres ont duré moins de 2 millisecondes. Sauf que cette stratégie n'aurait pas dû être rentable car elle implique d'annuler beaucoup d'ordres avant d'en exécuter un seul. Selon la commission des sanctions, MTE a passé, sur Euronext, 251 messages pour 1 exécuté ; sur Turquoise, 877 pour 1 exécuté. Or, en principe, Euronext applique une pénalité dès que moins d'un ordre sur 100 est exécuté : on parle du « ratio de 1/100 ». ¹ Si la stratégie a fonctionné, c'est parce qu'Euronext a, sur la période des seize mois en cause, exempté MTE de cette pénalité : MTE ne prenait pas le risque d'avoir à payer des pénalités importantes. Cette exemption est au fondement des sanctions prononcées de 5 millions contre chacune de ces deux sociétés. Nous en venons maintenant aux moyens dirigés contre chacune des sanctions, en commençant par Euronext. Ces moyens sont nombreux et nous les regrouperons donc par famille.

3. La société Euronext Paris a été sanctionnée pour avoir manqué à deux obligations professionnelles : gérer le marché avec neutralité et impartialité, sur le fondement de l'article 512-3 du règlement général de l'AMF ; détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables pour le marché et ses membres des conflits d'intérêt entre l'intérêt du marché et les intérêts propres de l'entreprise de marché ou ceux de ses actionnaires, sur le fondement de l'article L. 421-11 du code monétaire et financier. La compétence de la commission des sanctions s'agissant d'une entreprise de marché résulte de l'article L. 621-15 du même code.

3.1 Le manquement à la neutralité nous semble caractérisé. Il ressort des éléments relevés par la décision et du dossier qu'Euronext a effectivement accordé cette exemption à MTE pendant seize mois. Or cela représentait un avantage considérable pour un opérateur à haute fréquence ; son attribution s'est faite de façon opaque et sans que les autres opérateurs du marché en soient avertis. Euronext a soutenu que l'exemption avait été accordée dans le cadre d'un « programme Algorithme » destiné à lui permettre, en accordant ces exemptions, d'améliorer ses systèmes dans un contexte de concurrence accrue entre les plateformes et de montée des transactions à haute fréquence. Il semble d'ailleurs qu'Euronext a effectivement profité de l'expérience pour améliorer ses systèmes. Mais ce « programme » n'a donné lieu à aucune documentation officielle, aucun appel à manifestation d'intérêt, aucun critère d'inéligibilité ; aucune limitation de durée n'était prévue, aucune information des autres membres du marché n'a été organisée. Si trois autres sociétés ont pu bénéficier d'une exemption ou d'un ratio moins contraignant, ce fut pour de brèves durées de deux à quatre mois, avec des contreparties, dans le cadre d'un programme distinct et surtout cela ne fait pas disparaître le manquement. Cette exemption exceptionnelle, secrète et gratuite, a permis à MTE de développer sa stratégie, de multiplier les ordres, modifications et annulations d'ordres sans crainte de pertes, tant et si bien que les autres opérateurs ne pouvaient plus analyser correctement le carnet d'ordres puisqu'ils le lisaient en supposant qu'une stratégie telle que celle de MTE ne serait pas rentable, du fait des pénalités, et que ces ordres devaient donc correspondre, peu ou prou, à une offre et une demande plus substantielle. En procédant ainsi, la société Euronext Paris a bien manqué de neutralité : non seulement elle a accordé à

¹ Le ratio d'Euronext et les chiffres issus de l'enquête et de l'instruction de l'AMF mentionnés sont calculés selon des numérateurs différents. La commission des sanctions l'a reconnu tout en estimant dans sa décision que le ratio de 1/100 d'Euronext avait été dépassé.

un opérateur un avantage dont ne bénéficiaient pas les autres, mais elle l'a aussi fait de telle manière que les autres opérateurs ignoraient l'octroi de cet avantage, ce qui faussait leur analyse du carnet d'ordres. Le fait qu'il n'était alors pas obligatoire d'instituer un tel ratio ou qu'Euronext aurait eu le droit de pratiquer des tarifs différenciés selon ses clients, est sans incidence sur le manquement, qui tient aux conditions d'octroi de cette exemption. Vous écarterez également la critique selon laquelle l'obligation de transparence pesant sur Euronext n'était pas raisonnablement prévisible et méconnaît le principe de légalité des délits interprété par votre décision *Banque d'Orsay* (CE, 18 février 2011, n° 322786, T) : l'article du règlement de l'AMF est clair et formule une « règle de bonne conduite » incontestable correspondant aux « obligations professionnelles » qu'il revient à ce règlement de préciser en application de l'article L. 621-7 du code monétaire et financier. Il est éclairé par le cadre législatif applicable : au frontispice de la réglementation sur les marchés financiers, à l'article L. 421-1, le législateur a placé l'exigence que le marché réglementé fonctionne sur la base de « règles non discrétionnaires », c'est-à-dire sans appréciation personnelle de l'entreprise en fonction des opérateurs et des cas de figure mais sur la base de critères prédéterminés et connus. Et pour les raisons indiquées, il nous semble qu'il n'y a pas plus d'erreur à avoir estimé que ces faits ont porté atteinte à l'intégrité du marché, en méconnaissance du même article du règlement. Si vous avez appliqué de façon restrictive cette règle pour les opérateurs du marché, par votre jurisprudence *M. D...* du 13 juillet 2006 (n° 259231, Rec.), en la limitant aux « opérations anormales et frauduleuses », il n'en va pas de même pour l'entreprise de marché elle-même.

3.2 S'agissant du second manquement reproché à Euronext, il consiste à avoir méconnu l'article L. 421-11 imposant de prévenir et de gérer les conflits d'intérêts entre le bon fonctionnement du marché et les intérêts propres de la société de marché ou de ses actionnaires. Ce conflit d'intérêt est structurel et inévitable : il ne peut être reproché à Euronext. La société doit seulement éviter qu'il ne se traduise par des décisions contraires à l'intérêt du marché. Le pourvoi critique le fond et la motivation de cet aspect de la décision, ce dernier moyen étant opérant (CE, 28 février 2011, *M. G...*, n° 316854, T.). La commission déduit ce manquement du premier par une motivation effectivement très brève : elle relève que « les intérêts légitimes invoqués par Euronext pour prendre une telle décision n'en étaient pas moins contraires, dans les modalités de mise en œuvre, aux exigences de bon fonctionnement du marché ». Il y a donc, selon elle, un conflit entre l'intérêt du marché et un autre « intérêt légitime », dont on comprend entre les lignes qu'il s'agit de l'intérêt commercial d'Euronext : la présentation initiale de la décision rappelle qu'Euronext doit faire face à la concurrence nouvelle des plateformes alternatives et à la montée du trading haute fréquence. Le rapport du rapporteur avait également développé ce point. Il est exact qu'Euronext a fait primer ses objectifs de développement commercial sur la transparence et la neutralité, nécessaires au bon fonctionnement du marché. Le manquement à cette seconde obligation nous semble donc également caractérisé et vous pourrez, croyons-nous, faire l'effort d'admettre sa motivation succincte.

Est enfin critiquée la proportionnalité de la sanction de 5 millions d'euros, notamment au regard des résultats d'Euronext (elle représente 5% de son résultat net de près de 100 millions d'euros) et au regard de l'absence de profit personnel résultant du préjudice causé. Mais les faits nous semblent au contraire particulièrement graves pour une entreprise de marché : en attribuant sans publicité un avantage décisif pour un opérateur à haute fréquence (si décisif que ces ratios sont aujourd'hui devenus un élément central de la régulation des opérateurs à

haute fréquence), Euronext a permis à l'un des opérateurs d'adopter une stratégie d'arbitrage que les autres acteurs ne pouvaient adopter, sauf à risquer des pertes, et ne pouvaient pas non plus comprendre. La commission a également tenu compte de la très rapide progression du résultat d'Euronext. Selon nous, vous pourrez confirmer le montant de la sanction de 5 millions d'euros.

4. Nous en venons maintenant aux reproches faits à la société MTE, aujourd'hui société Virtu. La mise en œuvre de la stratégie d'arbitrage de MTE entre le 21 juillet 2009 et le 2 septembre 2009 a été qualifiée par la commission des sanctions comme trois manquements : une manipulation de cours consistant à émettre des ordres donnant des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers (a du 1° de l'article 631-1 du règlement général) ; une manipulation de cours consistant à s'assurer une position dominante sur le marché avec pour effet la création de conditions de transaction inéquitables pour les autres opérateurs (b du 2° du même article) ; une méconnaissance d'une règle de marché fixée par Euronext et approuvée par l'AMF interdisant « *d'adopter un comportement qui pourrait causer une dégradation du service ou empêcher un fonctionnement ordonné du marché* ».

4.1 S'agissant des deux premières qualifications, elles concernent les mêmes faits, et la commission n'a, à nos yeux, pas sanctionné deux manipulations distinctes mais motivé sa décision en démontrant que la manipulation était constituée au regard de deux des critères et exemples non exhaustifs donnés par le règlement général. La motivation de la commission des sanctions repose sur trois éléments principaux : d'abord, le caractère massif de la stratégie de MTE, à la fois dans le nombre d'ordres passés, le nombre d'annulations, la durée de vie extrêmement brève des ordres et le relativement faible nombre de transactions conclues ; ensuite, l'ignorance des autres opérateurs de l'exemption de pénalité pour annulation de plus de cent ordres pour un exécuté dont bénéficiait MTE ; enfin, un léger décalage temporel entre la confirmation à MTE de ses ordres et leur prise en compte dans le carnet d'ordres accessible à tous les opérateurs.

C'est le second de ces éléments qui est crucial : sans l'information sur l'exemption du ratio maximal ordres/transactions dont bénéficiait MTE, les autres membres d'Euronext ne pouvaient pas comprendre la signification des très nombreux ordres passés par MTE. La stratégie de MTE était gourmande en annulation d'ordres. Exemptée de pénalité, MTE pouvait systématiquement passer sur Euronext un ordre à une valeur très proche de la valeur de « l'ordre support » sans craindre de devoir l'annuler dès que cet ordre support aurait varié ou disparu et sans être gêné par le fait que, même lorsque la stratégie fonctionnait, cela correspondait toujours à un ordre exécuté pour trois annulés sur les autres plateformes. Un opérateur non favorisé n'aurait pu systématiquement agir ainsi et aurait donc dû passer des ordres qui correspondaient à des motifs d'achat ou de vente légèrement plus pérennes. La représentation de l'offre et de la demande à travers le carnet d'ordre d'Euronext ne pouvait donc plus être correctement décodée par les autres membres d'Euronext, ce que MTE ne pouvait ignorer.

Le caractère massif des interventions de MTE, que nous vous avons décrit, vient caractériser la manipulation de cours uniquement parce qu'il s'appuie sur ce premier élément. Sans cette activité très importante de MTE, on aurait une gêne à estimer que passer davantage d'ordres, et plus vite, selon une stratégie d'arbitrage parfaitement rationnelle qu'on souhaite réellement

mener à terme, constitue une manipulation de cours. Mais l'utilisation de l'exemption accordée à l'insu des autres opérateurs, ce que MTE ne pouvait ignorer, a contribué à ce que la partie du carnet d'ordres due aux interventions de MTE donnent des « indications trompeuses ». De même, nous pensons que l'AMF a, sans erreur de droit, estimé qu'une position dominante sur le marché peut résulter des seuls ordres passés et non des transactions exécutées (pour un précédent de la commission des sanctions, v. décision du 9 avril 2009, *Sté SAFE S.p.a.*, n° SAN-2009-17) et que telle était la position de MTE au regard des chiffres rappelés. Les « conditions de transactions inéquitables » résultent également du fait que, selon la décision « *les interventions massives et extrêmement rapides de MTE sur les 27 titres en cause ont considérablement altéré la représentation pour tout opérateur des carnets d'ordres et de l'état de l'ordre et de la demande (p. 20)* ». Ajoutons que, dans des cas rares mais avérés, l'algorithme de MTE a réagi face à lui-même, démultipliant des entrées et annulation d'ordres sans fondement, ce qui a également contribué à déformer la représentation donnée par le carnet d'ordre par rapport à la réalité de l'offre et de la demande.

Cette confusion, il ressort clairement du dossier que MTE ne l'a pas recherchée en elle-même : il n'y avait pas d'intention manipulative et vous devrez déterminer si celle-ci est nécessaire pour caractériser une manipulation de cours. Cette question est importante, d'autant plus que votre décision *M. T...* du 20 mars 2013 (n° 356476) a jugé qu'il était possible d'établir la manipulation de cours en se fondant sur des interventions inhabituelles sur un marché ayant eu « pour objet » de fixer le cours d'instruments financiers à un niveau anormal. Mais cette décision ne nous semble nullement exclure que la manipulation puisse être également retenue lorsqu'une stratégie avérée d'arbitrage a eu « pour effet » de troubler les cours ou, en l'espèce, la représentation de l'offre et de la demande. Un professionnel, en cette matière, doit tout mettre en œuvre pour ne pas passer des ordres qui ont un tel effet de déformation de la perception de l'offre et de la demande, même si ce n'est pas l'objectif qu'il poursuit. La réglementation française ne comporte aucune condition liée à l'intention, ni à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, ni à l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, contrairement à la réglementation antérieure de la commission des opérations de bourse.

La réglementation européenne ne fait pas plus référence à une intention manipulative. La cour de cassation a jugé que la sanction d'une manipulation de cours sur le fondement du 1° de ce même article 631-1 du règlement général « *n'exige pas que soit rapportée la preuve que ce comportement avait pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé* » (Cass. comm., 10 nov. 2009, n° 08-21/073, inédit). C'est également la jurisprudence de la commission des sanctions. Cette absence d'élément intentionnel fait l'objet de critiques de la doctrine (v. *Martin, Deseuze, Bouaziz, Les abus de marché, LexisNexis 2013, n° 428ss*). Ce que refuse la doctrine, à juste titre, c'est qu'un achat ou une vente massive de titres, qui va faire varier les cours mais a été motivé par des motifs économiques distincts et non par l'objectif de faire varier les cours, soit qualifié de manipulation de cours. La doctrine présente parfois cette jurisprudence comme une simple dispense probatoire, l'intention étant nécessaire mais pouvant être déduite de l'élément matériel (Chacornac, *Manquement d'une entreprise de marché à ses obligations professionnelles – Manipulation de cours par recours au trading algorithmique*, Revue de droit bancaire et financier n° 1, janvier 2016, Lexisnexis). Il faut distinguer deux cas où la preuve d'une intention n'est pas requise : celui où un manquement nécessite une intention de le commettre mais où cette intention est en première analyse suffisamment établie par

l'élément matériel du manquement, le mis en cause pouvant toujours se dédouaner en établissant sa bonne foi ; et le cas d'un véritable manquement non intentionnel, qui sanctionne une faute d'imprudence ou de négligence qui a permis à l'élément matériel du manquement de se produire. Ici, il est clair que l'intention de MTE n'était nullement de donner une image trompeuse du marché, mais elle ne pouvait pas ignorer les effets de ses interventions massives au bénéfice d'une exemption n'ayant pas fait l'objet d'une publicité adéquate. La question est délicate et nous ne vous proposons pas de vous prononcer sur tous les cas de manipulations de cours mais sur celui qui vous intéresse aujourd'hui. Il nous semble possible, au regard des textes, de sanctionner ici une manipulation de cours sans intention manipulatoire, caractérisée par le fait que des ordres massifs ont abouti à donner des informations trompeuses sur l'état du marché, ou ont entraîné une position dominante qui a eu le même résultat, et entraîné des conditions de transactions inéquitable.

Cela nous conduit à vous parler brièvement du troisième élément retenu par la commission des sanctions : il y avait un décalage temporel pouvant atteindre 5 millisecondes entre la confirmation envoyée à MTE de ce que son ordre avait été pris en compte et l'information donnée par Euronext à tous les membres sur l'ensemble des ordres, l'actualisation du carnet d'ordres. Lorsqu'un ordre de MTE avait une durée de vie de moins de 2 millisecondes, soit 5,5 millions d'ordre sur la période considérée, les autres opérateurs étaient informés de l'ordre à un moment où cet ordre n'existait déjà plus. Ce décalage a donc eu pour effet d'accentuer fortement le décalage entre le carnet d'ordres et la réalité de l'offre et de la demande. MTE conteste la réalité de ce décalage, qui nous semble pourtant établi par le dossier et surtout fait valoir qu'il s'appliquait à tous les opérateurs intervenant à haute fréquence et est « *la résultante de circonstances techniques [qui] ne sont pas imputables aux intervenants sur le marché* (p. 34) ». C'est aussi notre opinion. La commission a pris en compte ce décalage mais elle n'a pas établi quel manquement était reproché à MTE vis-à-vis de cet élément technique qui dépend d'Euronext. A aucun moment de la procédure il n'a été établi que MTE a aggravé le décalage ou joué du décalage, ce qui aurait impliqué de montrer que la société avait une connaissance précise de cet élément technique dont elle conteste la réalité. Dans ces conditions, nous vous proposons de censurer ce motif de la décision.

L'ayant fait, vous pourrez quand même constater qu'eu égard aux éléments que nous vous indiquons, la manipulation de cours est établie au regard des deux qualifications retenues par la commission des sanctions. Il vous faudra encore écarter trois critiques. D'abord, les critères posés par ces textes comme leur application au cas de l'espèce ne nous semble pas contraires au principe de légalité des délits, au regard des critères posés par votre jurisprudence *Banque d'Orsay* déjà mentionnée. Il n'y a pas non plus eu d'application rétroactive de normes de régulation du trading à haute fréquence postérieure.

Deuxième critique : l'article 631-1 du règlement général exclut la qualification de manipulation de cours lorsque l'opérateur peut établir la légitimité de son comportement « et » sa conformité à une « pratique de marché admise », ces pratiques faisant l'objet d'une publication par l'AMF en vertu de l'article 612-4 du règlement. Le texte pose, contrairement à ce qui est soutenu, deux conditions cumulatives : il s'agit d'un cas limite où un comportement qui répond aux critères de la manipulation de cours n'est pas sanctionnable car il a été examiné et admis *ex ante*. En l'espèce, aucune pratique de marché admise ne pouvait être invoquée par MTE. MTE fait valoir que l'article 2 de la directive 2004/72 du 29 avril 2004 relative à l'admission des pratiques de marché demande aux Etats membres de veiller à ce que

« les pratiques de marché, en particulier lorsqu'elles sont nouvelles ou émergentes, ne soient pas considérées comme inacceptables par l'autorité compétente du simple fait qu'elles n'ont pas encore été formellement reconnues sur le marché concerné », obligation non reproduite en droit français mais qui est en tout état de cause d'effet direct. Nous ne pensons pas que la commission l'ait méconnue : elle était saisie d'un moyen en défense de Virtu invoquant la légitimité de son comportement et elle a objecté que cela ne suffit pas dès lors qu'aucune pratique de marché correspondante n'est admise ; le débat ne portait pas sur la future reconnaissance, par ailleurs inenvisageable à nos yeux, d'une pratique émergente relative à l'utilisation d'une exemption non publique.

Enfin, nous vous proposons d'écarter la troisième critique en jugeant que la commission pouvait légalement estimer que le manquement était constitué pour l'ensemble de la période d'une quarantaine de jours en l'ayant établi précisément à partir de l'analyse des flux d'ordres pour le seul titre EDF pour la seule journée du 28 août 2009, dès lors qu'il est établi que l'algorithme en question a fonctionné durant toute la période en bénéficiant de l'exemption de pénalités. S'il faut certainement établir suffisamment le manquement pour toute la période, vous avez admis, par exemple, qu'un faisceau d'indices pouvait permettre, à défaut de preuve matérielle, d'établir une manipulation de cours (CE, 30 décembre 2010, *M. T...*, n° 326987, Rec. ; 6 avril 2016, *M. R...*, n° 374224, Rec.). En l'espèce, il faudrait analyser des millions d'ordres : la preuve matérielle existe mais il est matériellement très difficile de l'exploiter sur toute la période. Dans ces conditions, nous pensons que vous pouvez admettre la technique par extrapolation utilisée par la commission : l'algorithme a produit ses effets le 28 août 2009, il a fonctionné sur toute la période, les conditions de production de ces effets n'ont pas varié durant la période (stratégie identique, caractère massif des interventions, non publicité de l'exemption) et aucun élément du dossier, notamment apporté par la société Virtu ne conduit à remettre en cause cette conclusion.

Si vous nous avez suivi jusque là, vous aurez écarté l'ensemble des moyens d'insuffisance de motivation, d'erreurs de droit, d'erreurs matérielles et de qualification juridique critiquant les deux qualifications de manipulations de cours retenues par la décision.

Les faits ont également été qualifiés par la commission de méconnaissance de la règle de marché d'Euronext qui interdit de troubler le fonctionnement du marché. Là encore, la qualification apparaît en partie redondante. La doctrine a noté que c'est la première fois qu'est sanctionnée la méconnaissance d'une règle édictée par l'entreprise de marché. Le II de l'article L. 621-15 prévoit que la commission peut sanctionner la méconnaissance des « règles professionnelles approuvées par l'AMF » ; or les règles de marché édictées par une entreprise de marché pour un marché réglementé doivent être approuvées par l'AMF en vertu de l'article L. 421-10 du code. La commission était donc bien compétente et nous pensons que vous pourrez écarter les moyens d'erreur matérielle, d'erreur de droit et d'erreur de qualification juridique dès lors que le comportement de MTE empêchait un « fonctionnement ordonné » du marché. Nous vous proposons seulement de censurer à nouveau le motif tiré du décalage entre le flux de confirmation et l'actualisation du carnet d'ordre, qui ne nous semble pas pouvoir être pris en compte.

Ayant censuré certains des motifs de la décision, vous devrez vous prononcer comme juge de plein contentieux sur la sanction, en tenant compte de l'argumentation de la requérante. Le profit réalisé sur toute la période considéré est de 782 000 euros : contrairement à ce qui est soutenu, c'est un point de repère que vous pouvez prendre en compte même s'il ne s'agit pas du profit lié au seul manquement. Ce manquement est constitué parce qu'un acteur professionnel du « trading à haute fréquence », tel MTE, doit faire preuve d'une vigilance particulière et veiller à ce que les conditions d'intervention de ses algorithmes ne puissent donner une image trompeuse de l'offre et de la demande ou perturber le marché. Et ce manquement est grave. Outre les éléments relevés par la commission des sanctions, deux points nous semblent toutefois devoir être soulignés. D'abord, le manquement de MTE n'a été possible que du fait du manquement d'Euronext et d'un manque de publicité imputable à Euronext. Ensuite et surtout, si vous nous avez suivi pour censurer la prise en compte du décalage technique entre confirmation des ordres et actualisation du carnet d'ordres, vous constaterez à la lecture de la décision de la commission, que cet élément avait lourdement pesé dans son appréciation. Eu égard à ces éléments, nous vous proposons de ramener la sanction à 3 millions d'euros.

Pour les deux sanctions, il nous semble qu'il faut maintenir la sanction complémentaire de publication. Celle-ci ayant déjà commencé à prendre effet, il y aura lieu de publier la réformation de la sanction de la société Virtu (CE, 17 décembre 2008, *Société Oddo et Cie*, n° 316000, Rec.)

EPCM nous concluons :

- à ce que la sanction infligée à la société Virtu soit ramenée à 3 millions d'euros ;
- à la réformation de la décision attaquée dans le sens indiqué ;
- au rejet du surplus des conclusions, notamment celles présentées au titre de l'article L. 761-1 du code de justice administrative.