



La Commission des sanctions

DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DE LA SOCIETE GETCO EUROPE LTD

- La 1^{ère} section de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après : « **AMF** ») ;
- Vu la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initié et les manipulations de marché et la directive 2003/124/CE portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE ;
 - Vu le règlement européen n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché ;
 - Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-10, L. 621-14, L. 621-15, R. 621-5 à R. 621-7 et R. 621-38 à R. 621-40 ;
 - Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 631-1 et 631-2 ;
 - Vu la notification de grief adressée le 3 juin 2015 à la société Getco Europe Ltd, par courrier avec demande d'avis de réception ;
 - Vu la décision du 5 juin 2015 du président de la Commission des sanctions désignant Mme France Drummond, membre de la Commission des sanctions, en qualité de rapporteur ;
 - Vu le courrier avec demande d'avis de réception du 5 juin 2015 informant la mise en cause de la désignation de Mme France Drummond en qualité de rapporteur et de la faculté qui lui était offerte d'être entendue, à sa demande, conformément au I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier ;
 - Vu le courrier avec demande d'avis de réception du 16 juin 2015 informant la mise en cause, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, de la faculté qui lui était offerte de demander la récusation du rapporteur dans un délai d'un mois ;
 - Vu le courrier du 7 juillet 2015 par lequel le rapporteur a demandé au Secrétaire général de l'AMF la traduction en langue française des passages du rapport d'enquête écrits en langue anglaise, traduction qui a été transmise le 26 août 2015 ;
 - Vu les courriers des 24 juin et 16 juillet 2015 adressés au rapporteur par lesquels les conseils de la société Getco Europe Ltd ont sollicité la communication de pièces ;
 - Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 4 août 2015 informant le conseil de la société Getco Europe Ltd, en réponse à une demande du 16 juillet 2015, que le délai dont elle disposait pour présenter ses observations était prolongé jusqu'au 30 septembre 2015 et que ses demandes de communication de pièces avaient été transmises au Secrétaire général par courrier du même jour ;
 - Vu le courrier du 14 septembre 2015, remis par porteur le même jour, transmettant à la société Getco Europe Ltd les documents qu'elle avait sollicités ainsi que les traductions demandées par le rapporteur, produits par le Secrétaire général de l'AMF le 26 août 2015 ;
 - Vu les observations en réponse à la notification de grief de la société Getco Europe Ltd déposées le 30 septembre 2015 ;

- Vu les documents produits par le Secrétaire général de l'AMF le 12 novembre 2015 en réponse à une demande de la société Getco Europe Ltd du 21 septembre 2015 et leur remise à cette dernière le 16 décembre 2015 ;
- Vu le courrier du rapporteur adressé à la société Getco Europe Ltd par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 17 décembre 2015 accordant à cette dernière un délai expirant le 12 février 2016 pour présenter des observations complémentaires à la suite de la remise susvisée du 16 décembre 2015 ;
- Vu les observations complémentaires de la société Getco Europe Ltd annoncées par courriel du 12 février et déposées le 15 février 2016 ;
- Vu le courrier du rapporteur du 12 février 2016 demandant au Secrétaire général de l'AMF des éléments complémentaires, la production par ce dernier, le 26 février 2016, de documents en réponse et le courrier les transmettant le même jour, par porteur, aux conseils de la société Getco Europe Ltd ;
- Vu le procès-verbal d'audition de la société Getco Europe Ltd du 29 février 2016 ;
- Vu le courrier du rapporteur, adressé par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 22 mars 2016, accordant à la société Getco Europe Ltd, à la suite du courrier du 8 mars 2016 de ses conseils, un délai expirant le 7 avril 2016 pour fournir les éléments demandés lors de son audition et les documents produits en réponse par Getco Europe Ltd le 6 avril 2016 ;
- Vu le rapport de Mme Drummond du 18 avril 2016 ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à la société Getco Europe Ltd le 18 avril 2016 convoquant cette dernière à la séance de la Commission des sanctions du 3 juin 2016 ;
- Vu la lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 28 avril 2016 informant la société Getco Europe Ltd de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance et de la faculté de demander, conformément aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou plusieurs de ses membres ;
- Vu les observations de la société Getco Europe Ltd déposées le 3 mai 2016 ;
- Vu les observations du représentant du Collège déposées le 19 mai 2016 ;
- Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 3 juin 2016 :

- Mme France Drummond, en son rapport ;
- M. Hubert Gasztowtt, représentant le directeur général du Trésor, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- Mme Virginie Adam, représentant le Collège de l'AMF ;
- la société Getco Europe Ltd, représentée par [...], General council of KCG Holdings Inc dont Getco Europe Ltd est une filiale et membre du conseil d'administration de Getco Europe Ltd, dûment habilité, accompagné de [...], Chief compliance officer of KCG Europe Ltd, et assistée par ses conseils, Me Jean-Yves Garaud et Cécile Biadatti ;
- Mmes Catherine Bonneville et Claire Guerrero, interprètes ;

La mise en cause et ses conseils ayant eu la parole en dernier.

FAITS ET PROCÉDURE

Fondée en 2003, la société de droit anglais Getco Europe Ltd (ci-après : « **Getco** ») était, jusqu'en décembre 2012, filiale à 100% de la société américaine Getco Holding Company, LLC.

Elle était, en 2010, l'un des plus importants acteurs de *trading* haute fréquence intervenant sur des valeurs européennes. Agréée et régulée par la *Financial Services Authority* (aujourd'hui *Financial Conduct Authority*) au titre de son activité de négociation pour compte propre, elle officiait sur les marchés financiers français en libre prestation de services, en tant que membre de marché d'Euronext Paris.

A la suite de la fusion des sociétés mères des groupes Getco et Knight Capital en décembre 2012 et de la création subséquente du groupe KCG Holdings Inc, l'activité de *trading* de Getco, devenue filiale de la société mère KCG Holdings Inc., a été transférée à une société sœur du groupe.

Getco avait une activité d'apporteur de liquidité ou de teneur de marché sur différentes bourses européennes. Pour les sept valeurs, objet de l'enquête, elle intervenait sur Euronext Paris et sur deux autres plateformes de négociation, BATS et ChiX.

La stratégie de base de Getco consistait à déterminer un cours théorique sur un titre particulier, à émettre des ordres d'achat ou de vente, respectivement en dessous ou au-dessus de ce cours, et à ajuster les ordres émis en fonction de l'évolution de celui-ci.

Pour mettre en œuvre cette stratégie, chaque *trader* élaborait, à partir d'une matrice algorithmique commune, des « modèles » qui pouvaient être paramétrés différemment et utilisés simultanément sur un même titre.

Un modèle avait trois composantes :

- le calcul du cours théorique du titre, propre à chaque modèle et calculé essentiellement en tenant compte des meilleures limites des carnets d'ordres des titres des trois plateformes (Euronext Paris, BATS et ChiX) ainsi que de l'évolution du marché des *futures* ;
- la logique de placement des ordres, qui déterminait comment et sur quelle(s) plateforme(s) placer les ordres à l'achat et à la vente, en tenant compte d'une marge ;
- les paramètres de risque qui, en cas d'achat ou de vente de titres par le modèle, lui permettaient de s'adapter en fonction de la position de titres détenue.

À la suite du signalement par la division de la Surveillance des marchés d'un comportement suspect de Getco sur plusieurs valeurs cotées sur Euronext Paris, le Secrétaire général de l'AMF a ouvert une enquête le 19 mai 2011 portant sur les interventions de Getco sur le marché des titres Crédit Agricole (FR0000045072), BNP Paribas (FR0000131104), AXA (FR0000120628), Alcatel-Lucent (FR0000130007), Vallourec (FR0000120354), Société Générale (FR0000130809), Total (FR0000120271), à compter du 1^{er} janvier 2010.

L'examen des carnets d'ordres des plateformes Euronext Paris, BATS et ChiX a révélé l'existence sur les titres précités, pendant certaines phases et en nombre bien supérieur sur les deux dernières plateformes, d' « ordres scintillants » ou « *flickering orders* » consistant soit en des ordres oscillants entre deux limites de prix, soit en des ordres saisis et immédiatement annulés.

A l'issue de l'enquête, conformément aux dispositions de l'article 144-2-1 du règlement général de l'AMF, la direction des enquêtes et des contrôles a, par lettre recommandée avec avis de réception, adressé le 5 août 2014, une lettre circonstanciée à la société Getco relatant les éléments de fait et de droit recueillis par les enquêteurs.

Par courriel et courrier du 8 octobre 2014, Getco a produit des observations en réponse.

Après examen du rapport d'enquête établi le 24 novembre 2014, la Commission spécialisée n° 1 du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-2 du code monétaire et financier, a décidé de notifier un grief à Getco, notification qui est intervenue par courrier avec demande d'avis de réception du 3 juin 2015.

En substance, il est fait grief à Getco d'avoir émis des ordres scintillants qui auraient donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des instruments financiers, objet de l'enquête, et d'avoir émis des ordres scintillants en ayant recours à des algorithmes mal paramétrés qui auraient donné une image fictive de l'état du marché, ce qui pourrait être constitutif d'une manipulation de cours au sens de l'article 631-1 1° a) et 2° et du 6° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier, le Président de l'AMF a transmis, le 3 juin 2015, copie de la notification de grief au président de la Commission des sanctions qui a désigné, le 5 juin 2015, Mme France Drummond en qualité de rapporteur, ce dont la mise en cause a été informée par courrier avec demande d'avis de réception du même jour lui rappelant la faculté d'être entendue, à sa demande, conformément au I de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Le 12 juin 2015, Getco a élu domicile à l'adresse de son conseil pour les besoins de la procédure.

Par courrier avec demande d'avis de réception du 16 juin 2015, Getco a été informée, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, de la faculté dont elle disposait de demander la récusation du rapporteur dans le délai d'un mois, dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code.

Par courrier du 7 juillet 2015, le rapporteur a demandé à Getco des précisions sur l'identité de son représentant légal, aux conseils de cette dernière, sur l'identité de leur cliente et au Secrétaire général de l'AMF une traduction en langue française des parties du rapport d'enquête rédigées en langue anglaise.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 4 août 2015, en réponse à une demande du 16 juillet 2015, le rapporteur a informé le conseil de Getco que le délai dont sa cliente disposait initialement pour présenter ses observations était prolongé jusqu'au 30 septembre 2015 et que ses demandes de communication de pièces des 24 juin et 16 juillet avaient été transmises au Secrétaire général de l'AMF par courrier du même jour.

Le 14 septembre 2015, les documents sollicités par Getco ainsi que les traductions demandées par le rapporteur, produits par le Secrétaire général de l'AMF le 26 août 2015, ont été remis par porteur aux conseils de la mise en cause.

Le 21 septembre 2015, faisant état de ses difficultés à analyser les données de marché Euronext transmises, Getco a demandé des pièces complémentaires.

Le 30 septembre 2015, Getco a déposé des observations en réponse à la notification de grief.

Le 16 décembre 2015, les documents produits par le Secrétaire général de l'AMF ont été remis à Getco.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 17 décembre 2015 faisant suite à la remise de documents intervenue la veille, le rapporteur a accordé à Getco un délai expirant le 12 février 2016 pour présenter des observations complémentaires.

Getco a déposé des observations complémentaires le 15 février 2016, annoncées par courriel du 12 février 2016.

Le 26 février 2016, les documents produits le même jour par le Secrétaire général de l'AMF en réponse à une demande du rapporteur du 12 février 2016 sollicitant l'identification des séquences de *flickering orders* comptabilisées par les enquêteurs ont été remis aux conseils de Getco par porteur.

Le 29 février 2016, Getco a été entendue par le rapporteur.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 22 mars 2016, le rapporteur a accordé à Getco, à la suite du courrier du 8 mars 2016 de ses conseils, un délai expirant le 7 avril 2016 pour fournir les éléments demandés lors de son audition, lesquels ont été produits le 6 avril 2016.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 18 avril 2016, à laquelle était joint le rapport du rapporteur, la mise en cause a été convoquée à la séance de la Commission des sanctions du 3 juin 2016 et informée du délai de quinze jours dont elle disposait pour présenter des observations en réponse à ce rapport, conformément aux dispositions du III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier, ainsi que de son droit à se faire assister de tout conseil de son choix, selon les dispositions du II de l'article R 621-40 du code monétaire et financier.

Par lettre recommandée avec demande d'avis de réception du 28 avril 2016, Getco a été informée de la composition de la Commission des sanctions lors de la séance, ainsi que du délai de quinze jours dont elle disposait, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander, conformément aux articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du même code, la récusation d'un ou plusieurs de ses membres.

Getco et le représentant du Collège ont déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur, respectivement, les 3 et 19 mai 2016.

MOTIFS DE LA DÉCISION

Considérant qu'il est reproché à Getco d'avoir, en émettant sur les titres visés par l'enquête 21 279 836 ordres scintillants sur Euronext Paris entre le 1^{er} janvier 2010 et le 17 octobre 2012 et 1 626 898 ordres scintillants sur Euronext Paris, BATS et ChiX entre le 18 et le 22 octobre 2010, réalisé des opérations qui pourraient être constitutives d'une manipulation de cours au sens de l'article 631-1 1° a) et 2° et du 6° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF ;

Considérant que la notification de grief relève que, dans certaines circonstances, les algorithmes entraînent en résonance avec eux-mêmes et généraient des ordres scintillants selon un processus décrit en ces termes : « *le modèle qui avait généré leur saisie, provoquait consécutivement et immédiatement, leur annulation ou modification. Le modèle continuait de réagir à lui-même jusqu'à ce qu'un ordre soit modifié ou annulé, ou que le carnet soit modifié par d'autres participants créant ainsi de longues séries de plusieurs centaines voire de milliers saisies/modifications ou saisies/annulations d'ordres pendant des laps de temps pouvant aller jusqu'à 6 minutes* » ; qu'elle ajoute que ces phénomènes étaient susceptibles de se produire en cas d'interférence entre différents paramètres de contrôle des risques, en cas de réaction aux propres ordres de Getco ou lorsque la liquidité était insuffisante sur le carnet d'ordres ;

I. Textes applicables

Considérant que l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version applicable à l'époque des faits non modifiée dans un sens moins sévère, dispose :

« *Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours.*

Constitue une manipulation de cours :

1° *Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :*

a) ***Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers*** ou ;

b) (...),
à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;

2° ***Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.*** (...) » ;

Considérant qu'aux termes de l'article 12 1 a) et b) du règlement européen n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après : « **règlement MAR** »), entré en application le 3 juillet 2016 :

« 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, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission ;*** ou

ii) (...);

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, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice*** (...) » ;

Considérant que les définitions de la manipulation de cours prévues par les articles 12 1 a) i) du règlement MAR et 631-1 1° a) du règlement général de l'AMF sont rédigées en des termes très proches de sorte qu'il n'existe aucune disposition plus douce susceptible de recevoir une application rétroactive ; qu'en revanche, la définition retenue à l'article 12 1 b) du règlement MAR est moins sévère que celle de l'article 631-1 2° du règlement général de l'AMF dès lors qu'elle exige que soit établie, outre le caractère fictif du procédé, l'influence avérée ou potentielle de l'utilisation du procédé sur le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers ; qu'en vertu du principe de la rétroactivité de la loi pénale plus douce, la composante du grief pris d'une manipulation par recours à des procédés fictifs sera donc examinée au regard des dispositions de l'article 12 1 b) du règlement MAR ;

Considérant que l'article 631-2 du règlement général de l'AMF prévoit, dans sa version applicable à l'époque des faits non modifiée dans un sens moins sévère, que pour apprécier les pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1 du même règlement, l'AMF prend en compte les indices qu'il énumère, « *sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours* » et mentionne, en son 6°, l'indice suivant :

« 6° *L'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution [...]* » ;

Considérant que l'article A f) de l'annexe 1 du règlement MAR, qui est rédigé dans des termes très proches du 6° précité, n'est pas moins sévère ;

Considérant que le règlement général de l'AMF prévoit, en son article 611-1, dans sa rédaction en vigueur à l'époque des faits, que son livre VI relatif aux abus de marché est applicable aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé et aux opérations portant sur ces instruments, que celles-ci aient été effectivement exécutées ou non sur un marché réglementé ; qu'il en résulte que les articles 631-1 et 631-2 du même règlement sont applicables aux opérations litigieuses effectuées par Getco, quel que soit leur lieu d'exécution, dès lors qu'elles concernent 7 titres admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext ;

II. Sur la manipulation de cours reprochée

A. Sur la manipulation de cours par recours à des procédés fictifs

Considérant que la notification de grief soutient que le « *recours à des algorithmes mal paramétrés et qui ont généré des flickering orders pourrait avoir donné une image fictive du marché notamment en créant l'illusion d'une activité intense, mais en réalité artificielle puisque générée par un seul intermédiaire, dans les carnets d'ordres* » et caractérise ainsi une manipulation de cours au sens de l'article 631-1 2° du règlement général de l'AMF ; que dans ses observations écrites, le représentant du Collège, prenant acte de l'entrée en vigueur de l'article 12 1° b) du règlement européen n°596/594 du 16 avril 2014 le 3 juillet 2016 qui exige que soit établie, outre le caractère fictif du procédé, l'influence avérée ou potentielle de l'utilisation du procédé sur le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, s'en est remis à la sagesse de la Commission quant à la caractérisation de ce manquement ;

Considérant qu'aucune pièce du dossier ne permet d'établir que les ordres scintillants émis par Getco ont eu une influence, avérée ou potentielle, sur le cours des titres visés par la notification de griefs, de sorte que l'élément constitutif supplémentaire issu du règlement MAR fait défaut ; que, sans qu'il soit besoin d'examiner si les ordres scintillants étaient des procédés ayant donné une image fictive de l'état du marché, ou s'il y a eu recours à toute autre forme de tromperie ou artifice, il convient de constater que la manipulation de cours reprochée à Getco n'est pas caractérisée sur le fondement de l'article 631-1, 2° du règlement général de l'AMF ;

B. Sur la manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses

Considérant qu'aux termes de la notification de grief, « *les flickering orders pourraient (...) avoir donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande et le cours des instruments financiers, objet de l'enquête, en ce qu'ils ne manifestaient pas un intérêt réel d'acquisition des titres et faisaient fluctuer rapidement les meilleures limites* » et, ainsi, caractériseraient une manipulation de cours au sens de l'article 631-1, 1° a), du règlement général de l'AMF ;

Considérant que les éléments suivants sont invoqués au soutien du grief :

- « les flickering orders étaient générés par des algorithmes de Getco, construits à partir d'un socle commun et déclinés en plusieurs « modèles » » ;
- « les flickering orders représentaient un nombre important des ordres générés par Getco, et même de l'ensemble des ordres envoyés au marché » ;
- « les flickering orders ont donné l'impression d'une activité intense dans les carnets d'ordres » ;
- « les flickering orders générés par les algorithmes de Getco ont représenté pendant 2 546 minutes plus de 50% des messages envoyés par l'ensemble du marché » sur la semaine étudiée, toutes plateformes et tous titres confondus ;
- « les flickering orders ont rendu instable la représentation des carnets d'ordres » ;
- « les flickering orders ne manifestaient pas un intérêt réel d'acquisition des titres » ;
- « les flickering orders ont généré des informations difficiles à traiter par les autres intervenants de marché » ;
- « les algorithmes générant les flickering orders ont été utilisés pendant plusieurs mois voire plusieurs années sans que Getco, qui est l'un des plus gros acteurs du HFT [high frequency trading], ne s'aperçoive du problème et ne corrige des défauts basiques de paramétrages de modèles » ;

- Sur le caractère intentionnel du manquement et l'exemption prévue par l'article 631-1 1°, dernier alinéa, du règlement général de l'AMF

Considérant qu'il convient de relever, en premier lieu, que l'article 631-1 1° a) du règlement général de l'AMF vise le fait « d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres » et l'effet produit, à savoir « donner des indications fausses ou trompeuses », circonstances qui peuvent être constatées de manière objective, sans faire référence au caractère intentionnel du manquement ; qu'ainsi, contrairement à ce que soutient Getco, le manquement de manipulation de cours examiné est un manquement objectif qui peut être caractérisé sans qu'il soit besoin d'établir l'intention manipulative de l'auteur des faits ;

Considérant, en deuxième lieu, que l'application de l'exemption prévue par l'article 631-1 1°, dernier alinéa, du règlement général de l'AMF exige que soient démontrées, par leur auteur, tant la légitimité que la conformité des opérations ou ordres aux pratiques de marché admises ; que les « pratiques de marché admises » sont celles mentionnées au chapitre II du titre I du livre VI du règlement général de l'AMF qui, conformément à l'article 612-4 du même règlement, sont publiées par l'AMF sur son site Internet ; que la pratique de marché admise intitulée « contrat de liquidité sur actions » ne vise que les contrats de liquidité signés entre un émetteur et un prestataire de services d'investissement afin d'encadrer et de sécuriser les interventions du prestataire pour le compte de l'émetteur dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, et non les contrats de liquidité sur actions signés entre une entreprise de marché et l'un de ses membres invoqués par Getco ; qu'il en résulte que cette dernière, en se bornant à se prévaloir du caractère « légitime » de sa stratégie de tenue de marché et de la conformité de celle-ci aux pratiques de marché admises par son statut d'apporteur de liquidité d'Euronext, n'établit pas entrer dans le champ d'application de l'exemption en cause ;

- Sur la méthode suivie par les enquêteurs

Considérant qu'il résulte du rapport d'enquête que la description du fonctionnement des algorithmes, les explications de l'existence des ordres scintillants ainsi que les commentaires sur des cas détaillés ont été fournis par Getco ;

Considérant que les enquêteurs ont défini les critères de détection des ordres scintillants, à savoir l'ensemble des saisies / modifications / annulations générées par un modèle donné lorsque ce dernier intervenait consécutivement deux fois à la même limite sur une même plateforme et qu'aucune autre intervention du reste du marché n'était recensée sur l'ensemble des 3 plateformes Euronext Paris, CHI-X et BATS ; qu'ils ont identifié 1,6 million d'ordres répondant à ces critères durant la semaine du 18 au 22 octobre 2010 sur les trois plateformes et pour les sept titres en cause ; qu'ils ont rédigé des documents présentant une analyse détaillée de 3 000 séquences au cours desquelles des ordres scintillants ont été identifiés ; que ces documents permettent de comprendre l'impact des ordres scintillants sur le marché ;

Considérant que, pour la période considérée du 1^{er} janvier 2010 au 17 octobre 2012, les enquêteurs, après avoir, sur Euronext Paris, pour chacun des titres et pour chaque journée, reconstitué la chronologie de l'ensemble des événements du marché, ont calculé les ordres scintillants en retenant les phases pendant lesquelles Getco était le seul intervenant sur un titre donné, puis en considérant comme ordres scintillants de type saisie-annulation ceux qui, à une même limite de prix et sur les mêmes volumes, étaient au moins au nombre de cinq ; que, de même, si un ordre était modifié plus de cinq fois, ces modifications ont été retenues comme des ordres scintillants de type modification d'un ordre entre deux limites de prix ; qu'ainsi, le nombre d'ordres scintillants émis pendant la période en cause a été établi ;

Considérant qu'il convient dès lors de rechercher si ces ordres scintillants ont donné des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des instruments financiers, objet de l'enquête ;

- Sur les éléments retenus par la notification de grief

Considérant que le premier élément invoqué par la notification de grief, qui relève la pluralité de modèles utilisés par Getco, se rapporte au mode d'intervention de cette dernière sur les marchés financiers et non à l'effet des ordres scintillants sur le marché d'un titre ; qu'il est donc inopérant ; qu'il en est de même du huitième élément, qui se borne à relever la persistance de l'absence de correction par Getco du mauvais paramétrage de ses modèles ;

Considérant, sur l'absence d'intérêt réel d'acquisition de Getco, que la notification de grief soutient que « *Les flickering orders ne manifestaient pas un intérêt réel d'acquisition des titres : dans la mesure où les modèles de Getco programmaient l'annulation ou la modification des ordres immédiatement après leur saisie en carnet, ces ordres étaient susceptibles de donner une indication fausse ou trompeuse sur l'offre ou la demande. En effet, la nouvelle information envoyée par Getco au marché (la saisie d'un ordre par exemple) était immédiatement contredite par une information contraire (l'annulation du même ordre par exemple)* » ; que le rapport d'enquête précise qu'« *il est faux de prétendre que « tous les ordres ont été placés dans l'intention qu'ils soient exécutés », puisque c'est le modèle lui-même, qui entrant en résonance, annulait ses propres ordres (et peu importe qu'il s'agisse de deux programmes distincts qui entraient en résonance au sein d'un même algorithme). Ici, « l'intention », (si ce terme peut être utilisé pour un algorithme) était visiblement contraire* » ;

Considérant que Getco conteste cet élément en faisant valoir que ses modèles de *trading* ne sont pas programmés pour annuler ou modifier des ordres immédiatement après leur entrée dans le carnet d'ordres mais pour générer un profit sur la base du *spread* entre ses prix d'achat et de vente, de sorte qu'un ordre est annulé ou modifié lorsque le modèle de *trading* Getco prenant en compte l'évolution des conditions de marché détermine que l'ordre existant ne devrait plus générer de profit suffisant s'il était exécuté à ce prix ; qu'elle affirme que la modification de l'ordre n'a donc pas pour objet d'inciter d'autres acteurs du marché à négocier à un cours éloigné de celui qu'elle estime être le cours du marché ou à empêcher d'autres acteurs du marché de négocier ;

Considérant, toutefois, que si les algorithmes de Getco n'étaient pas programmés *a priori* pour émettre des ordres scintillants, et si la durée de vie des ordres de Getco leur permettait, au regard des temps de latence de chacune des trois plateformes concernées, d'être traités et exécutés par d'autres intervenants ayant mis en place des systèmes de *trading* automatisés, il reste que les ordres scintillants étaient dus le plus souvent à des interférences entre les différents paramètres de contrôle des risques, c'est-à-dire que du fait d'une erreur de programmation, le modèle ignorait l'existence de petites positions résiduelles au moment du calcul du volume d'un ordre, renvoyait un ordre sur le marché qui portait sur un volume le plus élevé possible au regard des limites de risque, recalculait son exposition en tenant compte de l'ordre envoyé et, cette fois, de la position existante ; que cette exposition était alors supérieure à la limite de risque autorisée, ce qui conduisait immédiatement le modèle à saisir une annulation de l'ordre et à revenir à la position initiale, donc à ressaisir un ordre, et ainsi de suite, jusqu'à cent fois par seconde ; qu'ainsi, c'est le modèle lui-même qui, entrant en résonance, annulait ses propres ordres pour les ressaisir ; que Getco explique d'ailleurs que les ordres scintillants perdaient continuellement leur priorité de sorte qu'elle restait en queue de file d'attente, ce qui diminue la probabilité d'exécution ;

Considérant qu'ainsi, l'absence d'intérêt réel d'acquisition des ordres scintillants est établie ;

Considérant, sur l'instabilité de la représentation du carnet d'ordres, l'impression d'une activité intense dans ce carnet et la difficulté pour les autres intervenants à traiter les informations, que la notification de grief affirme que « *Les flickering orders ont rendu instable la représentation des carnets d'ordres : les flickering orders ont eu un impact sur les meilleures limites qui fluctuaient rapidement et ont, de ce fait, eu un effet sur la représentation du carnet d'ordres et ont rendu difficile l'analyse du carnet d'ordres par les autres participants au marché* » ; qu'elle ajoute que « *Les flickering orders ont généré des informations difficiles à traiter par les autres intervenants de marché qui ont de ce fait dû accroître leurs moyens informatiques (augmentation de leur bande passante afin de récupérer un nombre plus important de données, augmentation des capacités de calcul liées à des modifications incessantes des carnets d'ordres, besoin d'archivage accru, éventuellement positionnement de nouveaux ordres qui seront rapidement caduques)* » ; qu'elle en déduit l'existence de l'indicateur de la manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses mentionné au 6° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF, aux termes duquel « *l'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande de l'instrument financier, ou plus généralement de la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché et qui sont annulés avant leur exécution* » ;

Considérant qu'au cours d'une séquence de scintillement, le modèle qui générait la saisie d'un ordre provoquait consécutivement et immédiatement son annulation ou sa modification pour le replacer ensuite de façon identique, produisant ainsi une oscillation du même ordre entre deux limites de prix ou une saisie/annulation du même ordre ;

Considérant qu'une modification continue et extrêmement rapide des cinq meilleures limites se produisait pendant toute la durée de la séquence lorsque le scintillement faisait apparaître ou disparaître une nouvelle limite à chaque entrée et annulation (ou modification) de l'ordre qui scintillait, alors que l'évolution de ces limites est prise en compte par les intervenants pour effectuer leurs choix d'investissement ;

Considérant, en outre, que les ordres scintillants avaient pour effet de modifier les volumes des ordres du carnet lorsqu'ils conduisaient au placement et à l'annulation d'ordres par Getco à une limite déjà existante ; que les autres intervenants constataient que le volume d'ordres à une limite donnée avait été modifié alors que cet ordre allait être annulé par Getco dans un délai extrêmement rapide, réduisant d'autant le volume à cette limite, pour être remplacé à l'identique un instant de raison plus tard ;

Considérant que dans les deux cas de figure mentionnés ci-dessus, l'émission des ordres scintillants avait un effet sur les meilleures limites et, plus généralement, sur la représentation du carnet d'ordres auquel avaient accès les autres participants, ce qui leur rendait difficile la lecture du carnet d'ordres ;

Considérant, enfin, que le deuxième élément compare le nombre d'ordres scintillants émis par Getco au total de ceux émis par elle et à l'ensemble des ordres envoyés au marché sur les deux périodes examinées tandis que le quatrième élément fait, sur la semaine analysée et pendant 2 546 minutes, la comparaison entre le nombre de *flickering orders* générés par les algorithmes de Getco et les messages envoyés par l'ensemble du marché, toutes plateformes et tous titres confondus ; que ces comparaisons permettent de mesurer l'ampleur de l'émission d'ordres scintillants et contribuent à établir que les ordres scintillants identifiés par le rapport d'enquête ont eu, ou étaient susceptibles d'avoir pour effet de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande des instruments, objet de l'enquête ;

Considérant, en conséquence, que les dysfonctionnements des algorithmes ont bien provoqué des ordres qui n'avaient pas vocation à être exécutés et entraîné une pollution des carnets d'ordres des titres, objet de l'enquête, qui a modifié leur représentation ; que les autres intervenants sur le marché ne pouvaient comprendre qu'un seul et même participant intervenait et qu'il était entré dans une séquence de scintillement dont il n'était pas capable de sortir seul ; qu'ainsi, des indications fausses ou trompeuses ont été données sur l'offre, la demande au sens de l'article 631-1 1° a) du règlement général de l'AMF ;

Considérant que des éléments recueillis sur Euronext Paris pour chacun des titres et pour chaque journée pour la période considérée du 1^{er} janvier 2010 au 17 octobre 2012, confortés par l'analyse effectuée sur la semaine du 18 au 22 avril 2010 et les documents permettant de la contrôler, il se déduit que les logiciels utilisés, mal paramétrés, ont occasionné, sur les titres et la période visée par la notification de griefs, des manipulations de cours ; que le manquement fondé sur l'article 631-1 1°a) du règlement général de l'AMF est donc caractérisé ;

III. Sanction

Considérant que les titres concernés sont admis aux négociations sur Euronext Paris ; que la Commission des sanctions est donc compétente, en application de l'article L 621-15, II. c) du code monétaire et financier pour prononcer, sur le fondement du III. a) du même article, l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis, la radiation du registre de Getco ; que les faits s'étant déroulés entre le 1^{er} janvier 2010 et le 17 octobre 2012, la Commission peut prononcer, soit à la place, soit en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à dix millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés pour des faits commis antérieurement à l'entrée en vigueur de la loi de régulation bancaire et financière le 24 octobre 2010, et de cent millions d'euros ou du décuple du montant des profits éventuellement réalisés pour des faits commis à compter de cette date au regard du a) du III de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;

Considérant que les millions d'ordres scintillants ont été émis sur chaque plateforme et pour chaque titre pendant deux ans et dix mois, de façon récurrente et fréquemment ;

Considérant, par ailleurs, que Getco était l'un des plus importants acteurs de *trading* haute fréquence à l'époque des faits ; qu'elle n'a plus d'activité *trading* depuis 2014 ; qu'elle fournit des services d'informatique pour les autres sociétés du groupe et a réalisé un chiffre d'affaires de 18,2 millions de dollars pour un résultat net de 168 000 dollars en 2014 et 9,9 millions de dollars et 1,1 million de dollars en 2015 ;

Considérant que Getco a pris conscience du mauvais paramétrage de ses algorithmes peu après l'ouverture de l'enquête et a pris des mesures correctrices ; que cependant, le dysfonctionnement découvert en août 2011 a perduré jusqu'en octobre 2012 ;

Considérant qu'au vu de ces éléments, il convient de fixer la sanction du manquement retenu à la somme de 400 000 euros et d'ordonner la publication de la décision ;

Considérant qu'invoquant les termes du VI de l'article R. 621-40 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable depuis le 25 août 2005, « [I]a décision de sanction mentionne, le cas échéant, ceux des frais de procédure qui sont à la charge de la personne à l'encontre de laquelle une sanction a été prononcée », le

représentant du Collège demande que certains frais engagés par les enquêteurs soient mis à la charge de Getco ; qu'il n'y a pas lieu de faire droit à cette demande ;

PAR CES MOTIFS,

Et après en avoir délibéré sous la présidence de Mme Marie-Hélène Tric, par M. Christophe Soulard, en remplacement de Mme Edwige Belliard, en application du I de l'article R. 621-7 du code monétaire et financier, et par M. Bruno Gizard et Mme Patricia Lazard Kodyra, membres de la 1^{ère} section de la Commission des sanctions, en présence du secrétaire de séance,

DECIDE DE :

- prononcer à l'encontre de la société Getco une sanction pécuniaire de quatre cent mille euros (400 000 €) ;
- rejeter la demande d'application de l'article R. 621-40, VI, du code monétaire et financier ;
- publier la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers.

A Paris, le 8 juillet 2016,

Le Secrétaire de séance,

La Présidente,

Marc-Pierre Janicot

Marie-Hélène Tric

Cette décision peut faire l'objet d'un recours dans les conditions prévues à l'article R. 621-44 du code monétaire et financier.