



Conformément aux dispositions de l'article L. 621-14-1 du code monétaire et financier, cet accord a été validé par le Collège de l'AMF puis homologué par la Commission des sanctions

ACCORD DE COMPOSITION ADMINISTRATIVE CONCLU AVEC JEFFERIES INTERNATIONAL LTD LE 29 OCTOBRE 2020

Vu les articles L. 621-14-1 et R. 621-37-2 à R. 621-37-5 du code monétaire et financier

Conclu

Entre :

Monsieur Benoît de Juvigny, en qualité de Secrétaire Général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** »), dont le siège est situé 17, place de la Bourse, 75002 PARIS.

Et :

Jefferies International Ltd (ci-après « **Jefferies** »), représentée par son représentant légal Monsieur Huw Tucker, domicilié chez son conseil, Maître Jean-Charles Jaïs, avocat au Barreau de Paris, demeurant 25 rue de Marignan, 75008 Paris.

1. IL A PREALABLEMENT ETE RAPPELE CE QUI SUIV

Le 27 février 2017, le Secrétaire Général de l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête sur le marché du Future Euro-OAT (« **FOAT** ») et du Future Mid-Term Euro-OAT et tout instrument financier qui leur seraient liés, à compter du 1^{er} janvier 2015.

Jefferies est la filiale britannique de la banque d'investissement américaine Jefferies Financial Group et exerce, notamment, une activité de tenue de marché sur le FOAT.

L'enquête a permis de constater qu'entre le 26 mars 2015 et le 13 octobre 2015, au cours de 192 séquences, les ordres passés par Jefferies sur le FOAT » pourraient être constitutifs de manipulation de cours de type « flash spoofing ».

Les investigations diligentées par la Direction des enquêtes de l'AMF ont permis de constater 192 séquences, les interventions de Jefferies répondaient à un mode opératoire commun se décomposant de la manière suivante :

(i) Création d'un déséquilibre du côté vendeur du carnet d'ordres par l'émission d'ordres de vente de grandes tailles (qualifiés « d'ordres leurres » par la notification des griefs).

Jefferies a entré des ordres de vente dans le carnet du FOAT à un prix proche ou égal à la meilleure limite à la vente mais supérieur à la meilleure limite à l'achat (en l'absence d'ordres d'achat à la limite proposée par Jefferies, les ordres de vente ainsi introduits ne pouvaient pas être exécutés, il s'agissait donc d'« ordres passifs » visibles des autres intervenants). Ces ordres passifs portaient sur d'importantes quantités de FOAT et traduisaient, auprès des autres intervenants, l'existence d'un fort intérêt vendeur. Pour chacune des 192 séquences identifiées, les investigations ont permis de constater la présence d'un déséquilibre significatif sur les

En application du règlement (UE) n° 2016/679 du 27 avril 2016 et de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, les personnes physiques disposent d'un droit d'accès, de rectification, d'effacement, d'opposition ou de limitation du traitement des données personnelles les concernant. Ce droit doit être exercé par courrier à l'adresse suivante : AMF – Délégué à la protection des données – 17 place de la Bourse, 75002 Paris ; et par mail : acesdopers@amf-france.org. Vous pouvez également introduire une réclamation au sujet du traitement de vos données auprès de la CNIL.

trois premières limites du carnet, avec, dans le cas d'un déséquilibre côté vendeur, au moins deux fois plus de contrats proposés à la vente qu'à l'achat (critère de détection n°1) ; or plus de la moitié des contrats disponibles à la vente l'étaient du fait de Jefferies (critère de détection n°2). En outre, dans le cas d'un déséquilibre côté vendeur, la contribution de Jefferies à la vente dans le carnet d'ordres était systématiquement supérieure à 200 contrats FOAT (critère de détection n°3), ce qui est significatif dans la mesure où la taille moyenne des ordres sur le marché du FOAT était, au cours de la période sous enquête, inférieure à 5 contrats.

(ii) Réalisation de transactions en sens inverse du déséquilibre créé du côté vendeur, c'est-à-dire un achat de contrats.

Préalablement à la création d'un déséquilibre côté vendeur, Jefferies avait saisi des ordres d'achat passifs à des prix inférieurs à la meilleure limite à la vente. L'impulsion à la baisse exercée via les ordres leurres dont Jefferies était à l'initiative conduisait les autres vendeurs à revoir à la baisse leur limite de prix jusqu'à rencontrer l'ordre d'achat passif placé par Jefferies.

Les ordres passifs à l'achat (symétriquement, à la vente) sont passés pour des quantités significativement plus faibles que les ordres leurres à la vente (symétriquement, les ordres leurres à l'achat). En outre, leur taux d'exécution est nettement plus important que celui des ordres leurres. Autrement dit, les ordres leurres d'une taille importante – supérieure à 200 contrats – sont peu exécutés (taux d'exécution de 4,8%) ; tandis que le taux d'exécution des ordres de petites tailles ayant pour objet de tirer profit de la hausse ou la baisse provoquée par les ordres leurres est significativement plus élevé (30,9% des ordres de Jefferies portant sur une quantité inférieure à 200 contrats ont donné lieu à exécution).

Pour chacune des 192 séquences identifiées, Jefferies a soit acheté au minimum un contrat FOAT alors que les ordres leurres à l'origine du déséquilibre étaient positionnés à la vente, soit vendu au minimum un contrat FOAT alors que les ordres leurres à l'origine du déséquilibre étaient positionnés à l'achat (critère de détection n°4).

Pour chacune des 192 séquences identifiées, Jefferies a réalisé une économie positive sur les transactions grâce à l'introduction des ordres leurres à l'origine du déséquilibre. Autrement dit, elle a soit acheté les contrats FOAT à un prix inférieur à celui qui aurait été constaté sans création de déséquilibre du carnet côté vendeur, soit vendu les contrats FOAT à un prix supérieur à celui qui aurait été constaté sans création de déséquilibre du carnet côté acheteur (critère de détection n°5).

(iii) Annulation partielle ou totale des ordres de grandes tailles initiaux (« ordres leurres »).

Une fois les transactions effectuées, Jefferies a annulé de manière totale ou partielle ses ordres leurres dans un bref laps de temps. Pour chacune des 192 séquences identifiées, au moins 95% du volume des ordres contribuant au déséquilibre a été annulé (critère de détection n°6), le déséquilibre identifié ayant duré moins de 10 secondes (critère de détection n°7). En moyenne sur les 192 séquences, les déséquilibres identifiés ont duré 1,9 seconde.

Le mode opératoire ci-dessus décrit a permis aux traders de Jefferies, dans le cas d'un déséquilibre créé à la vente, plutôt que de recourir à des ordres agressifs pour réaliser leurs transactions (pour le compte de clients ou pour son compte propre), c'est-à-dire plutôt que d'acheter les contrats au meilleur prix demandé par les vendeurs¹, de placer des ordres d'achat passifs à un cours inférieur ou égal à la meilleure limite à l'achat² et d'en obtenir l'exécution en introduisant des ordres leurres en sens opposé afin d'inciter les vendeurs à décaler leur limite de prix de vente à la baisse jusqu'à rencontrer l'ordre passif de Jefferies³.

¹ Symétriquement, plutôt que de vendre les contrats au meilleur prix offert par les acheteurs.

² Symétriquement, de placer des ordres de vente passifs à un cours supérieur à cette meilleure limite et d'en obtenir l'exécution.

³ Symétriquement, afin d'inciter les acheteurs à décaler leur limite de prix à la hausse.

Autrement dit, la stratégie ainsi mise en œuvre permettait à Jefferies d'acheter ou de vendre des contrats FOAT sans traverser le spread « meilleure limite à l'achat/meilleure limite à la vente ». Jefferies a ainsi obtenu des conditions de transactions plus favorables – via l'introduction d'ordres leurres – que celles prévalant avant la création du déséquilibre.

Selon l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF (ci-après « RGAMF »)⁴ en vigueur à l'époque des faits :

« Toute personne doit s'abstenir de procéder ou de tenter 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 le prix ou la valeur de contrats commerciaux ; (...)

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 ou sur le système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier concerné ;

2° (...)

En particulier, constituent des manipulations de cours :

a) Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier ou d'un produit de base au moyen d'un contrat commercial, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ; (...) »

Ainsi, les interventions des traders concernés de Jefferies étaient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours du FOAT (article 631-1 1° a du RGAMF).

Les interventions des traders concernés de Jefferies étaient également susceptibles de lui permettre de s'assurer une position dominante ayant pour effet la création de conditions de transactions inéquitables (article 631-1 2° a/ du RGAMF).

Le calcul de l'avantage induit a pu être réalisé, pour chaque séquence, en comparant le prix de la transaction réalisée au prix auquel Jefferies aurait exécuté l'ordre sans créer de déséquilibre⁵.

⁴ Le 3 juillet 2016, le règlement européen MAR s'est substitué au livre 6 du règlement général de l'AMF. Toutefois les faits décrits dans la présente notification de griefs pourraient être caractérisés, dans des termes équivalents, selon l'article 12 de ce règlement :

« 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 ; (...)

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, de contrats au comptant sur matières premières qui lui sont liés ou de produits mis aux enchères basés sur des quotas d'émission, 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; (...) » ; l'article 15 du règlement MAR dispose : « une personne ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché ».

⁵ C'est-à-dire : dans le cas d'une transaction à l'achat, le meilleur prix à la vente avant la création du déséquilibre (prix observé à la vente deux secondes avant l'introduction des ordres leurres) ; dans le cas d'une transaction à la vente, le meilleur prix à l'achat avant la création du déséquilibre (prix observé à l'achat deux secondes avant l'introduction des ordres leurres).

L'économie réalisée par les traders concernés de Jefferies sur l'ensemble des 192 séquences est estimée à 38 290 euros. Au cours de ces séquences, Jefferies a acheté ou vendu 2 556 contrats FOAT au total.

Sur la base du rapport d'enquête, une lettre circonstanciée a été adressée le 9 mai 2019 à M. Tim Cronin en sa qualité de représentant légal de Jefferies International Ltd, en application de l'article 144-2-1 du RGAMF. Jefferies a adressé sa réponse à l'AMF le 16 juillet 2019.

Le Collège de l'AMF a, par lettre adressée le 29 mai 2020 et reçue le 3 juin 2020, notifié à Jefferies le grief précité en assortissant cette notification d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative, conformément aux articles L. 621-14-1 et R. 621-37-2 du code monétaire et financier.

Par une lettre recommandée avec accusé de réception en date du 3 juillet 2020, Jefferies a informé l'AMF qu'il acceptait le principe de l'entrée en voie de composition administrative.

2. OBSERVATIONS DE JEFFERIES INTERNATIONAL LTD

Jefferies rappelle que le présent accord de composition administrative ne constitue ni une reconnaissance de culpabilité ni une sanction.

Les faits couverts par cet accord sont relatifs à des ordres qui ont été passés par deux traders de Jefferies⁶ il y a plus de cinq ans. Dès le signalement effectué par Eurex le 20 août 2015 – et malgré le fait qu'il ne s'agisse que (i) d'une simple alerte et que (ii) les traders concernés de Jefferies maintenaient fermement qu'ils n'avaient pas tenté de manipuler le marché – Jefferies a spontanément ordonné à ces derniers de cesser toute transaction qui pourrait présenter ne serait-ce que l'apparence d'une irrégularité et, faisant preuve de la plus grande prudence, Jefferies a également déployé toute une série de mesures correctives et de contrôles.

Alors même que les ordres faisant grief ont été passés sur une période de sept mois et représentent un total de 192 séquences, il convient de relever que, selon les estimations des enquêteurs de l'AMF eux-mêmes, l'impact sur le marché représenterait une fraction minime du chiffre d'affaire du desk de Jefferies concerné, de l'ordre d'un dix-millième pour l'année en cours (i.e., seulement 38.000 euros).

Comme indiqué ci-dessus, dès que les ordres faisant griefs lui ont été signalés, Jefferies a non seulement ordonné aux traders concernés qu'ils cessent la saisie de tels ordres, indépendamment des explications fournies par ces derniers, mais a également mis en place des actions correctives afin d'empêcher la répétition de séquences suivant le même schéma ou un schéma similaire et pouvant potentiellement être conçues comme constitutives d'une manipulation de cours. En particulier :

- Dès le mois d'août 2015, Jefferies a mis en place un nouvel outil de surveillance permettant de signaler automatiquement tous les ordres à terme, dépassant une certaine taille, qui seraient ensuite annulés dans les cinq secondes de leurs saisies, afin que ceux-ci soient examinés par l'équipe Compliance et par le responsable du desk concerné.
- Par la suite, des alertes supplémentaires et des nouveaux rapports de surveillance ont également été mis en place, à destination de l'équipe Compliance, en particulier lorsque des ordres à terme, dépassant une certaine taille, sont ensuite annulés dans les 30 secondes de leurs saisies, ou encore lorsque des ordres sur les contrats à terme ou des ordres au comptant sur le marché obligataire au-delà d'une certaine taille sont ensuite annulés dans un délai de dix secondes.
- Les membres de l'équipe Compliance se réunissent régulièrement avec la direction de l'équipe *Fixed Income* afin de les sensibiliser aux risques liés aux abus de marché, et plus généralement à ceux liés à la

⁶ Environ 90% des ordres passés dans le cadre des 192 séquences ont été saisis par deux traders de Jefferies.

Compliance. A cette occasion, l'équipe Compliance revient sur les démarches qui doivent être entreprises afin d'identifier et de prévenir la survenance de tels risques.

- Au-delà des formations en ligne qui sont régulièrement dispensées sur une variété de sujets relatifs à la Compliance (en ce compris les abus de marché), des formations en présentiel sur les abus de marché sont désormais dispensées aux traders de l'équipe *Fixed Income*.
- L'équipe Compliance a également recours aux avis et aux orientations publiés par les autorités régulatrices, ainsi qu'aux sanctions qu'elles prononcent, pour sensibiliser les opérationnels aux risques d'abus de marché et pour illustrer les conséquences qui découleraient d'une violation de leurs obligations. Cette information est délivrée aussi bien sous la forme d'alertes adressées par emails, que lors de réunions en présentiel.
- Depuis 2018, soit après l'ouverture de l'enquête, Jefferies organise, avec des intervenants extérieurs, une formation annuelle sur la gestion des risques (Annual Conduct Risk Training). Cette formation inclut notamment des discussions autour de problématiques relatives aux abus de marché et, plus généralement, aux risques liés à la Compliance en matière de trading.
- Jefferies a procédé à une révision substantielle de ses dispositifs de gestion des risques liés aux abus de marché et a notamment :
 - revu et renforcé la procédure d'évaluation des risques de non-conformité (Compliance Risk Assessment) ayant pour objet d'identifier les principaux secteurs sujets à un risque de non-conformité et les dispositifs qui permettraient de minimiser la survenance de tels risques ;
 - revu et renforcé la procédure d'évaluation des risques d'abus de marché (Market Abuse Risk Assessment) ayant pour objet d'identifier, produit par produit et équipe par équipe, les principaux secteurs sujets à un risque d'abus de marché ;
 - revu et renforcé l'audit annuel ayant pour objet d'identifier les principaux contrôles, les paramétrages et le cadre de suivi mis en place pour se prémunir contre les risques d'abus de marché identifiés (Market Abuse Surveillance Gap Analysis) (en ce compris les risques de *layering* et *spoofing*) et les secteurs dans lesquels de nouvelles mesures doivent être déployées ; et
 - mis en place des nouvelles mesures de surveillance et des alertes chaque fois qu'il est apparu que le système de prévention pouvait encore être amélioré.

Etant ici précisé que ce travail de révision a été réalisé avec l'aide de consultants extérieurs afin qu'ils valident les ajustements apportés et les évaluent au regard des autres mécanismes existants sur le marché. A cet égard, dans le cadre de leur revue des contrôles et du cadre de suivi mis en place par Jefferies pour l'année 2020, ces consultants extérieurs ont jugé que les mesures de contrôle et de surveillance visant à prévenir tout risque de *layering* et de *spoofing* étaient satisfaisantes et ne nécessitaient donc pas de nouveaux ajustements. Enfin, il convient de noter que ce travail de révision a également fait l'objet de discussions avec le régulateur de Jefferies, la *Financial Conduct Authority*.

- Jefferies continue de revoir l'ensemble de ses dispositifs et déploie régulièrement de nouvelles mesures pour renforcer son système de prévention.

L'absence de toute manipulation de marché depuis le signalement effectué par Eurex, il y a plus de cinq ans, témoigne de l'efficacité des mesures décrites ci-dessus.

La présente procédure est, en fait, la première enquête pour abus de marché qui, à la connaissance de Jefferies, vise Jefferies elle-même, ou bien le groupe Jefferies ou l'un de ses employés, au cours, au moins, de ces dix dernières années.

3. LE SECRETAIRE GENERAL DE L'AMF ET JEFFERIES SE SONT RAPPROCHES ET ONT ENGAGES DES DISCUSSIONS QUI ONT ABOUTI AU PRESENT ACCORD

Conformément à la loi, le présent accord ne prendra effet que s'il est validé par le Collège de l'AMF puis homologué par la Commission des sanctions de l'AMF.

Si tel est le cas, la Commission des sanctions ne pourra pas être saisie du grief notifié par la lettre adressée à Jefferies le 29 mai 2020, sauf en cas de non-respect par celle-ci des engagements prévus dans le présent accord. Dans cette dernière hypothèse, la notification de griefs serait alors transmise à la Commission des sanctions qui ferait application de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier.

Le Secrétaire Général de l'AMF et la société Jefferies, à l'issue de leurs discussions, sont convenus de ce qui suit :

3.1 ARTICLE 1 : ENGAGEMENTS DE JEFFERIES INTERNATIONAL LTD

Jefferies s'engage à payer au Trésor Public, dans un délai de quinze jours à compter de la notification de l'homologation du présent accord par la Commission des sanctions de l'AMF, la somme de 300 000 (trois cent mille) euros.

3.2 ARTICLE 2 : PUBLICATION DU PRESENT ACCORD

Lorsque le présent accord sera homologué, l'AMF le rendra public par une mise en ligne sur son site Internet.

Fait à Paris, en deux exemplaires, le 29 octobre 2020

Le Secrétaire Général de l'AMF,

Benoît de JUVIGNY

La société Jefferies International Ltd prise
en la personne de son représentant légal

Huw TUCKER