AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

**La Commission
des sanctions**

COMMISSION DES SANCTIONS

Décision n° 17 du 4 décembre 2019

Procédure n° 18/02
Décision n° 17

Personne mise en cause :

MORGAN STANLEY & CO INTERNATIONAL PLC
Société de droit anglais
Dont le siège social est situé 20 Bank Street Canary Wharf à Londres (Royaume-Uni)
Prise en la personne de son représentant légal
Ayant élu domicile chez Me Stéphane Bénouville au cabinet Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, 2 rue Paul Cézanne, 75008 Paris

La 1ère section de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après : « ***AMF*** ») :

Vu le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, notamment son article 12 et son annexe I section A ;

Vu le code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14 et L. 621-15 et R. 621-38 à R. 621-40 ;

Vu le règlement général de l'AMF, notamment ses articles 631-1 et 631-2 ;

Après avoir entendu au cours de la séance publique du 8 novembre 2019 :

- M. Bernard Field, en son rapport ;
- Mme Camille Dropsy, représentant le collège de l'AMF ;
- Morgan Stanley & Co International Plc, représentée par M. C, muni d'un pouvoir, et assistée par son conseil Me Stéphane Bénouville, avocat du cabinet Freshfields Bruckhaus Deringer ;
- MM. Jean-Pierre Vogel et Alexandre Carayon, interprètes.

La mise en cause ayant eu la parole en dernier.

FAITS

Morgan Stanley & Co International Plc (ci-après, « ***Morgan Stanley International*** »), société de droit anglais ayant son siège social à Londres (Royaume-Uni), est une filiale du groupe bancaire et financier américain Morgan Stanley.

Morgan Stanley International exerce notamment une activité de négociation sur obligations souveraines européennes, dont a la charge son bureau de *trading* dénommé « *European Governments Bonds and Agencies Desk* » (ci-après, le « ***Desk*** »).

Le 16 juin 2015 à 9h44, des cessions massives d'obligations assimilables du Trésor (ci-après, « ***OAT*** ») intervenues sur le système multilatéral de négociation MTS France ont perturbé le bon fonctionnement de cette plateforme de négociation : les transactions des établissements spécialistes en valeurs du Trésor sur les OAT en cause ont été suspendues pendant 4 minutes, tandis que la liquidité offerte sur ce marché a été réduite pendant près d'une heure.

PROCÉDURE

C'est dans ce contexte que, le 4 décembre 2015, le secrétaire général de l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête portant sur « *le marché des Obligations Assimilables au Trésor (OAT) suivantes : OAT 0,25% 25/11/2015 (FR0011452721), OAT 5% 25/10/2016 (FR0000187361), OAT 0,25% 25/11/2016 (FR0011857218), OAT 4,25% 25/10/2017 (FR0010517417), OAT 1% 25/05/2018 (FR0011394345), OATei 0,25% 25/07/2018 (FR0011237643), OAT 1% 25/11/2018 (FR0011523257), OAT 1% 25/05/2019 (FR0011708080), OAT 0,5% 25/11/2019 (FR0011993179), OAT 3,5% 25/04/2020 (FR0010854182), OAT 0% 25/05/2020 (FR0012557957), OATIND 2,25% 25/07/2020 (FR0010050559), OAT 2,5% 25/10/2020 (FR0010949651), OAT 0,1% 25/07/2021 (FR0011347046), OAT 3.25% 25/10/2021 (FR0011059088), OAT 3% 25/04/2022 (FR0011196856), OATei 1,1% 25/07/2022 (FR0010899765), OAT 2,25% 25/10/2022 (FR0011337880), OAT 1,75% 25/05/2023 (FR0011486067), OAT 4,25% 25/10/2023 (FR0010466938), OAT 2,25% 25/05/2024 (FR0011619436), OATei 0,25% 25/07/2024 (FR0011427848), OAT 1,75% 25/11/2024 (FR0011962398), OAT 0,5% 25/05/2025 (FR0012517027), OAT 6% 25/10/2025 (FR0000571150), OAT 1% 25/11/2025 (FR0012938116), OAT 3,5% 25/04/2026 (FR0010916924), OATei 1,85% 25/07/2027 (FR0011008705), OAT 2,75% 25/10/2027 (FR0011317783), OAT 5,5% 25/04/2029 (FR0000571218), OAT 2,5% 25/05/2030 (FR0011883966), OAT 5,75% 25/10/2032 (FR0000187635), OAT 4,75% 25/04/2035 (FR0010070060), OAT 4% 25/10/2038 (FR0010371401), OATIND 1,8% 25/07/2040 (FR0010447367), OAT 4,5% 25/04/2041 (FR0010773192), OAT 3,25% 25/04/2045 (FR0011461037), OAT 4% 25/04/2055 (FR0010171975), OAT 4% 25/04/2060 (FR0010870956), et sur tout instrument financier qui leur serait lié, à partir du 1er janvier 2013* ».

Le 28 juin 2017, la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF a adressé à Morgan Stanley International et à six de ses salariés des lettres les informant de manière circonstanciée des faits éventuellement susceptibles de leur être reprochés au regard des constats des enquêteurs et de la faculté de présenter des observations dans le délai d'un mois.

A la suite d'une extension de délai accordée par la direction des enquêtes et des contrôles de l'AMF, les personnes précitées ont présenté des observations en réponse le 29 août 2017.

L'enquête a donné lieu à un rapport daté du 31 octobre 2017.

Le collège de l'AMF, réuni en formation plénière, a décidé, le 28 novembre 2017, de notifier des griefs à Morgan Stanley International.

La notification de griefs a été adressée à Morgan Stanley International par lettre du 6 février 2018.

Il est reproché à Morgan Stanley International d'avoir commis un manquement de manipulation de cours à raison des opérations suivantes du Desk en date du 16 juin 2015 :

- entre 9h29 et 9h44, acquisition de contrats à terme (ci-après, les « ***Futures*** ») ayant pour sous-jacents des obligations souveraines françaises et allemandes : le Desk a procédé à l'achat de Futures français (1890 Futures OAT ou « ***FOAT*** » échéance septembre 2015) et de Futures allemands (8912 Futures sur Bund ou « ***FGBL*** » et 372 Futures sur Buxl ou « ***FGBX*** » échéances septembre 2015) sur Eurex, marché allemand réglementé de produits dérivés ;

- à 9h44, cession d'obligations françaises (OAT) et belges (obligations linéaires ou « ***OLO*** ») : le Desk a vendu de façon instantanée 815 millions d'euros de 17 OAT différentes, sur les plateformes de négociation électronique MTS France (à hauteur de 521 millions d'euros) et Broker Tec (à hauteur de 269 millions d'euros) et par l'intermédiaire d'un courtier (à hauteur de 25 millions d'euros), ainsi que 340 millions d'euros d'OLO sur MTS Belgium.

Il est fait grief à Morgan Stanley International d'avoir :

- d'une part fixé le cours des FGBL, FGBX, FOAT, OAT et OLO à un niveau anormal et artificiel, en méconnaissance du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, la poursuite estimant que « *Morgan Stanley pourrait, en ayant fixé les cours des Futures FGBL, FGBX et FOAT à des niveaux anormaux ou artificiels,* [ayant] *pour objet, et pour effet, de fixer également les cours des OAT des OLO, instruments financiers liés, à des niveaux anormaux ou artificiels* ».

- d'autre part eu recours à une tromperie ou à un artifice, en méconnaissance du 2° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, la poursuite affirmant que la mise en cause aurait trompé le marché en ayant acquis des FOAT « *en totale incohérence avec sa stratégie de dénouement* ».

Une copie de la notification de griefs a été transmise le 6 février 2018 à la présidente de la commission des sanctions, conformément aux dispositions de l'article R. 621-38 du code monétaire et financier.

Par décision du 15 février 2018, la présidente de la commission des sanctions a désigné M. Bernard Field en qualité de rapporteur.

Par lettre du 21 février 2018, Morgan Stanley International a été informée qu'elle disposait d'un délai d'un mois, en application de l'article R. 621-39-2 du code monétaire et financier, pour demander la récusation du rapporteur dans les conditions prévues par les articles R. 621-39-3 et R. 621-39-4 du code monétaire et financier.

Le 14 juin 2018, à la suite d'un délai supplémentaire octroyé par le rapporteur à la demande de Morgan Stanley International, cette dernière a présenté des observations en réponse à la notification de griefs, auxquelles étaient annexés un rapport du cabinet Sorgem Evaluation (ci-après « ***le rapport Sorgem*** ») ainsi qu'un « *rapport d'expert de marché* » de M. D, ancien responsable du *trading* sur obligations souveraines au sein de la banque UBS à Londres.

Le 24 mai 2019, le rapporteur a sollicité de Morgan Stanley International la communication de pièces complémentaires liées au rapport Sorgem. Morgan Stanley International a communiqué lesdites pièces le 5 juin 2019.

A cette même date, il a également demandé au président de l'AMF de lui faire part de ses éventuelles observations sur le rapport Sorgem. Le président de l'AMF a transmis les observations du collège le 18 juillet 2019.

Morgan Stanley International, représentée par M. C, « *Global Head of Bank Resource Management Division* », et M. B, « *Asia-Pacific Head of Macro-Trading* » de la division « *Fixed Income* » et ancien directeur du Desk, a été entendue par le rapporteur le 25 juin 2019 et, à la suite de son audition, a produit une note et des documents complémentaires le 4 juillet 2019.

Le rapporteur a déposé son rapport le 27 septembre 2019.

Par lettre du 27 septembre 2019 à laquelle était joint le rapport du rapporteur, Morgan Stanley International a été convoquée à la séance de la commission des sanctions du 8 novembre 2019 et informée qu'elle disposait d'un délai de quinze jours pour présenter des observations en réponse au rapport du rapporteur, conformément au III de l'article R. 621-39 du code monétaire et financier.

Par lettre du 10 octobre 2019, Morgan Stanley International a été informée de la composition de la formation de la commission des sanctions appelée à délibérer lors de la séance du 8 novembre 2019 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 de plusieurs de ses membres.

Le 21 octobre 2019, à la suite d'une extension de délai accordée par la présidente de la commission des sanctions à la demande de Morgan Stanley International, cette dernière a déposé des observations en réponse au rapport du rapporteur.

MOTIFS DE LA DÉCISION

I. Sur la compétence de la commission des sanctions

1. Morgan Stanley International soutient que la commission des sanctions n'est compétente que pour connaître des manquements de manipulations de cours des OAT. Elle affirme à cet égard que la commission ne peut connaitre des transactions du Desk portant sur les OLO, dès lors qu'aucun des éléments constitutifs du manquement ne peut être rattaché au territoire français. Il sera relevé que la mise en cause n'évoque pas, en revanche, la question de la compétence de la commission pour connaître des manquements de manipulation de cours des FOAT, FGBL et FGBX, qu'il conviendra cependant également d'apprécier.

1. Textes applicables

2. Les opérations litigieuses ont été effectuées le 16 juin 2015 par le Desk situé à Londres.

3. En vertu du c) du II) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur du 22 février 2014 au 3 juillet 2016 : « *II.- La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes* : (…) / *c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié, à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou s'est livrée à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent :/ -un instrument financier ou un actif mentionné au II de l'article L. 421-1 admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée, dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ; / -un instrument financier lié à un ou plusieurs instruments mentionnés à l'alinéa précédent* (...) ».

4. Postérieurement aux faits, à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur à compter du 3 juillet 2016, non modifiée depuis sur ce point, le terme « *instrument financier lié* » a été remplacé par : « *un instrument financier* (…) *dont le cours ou la valeur dépend du cours ou de la valeur d'un instrument financier* (…) *ou dont le cours ou la valeur a un effet sur le cours ou la valeur d'un instrument financie*r ».

5. Le terme « *instrument financier lié* » n'étant pas défini par la version de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier applicable à l'époque des faits, la version en vigueur à compter du 3 juillet 2016 ne peut pas être considérée comme moins sévère que cette dernière, de sorte qu'elle n'est pas d'application rétroactive.

6. En outre, l'article 611-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016 applicable à l'époque des faits, prévoit que le livre VI relatif aux abus de marché, incluant les articles 631-1 et 632-1 du même règlement, est applicable aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier et « *aux opérations portant sur ces instruments financiers, que celles-ci aient été effectivement exécutées ou non sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation* ». Le 3 de l'article 2 du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (ci-après, le « ***règlement MAR*** »), entré en vigueur le 3 juillet 2016, prévoit des dispositions équivalentes, de sorte que ces dernières ne sont pas susceptibles d'application rétroactive.

7. Il s'ensuit que la compétence de la commission des sanctions sera appréciée à la lumière du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur du 22 février 2014 au 3 juillet 2016 et de l'article 611-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 15 juin 2014 au 23 septembre 2016.

2. Appréciation de la compétence de la commission des sanctions

2.1. Compétence à l'égard des OAT

8. Les OAT sont des titres de créance et constituent donc des instruments financiers en vertu de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

9. Les 17 OAT objets de la manipulation de cours reprochée à Morgan Stanley International ont été négociées par le Desk sur MTS France, système multilatéral de négociation régulé par l'AMF.

10. La commission des sanctions est par conséquent compétente pour connaître du manquement de manipulation de cours de ces 17 OAT négociées par le Desk le 16 juin 2015 sur MTS France à 9h44, en application du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

11. En outre, les 17 OAT négociées par le Desk, d'une part, sur le système multilatéral de négociation britannique Broker Tec et, d'autre part, par l'intermédiaire d'un courtier, sont identiques à celles négociées simultanément sur MTS France, ainsi qu'il ressort de leur code ISIN.

12. En application des dispositions combinées du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier et de l'article 611-1 du règlement général de l'AMF précité, dans leur version applicable à l'époque des faits, la commission est donc également compétente pour statuer sur le manquement de manipulation du cours des OAT négociées par le Desk le 16 juin 2015 à 9h44 sur Broker Tec et par l'intermédiaire d'un courtier.

2.2. Compétence à l'égard des OLO

13. Les OLO sont des titres de créance et constituent donc des instruments financiers en vertu de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier.

14. Les 8 OLO concernées par la manipulation de cours reprochée à Morgan Stanley International ont été négociées par le Desk sur MTS Belgium, qui est une plateforme régulée par l'Autorité des services et marchés financiers de Belgique. En outre, le seul marché réglementé sur lequel ces 8 OLO étaient admises aux négociations était Euronext Brussels.

15. Cependant, les données issues de l'enquête démontrent que les variations du cours des OLO sont étroitement corrélées au cours des OAT, avec un coefficient de corrélation positif de 0,97. Morgan Stanley International confirme l'existence d'une telle corrélation puisqu'elle a indiqué, dans ses observations en réponse à la notification de griefs que « *le Desk négocie souvent des instruments belges de manière interchangeable avec les instruments français, car ils sont généralement corrélés positivement* ».

16. En conséquence, les 8 OLO négociées par le Desk le 16 juin 2015 sur MTS Belgium constituent des instruments financiers liés aux 17 OAT précitées au sens du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

17. La commission des sanctions est compétente pour connaître du manquement de manipulation de cours de ces 8 OLO négociées par le Desk le 16 juin 2015 sur MTS Belgium, en application du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

2.3. Compétence à l'égard des FOAT

18. Les FOAT constituent des contrats à terme relatifs à des instruments financiers et sont en tant que tels réputés, en vertu des dispositions combinées des articles L. 211-1 et D. 211-A du code monétaire et financier, constituer des instruments financiers.

19. Les FOAT échéance septembre 2015 ont été négociés par le Desk sur Eurex, marché allemand réglementé de produits dérivés, et non sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation supervisé par l'AMF.

20. Cependant, les FOAT sont des contrats à terme ayant pour sous-jacent des OAT, de sorte que leurs cours sont liés au cours des OAT. Il en résulte que les FOAT échéance septembre 2015 constituent des instruments financiers liés aux 17 OAT négociées par le Desk, au sens du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

21. Il s'ensuit que la commission des sanctions est compétente pour connaître du manquement de manipulation de cours des FOAT échéance septembre 2015 négociés par le Desk le 16 juin 2015 sur Eurex, en application du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

2.4. Compétence à l'égard des FGBL et FGBX

22. Les FGBL et FGBX sont des contrats à terme relatifs à des instruments financiers et ont donc la nature d'instruments financiers, en vertu des dispositions combinées des articles L. 211-1 et D. 211-A du code monétaire et financier.

23. Les FGBL et FGBX échéances septembre 2015 ont été négociés par le Desk sur Eurex, marché allemand réglementé de produits dérivés, et non sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation supervisé par l'AMF.

24. Cependant, la régression linéaire, effectuée par les enquêteurs, du taux souverain français à échéance 30 ans sur les taux français à échéance 10 ans (équivalent du FOAT), les taux souverains allemands à échéance 10 ans (équivalent du FGBL) et 30 ans (équivalent FGBX) sur la période du 1er janvier 2015 au 16 juin 2015 met en évidence que le cours des FGBL et FGBX influence, aux côtés du FOAT, le cours des OAT. Ce constat issu des données de l'enquête relatif à l'influence du cours des FGBL et FGBX sur les OAT négociées par le Desk est au demeurant confirmé par M. A, responsable du *trading* sur obligations souveraines européennes à la société X, M. D, ainsi que par le rapport Sorgem.

25. Dès lors, les FGBL et FGBX échéances septembre 2015 négociés par le Desk le 16 juin 2015 sur Eurex constituent des instruments financiers liés auxdites OAT au sens du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

26. La commission des sanctions est donc compétente pour connaître du manquement de manipulation de cours des FGBL et FGBX échéances septembre 2015 négociés par le Desk le 16 juin 2015 sur Eurex, en application du c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier dans sa version en vigueur à l'époque des faits.

II. Sur l'atteinte alléguée aux droits de la défense

1. Sur l'absence d'audition des salariés de Morgan Stanley International par les enquêteurs

27. Morgan Stanley International soutient que le refus des enquêteurs d'auditionner, par le biais de la *Financial Conduct Authority* (« **FCA** »), six de ses salariés impliqués dans les opérations litigieuses sur une base obligatoire (dite « *compelled* ») - telle que ces derniers le réclamaient - constitue une atteinte irrémédiable aux droits de la défense, ce qui est de nature à justifier l'annulation de la procédure.

28. Cependant, les droits de la défense s'appliquent seulement à la procédure de sanction, ouverte par la notification de griefs par le collège et par la saisine de la commission des sanctions, et non à la phase préalable d'enquête. Celle-ci doit néanmoins être conduite de manière loyale et, d'une manière générale, se dérouler dans des conditions garantissant qu'il ne soit pas porté une atteinte irrémédiable aux droits de la défense des personnes auxquelles des griefs sont ensuite notifiés.

29. Or, Morgan Stanley International a pu, avant la décision de notifier des griefs, communiquer aux enquêteurs des documents et formuler des observations en réponse à la lettre circonstanciée à l'occasion de laquelle elle a eu accès aux principaux éléments du dossier sur lesquels les enquêteurs fondaient leur raisonnement. Ses observations ont, conformément aux dispositions de l'article 144-2-1 du règlement général de l'AMF, été transmises au collège avant qu'il ne décide l'ouverture d'une procédure de sanction. Les éléments à décharge que les salariés de Morgan Stanley International auraient éventuellement invoqués lors de leur audition sous l'égide de la FCA ont par conséquent pu être développés par Morgan Stanley International ultérieurement dans sa réponse à la lettre circonstanciée.

30. Dans ces conditions, Morgan Stanley International ne démontre pas en quoi l'enquête aurait présenté un caractère déloyal, ni en quoi les dispositions de l'article 41 de la charte des droits fondamentaux, qui prévoit le « *droit de toute personne d'être entendue avant qu'une mesure individuelle qui l'affecterait défavorablement ne soit prise à son encontre* », auraient été méconnues.

31. En tout état de cause, à la suite de la notification de griefs, Morgan Stanley International a pu faire valoir toutes observations utiles de fait et de droit sur les griefs qui lui ont été notifiés, tant dans ses réponses écrites qu'au cours de son audition par le rapporteur et devant la commission des sanctions.

32. Le moyen soulevé par la mise en cause tenant à l'absence d'audition par les enquêteurs de ses salariés impliqués dans les opérations litigieuses sera dès lors rejeté.

2. Sur l'absence d'informations suffisantes concernant les interventions autres que celles du 16 juin 2015 dans la lettre circonstanciée

33. La lettre circonstanciée notifiée à Morgan Stanley International mettait en cause, outre les opérations du Desk du 16 juin 2015, dix autres interventions effectuées par le Desk au cours de l'année 2015. La mise en cause soutient que l'absence d'informations suffisantes sur ces dix autres séquences dans la lettre circonstanciée l'a privée de la possibilité d'exercer ses droits de la défense.

34. Ces dix interventions ne sont pas poursuivies aux termes de la notification de griefs, qui n'y fait allusion qu'à titre informatif, en note de bas de page, et seulement pour quatre d'entre elles.

35. En conséquence, le supposé défaut d'informations suffisantes sur ces opérations dans la lettre circonstanciée n'est pas susceptible de faire grief à Morgan Stanley International.

36. En tout état de cause, la réponse à la lettre circonstanciée de Morgan Stanley International contient les observations de cette dernière sur ces dix interventions, de sorte qu'aucune atteinte irrémédiable des droits de la défense n'est susceptible d'être caractérisée.

37. Le moyen soulevé par la mise en cause relatif à l'absence d'informations suffisantes sur les opérations autres que celles du 16 juin 2015 visées par la lettre circonstanciée sera par conséquent rejeté.

III. Sur les griefs notifiés

1. Sur l'élément matériel du grief de manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal ou artificiel prévue au 1°b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF

38. Il est fait grief à Morgan Stanley International d'avoir, à raison de ses interventions du 16 juin 2015 entre 9h29 et 9h44, fixé le cours des FOAT, FGBL et FGBX échéances septembre 2015 à un niveau anormal et artificiel, en méconnaissance du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF. La poursuite met en avant que ces interventions correspondent aux éléments décrits aux 1°, 2°, 4° et 5° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF, permettant d'apprécier les pratiques de manipulation de cours mentionnées au 1° de l'article 631-1 du même règlement. La notification de griefs souligne à cet égard l'importance du volume négocié par le Desk, le fait que ces interventions ont eu le plus gros impact positif sur les prix de ces Futures de toute la journée et que le Desk a été le principal contributeur à la hausse du prix de ces instruments financiers durant la période de négociation.

39. Il est encore fait grief à Morgan Stanley International d'avoir fixé le cours des 17 OAT et des 8 OLO cédées par le Desk à 9h44 à un niveau anormal et artificiel, à raison des interventions du Desk sur le FOAT, le FGBL et le FGBX entre 9h29 et 9h44, en méconnaissance du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF. La poursuite soutient que les interventions de Morgan Stanley International sur les OAT et les OLO correspondent aux indicateurs de manipulations de cours prévus aux 2°, 4°et 5° de l'article 631-2 dudit règlement.

40. Morgan Stanley International soutient que les transactions sur les Futures ont obéi à un intérêt légitime, dans le cadre du dénouement d'une position déficitaire prise par le Desk, et ont été effectuées selon un mode opératoire cohérent avec cet intérêt légitime et conforme aux pratiques de marché. Morgan Stanley International affirme en outre que les transactions litigieuses n'ont pas fixé le cours du FOAT à un niveau anormal ou artificiel, en ce que les variations de cours résultant de ces interventions étaient « *normales* » compte tenu des volumes négociés et qu'elles sont principalement dues aux circonstances exceptionnelles de marché du 16 juin 2015.

41. Morgan Stanley International relève également que les transactions sur les Futures n'ayant pas fixé les prix de ces derniers à des niveaux anormaux ou artificiels, elles n'ont pu fixer le cours des OAT et des OLO à un niveau anormal ou artificiel. Elle affirme enfin qu'en tout état de cause, c'est le cours du FGBL et non du FOAT qui dirige et détermine le cours des OAT et des OLO.

1.1. Textes applicables

42. Le 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 23 septembre 2016, disposait : « *Constitue une manipulation de cours : / 1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres : / […] b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel / 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* ».

43. Les dispositions de l'article 12.1.a) ii) du règlement MAR, entrées en application le 3 juillet 2016, définissent en des termes équivalents ce cas de manipulation de cours, de sorte qu'elles ne sont pas moins sévères et qu'elles ne sont pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.

44. Le grief sera donc examiné sur le fondement du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF.

1.2. Sur l'élément matériel de la manipulation du cours du FOAT par fixation de son cours à un niveau anormal ou artificiel

45. L'acquisition de 1890 FOAT échéance septembre 2015 sur Eurex par le Desk le 16 juin 2015 a eu lieu sur une période de 15 minutes, entre 9h29 et 9h44. Ces achats ont représenté 29% des acquisitions totales de FOAT sur Eurex durant cette séquence d'intervention. Il résulte du rapport Sorgem, communiqué par la mise en cause, que le Desk n'a négocié un tel volume de FOAT sur une période de 15 minutes que lors de 5 séances sur une période de 2 ans.

46. Le cours du FOAT échéance septembre 2015 est passé de 144,84 à 145,41 durant la période d'intervention de Morgan Stanley International, soit une augmentation de près de 60 ticks, les interventions du Desk ayant contribué à cette hausse à hauteur de 60%, soit le plus gros impact positif sur les prix de toute la journée sur ce contrat à terme, le second plus gros contributeur n'en étant responsable qu'à hauteur de 9,2%, selon les données issues de l'enquête. Cette contribution des interventions du Desk à la hausse du cours résulte notamment du mode de passation des ordres, puisque sur 1890 FOAT acquis par le Desk, 969 l'ont été en vertu d'ordres agressifs, c'est-à-dire passés à la meilleure limite à la vente en vue de leur exécution immédiate, et ce nonobstant le recours par le Desk à des ordres de type iceberg, visant à fragmenter lesdits ordres. Il ressort également des pièces du dossier que moins de 1% des périodes de négociation de 15 minutes sur Eurex au cours de l'année 2015 ont connu une variation du cours du FOAT supérieure à celle-ci.

47. Au terme de la séquence d'intervention du Desk, la variation du cours du FOAT échéance septembre 2015 sur Eurex s'est inversée, puisqu'il est passé de 145,53 à 9h43 à 144,87 à 9h45, soit quasiment le niveau du cours existant avant les interventions du Desk sur cet instrument financier.

48. Il s'ensuit que le Desk a émis sur Eurex, le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44, des ordres de façon concentrée sur un bref laps de temps ayant entraîné une variation de cours du FOAT échéance septembre 2015 qui s'est ensuite inversée, ce qui correspond à l'élément permettant d'apprécier les pratiques de manipulation de cours prévu au 5° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF selon lequel « *Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours, l'AMF prend en compte, pour apprécier les pratiques mentionnées au 1° de l'article 631-1 : […] 5° La concentration des ordres émis ou des opérations effectuées sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée* », étant précisé que les dispositions du e) de la section A du règlement MAR définissent cet élément en des termes équivalents, de sorte qu'elles ne sont pas susceptibles de recevoir une application rétroactive.

49. Les éléments mentionnés à l'article 631-2 du règlement général de l'AMF, dont la liste citée par la notification de griefs n'est ni limitative, ni contraignante, ne peuvent être, selon les dispositions de cet article, « *considérés comme formant une liste exhaustive ni comme constituant en eux-mêmes une manipulation de cours* », de sorte qu'il convient désormais de déterminer si, comme le soutient la notification de griefs, les ordres litigieux ont fixé le cours du FOAT échéance septembre 2015 à un niveau anormal ou artificiel, au sens du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF.

50. Tout d'abord, contrairement à ce qu'affirme la mise en cause, le fait que la variation de cours soit cohérente avec le volume négocié n'est pas de nature à exclure toute manipulation de cours.

51. Ensuite, le lien de causalité entre les interventions de Morgan Stanley International et la variation de cours est établi par les données de l'enquête, qui mesurent la contribution des autres intervenants sur Eurex à la hausse du cours du FOAT.

52. Enfin, l'ignorance invoquée par Morgan Stanley International, de l'impact précis sur le cours du FOAT des ordres litigieux, en raison du contexte de marché ainsi que de la volatilité et de la faible liquidité du titre, est dénuée d'incidence sur la caractérisation du manquement de manipulation de cours. Au demeurant, il sera relevé que ce contexte de marché était connu des *traders* du Desk, puisqu'il ressort des pièces du dossier que ceux-ci s'inquiétaient le 15 juin 2015 des conséquences de cette volatilité et de cette absence de liquidité du marché. En outre, les interventions litigieuses ont duré près de quinze minutes, de sorte que ceux-ci ont pu constater en temps réel l'impact de leurs interventions sur le cours du FOAT échéance septembre 2015.

53. Les arguments invoqués par Morgan Stanley International ne sont donc pas de nature à exclure une manipulation de cours.

54. Il est constant que le cours d'un instrument financier est anormal ou artificiel notamment lorsqu'il résulte de transactions qui ont pour objectif de fixer ledit cours à un niveau donné.

55. En l'espèce, Morgan Stanley International affirme que l'acquisition des 1890 FOAT s'inscrivait dans la stratégie du Desk de dénouement d'une position déficitaire, de sorte que ladite acquisition n'était pas motivée par la volonté du Desk de fixer le cours des FOAT à un niveau donné.

56. Il sera cependant relevé que cette circonstance n'est pas exclusive de la poursuite par le Desk d'un objectif de fixation du cours d'un instrument financier à un certain niveau, qui est susceptible d'être déduit de la nature et des modalités des transactions relatives à un tel dénouement.

57. Il ressort des pièces du dossier qu'antérieurement au 15 juin 2015, le Desk détenait, dans le cadre d'une stratégie de *trading* choisie, une position dite longue sur les instruments obligataires français (OAT et FOAT) et belges (OLO), couverte par des positions dites courtes sur les instruments obligataires allemands et italiens (ci-après la « ***position FIG*** » pour *French Italian German*). Le 15 juin 2015, à 12h25, le Desk a acquis pour 500 millions d'euros d'OAT auprès de la Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ et, à titre de couverture, a cédé 950 FOAT, 1940 FGBL et acquis 250 millions d'euros de notionnel d'Itraxx. Cette transaction a eu pour effet de doubler la position longue du Desk sur les obligations françaises. A la fin de la journée du

15 juin 2015, la position FIG détenue par le Desk est devenue déficitaire à hauteur de 6 millions de dollars, en raison de l'écartement de l'ordre de 6 points de base du rendement respectif des instruments obligataires français et allemand (ci-après le « ***spread franco-allemand*** »). Le 16 juin 2015 au matin, dans un contexte marqué par l'inquiétude des investisseurs sur un éventuel défaut de paiement de la Grèce, l'accroissement de l'écartement du spread franco-allemand a occasionné une perte supplémentaire de 8,7 millions de dollars pour le Desk au titre de la position FIG. C'est dans ces conditions que le Desk a décidé de dénouer sa position FIG, afin de ne pas dépasser le seuil de 20 millions de dollars de pertes autorisé par le management.

58. Il ressort également des pièces du dossier que, pour cette raison, l'objectif du Desk était de réduire son exposition à l'écartement du spread franco-allemand, ce qui impliquait, d'une part, de réduire l'exposition du Desk au risque souverain français en cédant les instruments obligataires français et belges qu'il détenait, et d'autre part, d'accroître l'exposition au risque souverain allemand, en acquérant des instruments obligataires allemands. Il s'ensuit que le processus du dénouement de la position FIG est cohérent avec, d'une part, les acquisitions de FGBL et FGBX et, d'autre part, les cessions d'OAT et d'OLO effectuées par le Desk le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44, ainsi qu'avec la vente de 250 millions d'euros de notionnel d'Itraxx à la même période.

59. Cependant, l'acquisition par le Desk de 1890 FOAT le 16 juin 2015 entre 9h29 et 9h44 est contraire à la logique du dénouement de la position FIG, dès lors que cette acquisition a pour effet d'accroitre, et non de réduire, la position longue du Desk au risque français. La vente ultérieure par le Desk, dans le courant de la journée du 16 juin 2015, postérieurement aux opérations litigieuses, de 4469 FOAT, en vue de « *réduire son risque français résiduel* (…) [de] l*a façon la plus efficace »* selon les termes de Morgan Stanley International, confirme, *a contrario*, que l'acquisition de 1890 FOAT entre 9h29 et 9h44 était quant à elle contradictoire avec l'objectif de réduire son exposition au risque français au titre du dénouement de la position FIG.

60. Morgan Stanley International affirme que l'acquisition de 1590 FOAT (sur un total de 1890) s'explique par la volonté du Desk de dénouer les couvertures associées à la position FIG, en ce compris les 950 FOAT cédés dans le cadre de la transaction avec la Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ le 15 juin 2015 à 12h25.

61. Cependant, les données fournies par la mise en cause démontrent que le Desk gérait la position FIG selon une logique de « *risque net agrégé* » par émetteur souverain et n'opérait aucune distinction ni entre les instruments financiers ni entre les transactions à l'origine de cette position. En conséquence, le débouclement de la position FIG commandait de modifier la position globale du Desk au regard des risques souverains français et allemand, mais ne nécessitait pas de dénouer une transaction donnée, telle que la transaction avec la Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ.

62. Au surplus, il sera relevé que cette transaction avec la banque japonaise a augmenté l'exposition du Desk au risque français à hauteur de 332 704 euros par point de base selon les données du dossier. En conséquence, le débouclement autonome de cette transaction aurait impliqué de céder des instruments obligataires français (OAT et /ou FOAT) et non d'acquérir des FOAT comme cela a été le cas, et ce d'autant plus que la mise en cause a reconnu dans ses observations post-audition que « *lorsqu'il s'agit de risques et d'exposition aux risques souverains, aucune distinction n'est effectuée, s'agissant du risque français, quant au fait qu'il soit détenu sous la forme de FOAT ou d'OAT* ».

63. Il résulte de ce qui précède que le Desk n'avait aucune nécessité, dans le cadre du dénouement de la position FIG, de déboucler la vente de FOAT prise à titre de couverture dans le cadre de la transaction avec la Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ.

64. En tout état de cause, le dénouement de cette couverture eut nécessité l'acquisition de 950 FOAT et non de 1590 FOAT, comme l'a fait Morgan Stanley International. Les explications fournies par la mise en cause pour justifier d'un tel écart, à savoir qu'elle ne connaissait pas le nombre exact de FOAT cédés à titre de couverture de la transaction avec la Bank of Mitsubishi UFJ et n'a pu aboutir qu'à une « *fourchette de 1000 à 1500 contrats* », ne sont étayées par aucun commencement de preuve et sont peu convaincantes.

65. Il sera relevé à ce titre que lorsque le Desk a dénoué le 16 juin 2015, de façon cohérente avec son objectif de déboucler sa position FIG, l'acquisition d'Itraxx effectuée le 15 juin 2015, elle l'a fait en cédant cet instrument financier pour un montant strictement équivalent à son acquisition de la veille, soit 250 millions

d'euros de notionnel. Cet élément démontre que le Desk avait une connaissance précise de la nature et du montant des couvertures prises dans le cadre de la transaction avec la Bank of Mitsubishi UFJ, contrairement à ce qu'affirme la mise en cause. Au surplus, Morgan Stanley International ne fournit aucune explication pour justifier que son *trader* ait choisi le haut de ladite « fourchette » en acquérant 1590 FOAT, à rebours de l'objectif affiché du Desk, qui était de réduire son exposition au risque français. Enfin, l'acquisition des 300 autres FOAT, qui résulterait selon la mise en cause d'une couverture prise par le Desk à la suite d'une vente d'OAT à un client, est également contradictoire avec l'objectif précité du Desk.

66. Il résulte de ce qui précède que l'acquisition par le Desk de 1890 FOAT n'était pas cohérente avec le dénouement de la position FIG et n'était donc pas nécessitée par celui-ci, contrairement à ce qu'affirme la mise en cause.

67. Quant à l'objectif poursuivi par le Desk en acquérant les 1890 FOAT, il résulte des pièces du dossier, notamment des constats des enquêteurs, de l'audition de M. A, du « *rapport de marché* » de M. D ainsi que du rapport Sorgem, que la variation du cours des FOAT est susceptible d'avoir un impact sur le cours des OAT et des OLO.

68. En l'espèce, il a été rappelé que l'acquisition par le Desk, le 16 juin 2016, entre 9h29 et 9h44, de 1890 FOAT à échéance septembre 2015, a contribué à hauteur de 60% à la hausse du cours du FOAT échéance septembre 2015, qui est passé de 144,84 à 145,41 sur la période concernée, et ce nonobstant le recours par le Desk à des ordres de type iceberg visant à fragmenter les ordres.

69. Durant la période d'intervention du Desk sur le FOAT, c'est-à-dire entre 9h29 et 9h44, le cours des 17 OAT qui seront cédées par le Desk a augmenté de 0,45% en moyenne sur MTS France, tandis que celui des 8 OLO qui seront également cédées a augmenté de 0,22% à 1,39% sur MTS Belgium selon les titres pendant la même période.

70. En outre, la cession massive d'OAT (pour 815 millions d'euros) et d'OLO (pour 340 millions d'euros) effectuée par le Desk sur les systèmes de négociation organisés MTS France, MTS Belgium et Broker Tec est intervenue à 9h44, soit immédiatement après l'acquisition par le Desk des FOAT – ainsi que des Futures allemands (FGBL et FGBX) - sur Eurex.

71. Enfin, Morgan Stanley International a justifié la cession de 4469 FOAT, qui a eu lieu postérieurement aux opérations litigieuses, en indiquant, pour reprendre les termes du rapport Sorgem, que « *le Desk pouvait alors réduire son risque en vendant des FOAT sans élargir le spread* [franco-allemand]*, ce qui, avant la vente des Obligations françaises, n'aurait pas été possible* ». Ce constat est confirmé par M. D, qui indique également dans son rapport que « *la vente de 10000 FOAT* (…) *aurait eu un impact sur le cours des FOAT (et par voie de conséquence, sur celui des Obligations Françaises) de manière plus importante que la façon de procéder adoptée par le Desk ».* Les *traders* du Desk avaient donc connaissance de l'impact sur le cours des OAT qu'étaient susceptibles d'avoir leurs interventions sur le FOAT échéance septembre 2015.

72. Selon les explications de la mise en cause, les *traders* du Desk ont reporté la cession de FOAT au motif que celle-ci aurait eu un impact négatif sur le cours des OAT. Il s'ensuit, *a contrario*, que lesdits *traders* avaient conscience que l'acquisition de FOAT ne pouvait qu'avoir nécessairement un impact positif sur le cours des 17 OAT qu'ils allaient céder immédiatement après la fin de leurs interventions sur le FOAT, la circonstance qu'ils n'étaient pas en mesure de quantifier l'impact exact de cette acquisition sur le cours des OAT étant indifférente à la qualification du manquement.

73. Il résulte de ces éléments que l'acquisition par le Desk de 1890 FOAT, qui s'inscrivait en contradiction avec l'objectif de réduire son exposition au risque français, avait pour objet de fixer le cours des FOAT à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été en l'absence de telles acquisitions, et ce afin, en raison de la corrélation existant entre ces instruments financiers, d'influencer à la hausse le cours des 17 OAT et des 8 OLO avant de céder ces dernières de façon instantanée et massive la minute suivante.

74. Les interventions de Morgan Stanley International sur le FOAT échéance septembre 2015 effectuées par le Desk le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44 ont donc fixé le cours de cet instrument financier à un niveau anormal et artificiel. L'élément matériel du cas de manipulation de cours prévu au 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF est par conséquent caractérisé.

1.2. Sur l'élément matériel de la manipulation de cours des FGBL et FGBX par fixation de leur cours à un niveau anormal ou artificiel

75. L'acquisition de 7708 FGBL échéance septembre 2015 sur Eurex par le Desk le 16 juin 2015 a eu lieu sur une période de 15 minutes, entre 9h29 et 9h44. Ces achats ont représenté 17% des acquisitions totales de FGBL sur Eurex durant cette séquence d'intervention, étant précisé que 1204 FGBL ont été vendus en parallèle. Il résulte du rapport Sorgem que, lors des deux dernières années, le Desk n'avait jamais négocié un tel volume de FGBL sur une période de 15 minutes.

76. Le cours du FGBL échéance septembre 2015 est passé de 151,47 à 152,03 durant la période d'intervention de Morgan Stanley International, soit une augmentation de près de 50 *ticks*, les interventions du Desk ayant contribué à cette hausse à hauteur de 36%, soit le plus gros impact positif sur les prix de toute la journée sur ce contrat à terme, le second plus gros contributeur n'étant responsable de cette hausse qu'à hauteur de 11,4%, selon les données issues de l'enquête. Cette contribution des interventions du Desk à la hausse du cours résulte notamment du mode de passation des ordres, puisque sur 8912 FGBL acquis par le Desk, 6844 l'ont été en vertu d'ordres agressifs, c'est-à-dire passés à la meilleure limite à la vente en vue de leur exécution immédiate, et ce nonobstant le recours par le Desk à des ordres de type iceberg, visant à fragmenter lesdits ordres. Il ressort également des pièces du dossier que moins de 1,7% des périodes de négociation de 15 minutes sur Eurex au cours de l'année 2015 ont connu une variation du FGBL supérieure à celle-ci.

77. Au terme de la séquence d'intervention du Desk, la variation du cours du FGBL échéance septembre 2015 sur Eurex s'est inversée, puisqu'il est passé de 152,03 à 9h44 à 151,85 à 9h45.

78. Il s'ensuit que le Desk a émis sur Eurex, le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44, des ordres de façon concentrée sur un bref laps de temps ayant entraîné une variation de cours du FGBL échéance septembre 2015 qui s'est ensuite inversée, ce qui correspond à l'élément permettant d'apprécier les pratiques de manipulation de cours prévu au 5° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF.

79. Quant à l'acquisition de 372 FGBX échéance septembre 2015 sur Eurex par le Desk le 16 juin 2015, celle-ci a eu lieu sur une période de 40 secondes, entre 9h42 et 9h43. Ces achats ont représenté 16% des acquisitions totales de FGBL sur Eurex ente 9h29 et 9h44.

80. Le cours du FGBX échéance septembre 2015 est passé de 150,64 à 152,04 durant la période d'intervention de Morgan Stanley International, soit une augmentation de près de 140 *ticks*, les interventions du Desk ayant contribué à hauteur de 48% à cette hausse, soit le plus gros impact positif sur les prix de toute la journée sur ce contrat à terme, le second plus gros contributeur n'étant responsable de cette hausse qu'à hauteur de 39%, selon les données issues de l'enquête. Il ressort également des pièces du dossier que moins de 0,8% des périodes de négociation de 15 minutes sur Eurex au cours de l'année 2015 ont connu une variation du FGBX supérieure à celle-ci.

81. Au terme de la séquence d'intervention du Desk, la variation du cours du FGBX échéance septembre 2015 sur Eurex s'est inversée, puisqu'il est passé de 152, 04 à 9h44 à 151,62 à 9h45.

82. Il s'ensuit que le Desk a émis sur Eurex, le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44, des ordres de façon concentrée sur un bref laps de temps ayant entraîné une variation de cours du FGBX échéance septembre 2015 qui s'est ensuite inversée, ce qui correspond à l'élément précité prévu au 5° de l'article 631-2 du règlement général de l'AMF.

83. Il convient désormais de déterminer si, comme le soutient la notification de griefs, les ordres litigieux ont fixé les cours des FGBL et FGBX échéances septembre 2015 à un niveau anormal ou artificiel, au sens du 1° b) de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF.

84. Il sera tout d'abord relevé que les acquisitions de ces deux Futures traduisaient un véritable intérêt acheteur de Morgan Stanley International, dès lors qu'elles avaient pour effet d'augmenter l'exposition du Desk au risque souverain allemand parallèlement à la réduction de son exposition au risque souverain français, ce

qui est cohérent avec la stratégie de dénouement de la position FIG visant à réduire les pertes résultant de l'écartement du *spread* franco-allemand.

85. Ensuite, la négociation de ces instruments financiers sur une courte période est justifiée par la nécessité de sortir rapidement d'une position déficitaire dans un contexte de marché volatil.

86. Le volume de FGBL et FGBX acquis par le Desk est également cohérent et proportionné avec l'objectif du Desk de transformer une position courte en position longue sur le risque souverain allemand. Il ressort ainsi des données de l'enquête qu'à la suite de ces acquisitions, la position du Desk sur le risque allemand est passée de – 886 614 Eur/bp (position courte) à + 211 014 Eur/bp (position longue).

87. Le choix du Desk d'acquérir des Futures allemands avant de céder des obligations françaises et belges est également justifié, dès lors qu'un dénouement de type séquentiel de la position FIG alternant l'acquisition de Futures allemands et la vente d'obligations françaises et belges aurait accentué l'écartement du *spread* franco-allemand et, en conséquence, les pertes du Desk, ainsi que le reconnaissent les enquêteurs.

88. Enfin, les pièces du dossier ne permettent pas d'établir que les acquisitions de FGBL et FGBX ont, à elles seules (dans l'hypothèse où le Desk n'aurait pas également acquis des FOAT) fait varier le cours des OAT, ainsi que le reconnaissent les enquêteurs, au regard notamment du contexte de marché caractérisé par l'évolution divergente des cours des instruments obligataires allemands et français.

89. Il résulte de ce qui précède que, contrairement à ce que soutient la notification de griefs, les interventions du Desk sur les FGBL et FGBX n'avaient pas pour objet d'obtenir une certaine cotation du cours de ces deux instruments financiers en vue d'influencer le cours des OAT et n'ont donc pas pu fixer le cours des 17 OAT négociées par le Desk à un cours anormal ou artificiel.

90. Le grief de manipulation de cours des FGBL et FGBX n'est donc pas caractérisé.

1.3. <u>Sur l'élément matériel de la manipulation de cours des OAT par fixation de leur cours à un niveau anormal ou artificiel</u>

91. Le cours des 17 OAT cédées par Morgan Stanley International sur MTS France à 9h44 ont varié, en fonction des OAT, de 0,04% à 1,13% de 9h29 à 9h44 (période d'intervention du Desk sur les Futures), ainsi que le résume le tableau ci-dessous :

ISIN	maturite	bid 9 :29 :25	offer 9 :29 :25	mid 9 :29 :25	bid 9 :44 :00	offer 9 :44 :00	mid 9 :44 :00	%mid
FR0011708080	25/05/2019	103	103,11	103,055	103,05	103,15	103,1	0,04%
FR0010854182	25/04/2020	114,76	114,89	114,825	114,85	114,98	114,915	0,08%
FR0012557957	25/05/2020	97,79	97,92	97,855	97,88	98	97,94	0,09%
FR0011059088	25/10/2021	115,83	115,96	115,895	116,03	116,16	116,095	0,17%
FR0011486067	25/05/2023	105,87	106,02	105,945	106,22	106,34	106,28	0,32%
FR0010466938	25/10/2023	125,7	125,83	125,765	126,13	126,26	126,195	0,34%
FR0011619436	25/05/2024	109,29	109,44	109,365	109,77	109,87	109,82	0,42%
FR0011962398	25/11/2024	104,5	104,65	104,575	104,99	105,12	105,055	0,46%
FR0012517027	25/05/2025	92,39	92,57	92,48	92,85	93,01	92,93	0,49%
FR0010916924	25/04/2026	121,19	121,42	121,305	121,75	121,97	121,86	0,46%
FR0011317783	25/10/2027	113,14	113,56	113,35	113,8	114,22	114,01	0,58%
FR0000571218	25/04/2029	147,54	148,1	147,82	148,67	149,11	148,89	0,72%
FR0000187635	25/10/2032	158,62	159,22	158,92	159,77	160,18	159,975	0,66%
FR0010070060	25/10/2035	146,67	147,42	147,045	148,24	148,74	148,49	0,98%
FR0010371401	25/10/2038	136,55	137,3	136,925	138,19	138,69	138,44	1,11%
FR0010773192	25/04/2041	148,5	149,25	148,875	150,05	150,6	150,325	0,97%
FR0014461037	25/05/2045	123,36	124,11	123,735	124,88	125,38	125,13	1,13%

92. Il ressort des données de l'enquête que le cours des 17 OAT cédées à 9h44 par le Desk sur Broker Tec et par l'intermédiaire d'un courtier était quasiment identique au cours des mêmes OAT sur MTS France au même instant, de sorte qu'elles ont nécessairement connu une variation également identique entre 9h29 et 9h44.

93. La poursuite estime que cette variation du cours des OAT est anormale ou artificielle dès lors qu'elle résulte de la fixation du cours des FOAT, FGBL et FGBX à un niveau lui-même anormal et artificiel par le Desk.

94. Cependant, il a été vu que le Desk n'a pas fixé le cours des FGBL et FGBX à un niveau anormal ou artificiel, de sorte que la caractérisation du grief nécessite de déterminer si en fixant le cours du FOAT échéance septembre 2015 à un niveau anormal et artificiel, le Desk a fixé le cours des 17 OAT précitées à un niveau anormal ou artificiel.

95. M. A et M. D s'accordent pour constater, d'une part, le rôle déterminant du FOAT sur le cours des OAT, aux côtés notamment du FGBL et, d'autre part, sur le fait que la question de la prédominance du FOAT ou du FGBL sur le cours des OAT dépend du contexte de marché, et notamment de la corrélation existante entre les instruments obligataires français et allemands, c'est-à-dire de l'évolution du spread franco-allemand. Or, en l'espèce, il a été vu que les conditions de marché au 16 juin 2015 sont caractérisées par une évolution divergente du cours des instruments obligataires français et allemands, de sorte que dans une telle configuration, il est cohérent que le FOAT détermine prioritairement le cours des OAT eu égard aux Futures allemands.

96. Les enquêteurs confirment ce point en concluant que le prix de l'OAT « *s'exprime approximativement comme la somme du taux 10 ans français (c.-à-d. le future FOAT) et de la différence entre le taux 30 ans [FGBX] et 10 ans [FGBL] allemands »,* de sorte que « *si ces deux derniers [les taux 10 et 30 ans allemands] varient de manière similaire, alors la variation du taux français [OAT] sera égale à la variation du taux français 10 ans [FOAT]* ». Or, en l'espèce, les cours des FGBL FGBX ont varié de façon identique à la suite des interventions du Desk sur Eurex. La configuration de marché existante au 16 juin 2015 correspond donc à l'hypothèse selon laquelle le prix du FOAT est la principale composante de la variation du cours des OAT.

97. Selon les calculs du cabinet Sorgem, l'ampleur de la variation de cours des 17 OAT négociées par le Desk est susceptible d'être obtenue aussi bien par l'acquisition de 2123 FOAT - à comparer aux 1890 FOAT acquis par le Desk – que par l'acquisition de 5690 FGBL. Ils établissent ainsi que le FOAT est bien susceptible d'avoir un impact sur le cours des OAT, au même titre que les FGBL, dans un contexte de marché normal.

98. Il a été vu que Morgan Stanley International reconnait elle-même que, dans le contexte de marché existant lors des opérations litigieuses, le cours du FOAT a nécessairement un impact sur le cours des OAT puisqu'il est indiqué dans le rapport Sorgem que le Desk avait reporté la cession de FOAT pour ne pas influencer à la baisse le cours des OAT qu'elle projetait de céder. Ce constat est confirmé par M. D qui indique également dans son rapport que : « *la vente de 10000 FOAT* (…) *aurait eu un impact sur le cours des FOAT (et par voie de conséquence, sur celui des Obligations Françaises) de manière plus importante que la façon de procéder adoptée par le Desk* ». Il s'ensuit, *a contrario*, que, selon la vision du Desk à l'époque des opérations litigieuses, l'acquisition de FOAT ne pouvait avoir qu'un impact positif sur les OAT.

99. Les pièces du dossier conduisent donc au constat d'une influence significative du cours du FOAT sur le cours des OAT dans le contexte de marché existant lors des opérations litigieuses. En conséquence, en fixant le cours du FOAT échéance septembre 2015 à un niveau anormal et artificiel par ses interventions sur Eurex le 16 juin 2015 entre 9h29 et 9h44, Morgan Stanley International a nécessairement fixé le cours des OAT à un niveau lui-même anormal et artificiel, en raison de la corrélation entre ces instruments financiers.

100. Cependant, trois des dix-sept OAT ayant l'échéance la plus proche (OAT 1% 25/05/2019 ; OAT 3,5% 25/04/2020 ; OAT zéro coupon 25/05/2020) ont connu une variation de cours marginale entre 9h29 et 9h44 (de 0,04% à 0,09%), de sorte que le lien de causalité entre, d'une part, les interventions du Desk sur les FOAT et, d'autre part, le niveau de leur cours, n'est pas établi. Une telle absence de lien de causalité est cohérente avec le fait que le FOAT échéance septembre 2015 ayant pour sous-jacent des obligations d'une durée de vie résiduelle d'environ 10 ans (soit 2025), sa corrélation est nécessairement plus faible en ce qui concerne les OAT ayant une échéance proche.

101. L'élément matériel de la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal et artificiel est donc caractérisé pour 14 des 17 OAT cédées par le Desk sur MTS France à 9h44 (FR0011059088 ; FR0011486067 ; FR0010466938 ; FR0011619436 ; FR0011962398 ; FR0012517027 ; FR0010916924 ; FR0011317783 ; FR0000571218 FR0000187635 ; FR0010070060 ; FR0010371401 ; FR0010773192 ; FR0014461037).

1.4. Sur l'élément matériel de la manipulation de cours des OLO par fixation de leur cours à un niveau anormal ou artificiel

102. Le cours des 8 OLO cédées par le Desk à 9h44 ont augmenté de 0,22% à 1,39% de 9h29 à 9h44 selon les titres, ainsi que l'indique le tableau ci-dessous :

Isin	maturite	notionnel	time_start	mid_start	time_end	mid_end	mid_change_bp	economie_de_pertes_mid
BE0000308172	OLO4%28MAR22_7Y	10 000 000	9:29:24.958534	121.325	9 :44 :00.582258	121.545	0.22	22 000
BE0000320292	OLO4.25%28MAR41_26Y	25 000 000	9:29:24.939228	144.92	9.44.00.641925	146.245	1.325	331 250
BE0000324336	OLO4.5%28mar2026_11Y	30 000 000	9:29:24.939488	131.315	9:44:00.584900	131.94	0.625	187 500
BE0000326356	OLO4%28mar2032_17Y	25 000 000	9:29:24.960048	132.085	9:44:00.681987	133.0	0.915	228 750
BE0000328378	OLO2.25%22jun2023_8Y	80 000 000	9:29:24.974463	109.47	9:44:00.378667	109.8	0.33	264 000
BE0000331406	OLO3.75%22jun2045_30Y	10 000 000	9:29:24.956767	136.04	9:44:00.701325	137.43	1.39	139 000
BE0000332412	OLO2.6%22jun2024_9Y	80 000 000	9:29:24.862586	112.215	9:44:00.427302	112.64	0.425	340 000
BE0000334434	OLO0.8%22jun2025_10Y	80 000 000	9:29:24.942610	95.08	9:44:00.380978	95.5	0.42	336 000
TOTAL		**340 000 000**						**1 848 500**

103. Les données issues de l'enquête démontrent que les variations des taux belges à 10 ans sont corrélées aux taux français de même échéance avec un coefficient de corrélation positif de 0,97.

104. Morgan Stanley International, qui a indiqué dans ses observations en réponse à la notification de griefs : « *le Desk négocie souvent des instruments belges de manière interchangeable avec les instruments français, car ils sont généralement corrélés positivement* », confirme la forte corrélation existante entre les OLO et les OAT.

105. Une note d'analyse de la banque CACIB indique que : « *les OLO Belges et les OAT françaises ont été étroitement corrélées durant au moins les trois dernières années* ».

106. Enfin, les données issues de l'enquête démontrent que la corrélation entre le FOAT, FGBL et FGX, d'une part, et, les OLO, d'autre part, est similaire à la corrélation existante entre ces trois Futures et les OAT.

107. Compte tenu de cette identité de comportement entre les OAT et les OLO, il s'ensuit que la manipulation de cours des FOAT a fixé le cours des 8 OLO à un niveau anormal et artificiel, pour les mêmes raisons qu'elles ont fixé le cours des 14 OAT précitées à un niveau anormal et artificiel.

108. L'élément matériel de la manipulation de cours par fixation du cours à un niveau anormal et artificiel est donc caractérisé pour les 8 OLO cédées par le Desk sur MTS Belgium à 9h44.

2. Sur l'élément matériel du grief de manipulation de cours par recours à une forme de tromperie ou d'artifice prévue au 2° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF

109. Il est fait grief à Morgan Stanley International d'avoir eu recours à une tromperie ou à un artifice, en méconnaissance des dispositions du 2° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, en procédant à l'acquisition des Futures sur Eurex afin de susciter des ajustements à la hausse par les intervenants sur le prix de ces Futures et sur le marché des OAT. La notification de griefs souligne que les autres intervenants avaient une lecture biaisée de l'état du marché, en ce qu'ils étaient incapables d'identifier que Morgan Stanley International était à l'origine de cette hausse du prix des Futures, qui a conduit à faire monter les cours des OAT et des OLO. Cette tromperie orchestrée par Morgan Stanley International, a, selon la

notification de griefs, eu pour conséquence de lui permettre de céder des OAT et des OLO à un prix artificiellement élevé aux dépens des acquéreurs de ces titres. La poursuite estime que les opérations de Morgan Stanley International s'apparentent à la pratique dite de « *pump and dump* » telle que prévue au règlement délégué 2016/522.

110. Morgan Stanley International soutient que l'acquisition des FOAT est dépourvue de tout artifice ou tromperie et obéissait à un motif légitime dans le cadre du débouclage de la transaction conclue avec la Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ le 15 juin 2015. La mise en cause estime en outre que l'élément constitutif du manquement tenant à « *l'influence avérée ou potentielle* » de la transaction litigieuse sur le cours des OAT n'est en tout état de cause pas établi. Enfin, Morgan Stanley International conteste toute comparaison avec la pratique dite de « *pump and dump* », en l'absence de toute intention manipulatoire aussi bien au stade de l'établissement de la position longue sur le risque français qu'au stade du débouclement de cette position, qui n'avait pas pour but de faire monter le cours des instruments financiers.

2.1. Textes applicables

111. Le 2° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur du 25 novembre 2004 au 23 septembre 2016, dispose que : « *Constitue une manipulation de cours* : (…) 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 tout autre forme de tromperie ou d'artifice* ».

112. Le b) du 1° l'article 12 du règlement MAR, qui s'est substitué au 2° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF le 3 juillet 2016, prévoit que : « *Aux fins du présent règlement, la notion de «manipulation de marché» couvre les activités suivantes* : (….) *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* ».

113. 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 ou le recours à toute autre forme de tromperie ou d'artifice, l'influence avérée ou potentielle de l'utilisation du procédé sur le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers.

114. En vertu du principe de la rétroactivité de la loi pénale plus douce, le grief sera donc examiné au regard des dispositions de l'article 12 1 b) du règlement MAR.

2.2. Caractérisation de l'élément matériel de la manipulation de cours par recours à une forme de tromperie ou d'artifice

115. Il a été démontré lors de l'examen du premier grief que l'acquisition par le Desk sur Eurex de 1890 FOAT échéance septembre 2015 entre 9h29 et 9h44 revêtait un caractère artificiel, en ce qu'elle avait pour objectif d'influencer à la hausse le cours des FOAT et donc celui des OAT immédiatement avant de céder ces dernières.

116. Il ressort en outre de la retranscription des carnets d'ordres sur les OAT négociées sur MTS France figurant au dossier que les autres intervenants sur ce marché se sont repositionnés à la hausse aux meilleures limites du carnet d'ordres durant la période d'intervention du Desk sur le FOAT (entre 9h29 et 9h44). L'acquisition de FOAT par le Desk a donc été perçue par les autres intervenants sur MTS France comme traduisant un intérêt des investisseurs pour les instruments obligataires français, alors même que cette acquisition n'avait pour objectif que de permettre au Desk de céder des OAT à de meilleures conditions de prix. Il s'ensuit que l'acquisition par le Desk de 1890 FOAT sur Eurex a contribué à donner une image biaisée de l'état du marché des instruments obligataires français (FOAT et OAT) aux autres intervenants.

117. Il résulte de ces éléments que l'acquisition des 1890 FOAT par le Desk entre 9h29 et 9h44 caractérise le recours par le Desk à une forme de tromperie ou d'artifice au sens du b) du 1° de l'article 12 du règlement MAR.

118. Enfin, il a été démontré lors de l'examen des deux précédents griefs que cette acquisition a eu une « influence avérée » sur le cours du FOAT échéance septembre 2015 sur Eurex, ainsi que sur celui de 14 OAT négociées par Morgan Stanley International sur MTS France, Broker Tec et par l'intermédiaire d'un courtier.

119. L'élément matériel du cas de manipulation de cours prévu au b) du 1° l'article 12 du règlement MAR est par conséquent caractérisé pour le FOAT échéance septembre 2015 et les 14 OAT précitées.

3. Sur la légitimité des opérations en cause et leur conformité aux pratiques de marché

120. En soutenant que les opérations litigieuses obéissaient à un intérêt légitime et étaient conformes aux pratiques de marché, Morgan Stanley International apparaît se prévaloir de façon implicite de l'exception prévue au 1° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, qui écarte la qualification de manipulation de cours lorsque « *la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établi*[t] *la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné*».

121. Cette exception n'a pas été modifiée dans un sens moins sévère par le règlement MAR, qui indique au a) de la section 1 de son article 12 : « *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* ».

122. Le bénéfice de cette exception aux cas de manipulation de cours édictées au 1° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF prévue par ce texte est donc subordonné à deux conditions cumulatives tenant à la légitimité des raisons des opérations et à leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné.

123. Les pratiques de marché admises auxquelles il est ainsi fait référence étaient, à l'époque des faits, mentionnées au chapitre II du titre I du Livre VI du règlement général de l'AMF et publiées par l'AMF sur son site Internet conformément à l'article 612-4 du même règlement. Elles comprenaient les contrats de liquidité obligataire, les contrats de liquidité sur actions et les acquisitions d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure dans le cadre d'opérations de croissance externe.

124. Les interventions du Desk ne s'inscrivant dans aucune des trois pratiques mentionnées ci-dessus, elles ne peuvent bénéficier de l'exception prévue au 1° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF, sans qu'il y ait lieu de s'interroger sur leur légitimité. En conséquence, les conditions d'application de l'exception prévue au sixième alinéa de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF ne sont pas réunies.

4. Sur l'intention manipulatoire

125. Pour contester le manquement, Morgan Stanley International soutient que les *traders* du Desk ayant effectué les opérations litigieuses n'étaient pas animés d'une intention manipulatoire.

126. Cependant, ni les dispositions applicables du règlement général de l'AMF, ni la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché dont ces dernières sont issues, ni le règlement MAR ne font référence à un quelconque élément intentionnel.

127. Au demeurant, il a été démontré lors de l'examen du premier grief que l'objectif du Desk en acquérant 1890 FOAT échéance septembre 2015 sur Eurex le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44 était d'obtenir une cotation du cours du FOAT en vue de céder les 17 OAT négociées sur MTS France et les 8 OLO négociées sur MTS Belgium à de meilleures conditions de prix, de sorte que l'intention manipulatoire découle en l'espèce du manquement. Dès lors, l'élément moral, à le supposer exigé, apparaît caractérisé.

128. Il résulte des développements qui précèdent que les manquements de la manipulation de cours prévus au b) du 1° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF et au 2° de l'article 631-1 dudit règlement sont caractérisés.

5. <u>Sur le moyen de Morgan Stanley International tiré de l'absence d'imputabilité du manquement</u>

129. Morgan Stanley International conteste que le manquement lui soit imputable, au motif que ses représentants n'ont pas donné d'instructions spécifiques aux *traders* du Desk sur les modalités du dénouement de la position FIG et que la société avait mis en place à l'époque des faits des mesures nécessaires pour prévenir et détecter de tels manquements.

130. L'article 631-1 du règlement général de l'AMF, dans sa version en vigueur à compter du 25 novembre 2004, non modifiée sur ce point jusqu'à son abrogation par l'arrêté du 14 septembre 2016, dispose que l'obligation d'abstention de procéder à une manipulation de cours s'applique à « *toute personne* ».

131. Le règlement MAR, dont les dispositions se sont substituées à celles du règlement général de l'AMF à compter du 3 juillet 2016, dispose, en son article 15, qu'« *une personne* » ne doit pas effectuer des manipulations de marché ni tenter d'effectuer des manipulations de marché et, en son article 3. 1 (13), que le terme « *personne* » s'entend de « *toute personne physique ou morale* ». Enfin, son considérant 40 précise : « *Afin de garantir la responsabilité tant de la personne morale que de toute personne physique participant à la prise de décision de la personne morale, il est nécessaire de reconnaître les différents mécanismes juridiques nationaux des États membres. Ces mécanismes devraient concerner directement les méthodes d'imputation de la responsabilité dans le droit national.* ».

132. Il en résulte que le règlement MAR ne comporte pas de dispositions plus douces relatives à l'imputabilité qui seraient susceptibles de recevoir une application rétroactive.

133. En l'espèce, les ordres en cause ont été passés au nom et pour le compte de Morgan Stanley International par ses préposés, qui agissaient dans le cadre de leurs fonctions, sous la supervision du directeur du Desk et des supérieurs hiérarchiques de ce dernier, et n'ont pas retiré de bénéfice personnel des manipulations.

134. En conséquence, les manquements de manipulation de cours sont imputables à Morgan Stanley International sans que cette dernière ne puisse s'exonérer de sa responsabilité en indiquant avoir mis en place des mesures permettant de prévenir et détecter de tels manquements.

<u>SANCTIONS ET PUBLICATION</u>

135. Morgan Stanley International a fixé le cours du FOAT échéance septembre 2015 négociées sur Eurex, de 14 OAT des 17 cédées sur MTS France, Broker Tec et par l'intermédiaire d'un courtier, ainsi que de 8 OLO négociées sur MTS Belgium, à un niveau anormal et artificiel en méconnaissance du b) du 1° de l'article 631-1 du règlement général de l'AMF. La mise en cause a également eu recours à une forme de tromperie ou d'artifice, en acquérant 1890 FOAT échéance septembre 2015 sur Eurex, en méconnaissance du 2° de l'article 631-1 dudit règlement.

136. Les manquements ont eu lieu le 16 juin 2015.

137. Le II c) de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction en vigueur du 28 juillet 2013 au 5 décembre 2015, non modifiée depuis dans un sens moins sévère, dispose : « II. *La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes :* […] */ c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer* […] *à une manipulation de cours* […]*, dès lors que ces actes concernent : / - un instrument financier ou un actif mentionné au II de l'article L. 421-1 admis aux négociations sur un marché réglementé* […] ».

138. Le III c) de l'article L. 621-15 du même code, dans sa version applicable du 24 octobre 2010 au 5 décembre 2015, non modifiée sur ce point dans un sens moins sévère, prévoit que les sanctions applicables sont « */ c) Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c et d du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public* ».

139. Il en résulte que Morgan Stanley International encourt une sanction pécuniaire au plus égale à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.

140. Le III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016, définit comme suit les critères à prendre en compte pour déterminer la sanction : « *III ter. -Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : - de la gravité et de la durée du manquement ; - de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ; / - de la situation et de la capacité financière de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ; / - de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; - des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ; / - du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ; / - des manquements commis précédemment par la personne en cause ; / - de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement* ».

141. En l'espèce, Morgan Stanley International a cédé 815 millions d'euros de notionnel d'OAT sur MTS France, Broker Tec et par l'intermédiaire d'un courtier. Cependant, il ressort des données de l'enquête que, d'une part, les interventions litigieuses du Desk n'ont contribué qu'à hauteur de 60% à la hausse du FOAT sur Eurex selon les données de l'enquête, et, d'autre part, que le cours des OAT et des OLO dépend non seulement, à titre principal comme il a été vu, du cours du FOAT manipulé par la mise en cause, mais également, et subsidiairement dans le contexte de marché existant à la date des opérations, des cours des Futures allemands (FGBL et FGBX), qui, eux, n'ont pas été manipulés par Morgan Stanley International. La manipulation du cours du FOAT échéance septembre 2015 par Morgan Stanley International n'est donc pas, comme il a été vu, susceptible d'expliquer la totalité de cette hausse du cours de 14 des 17 OAT et des 8 OLO.

142. Morgan Stanley International a également cédé 340 millions d'euros de notionnel d'OLO sur MTS Belgium. Il ressort des données de l'enquête que la hausse du cours des 8 OLO le 16 juin 2015 de 9h29 à 9h44 lui a permis une économie de pertes de 1,848 millions d'euros à l'occasion de la cession desdites OLO.

143. Cependant, il a été vu que la manipulation du cours du FOAT échéance septembre 2015 par Morgan Stanley International n'est pas susceptible d'expliquer la totalité de cette hausse du cours de 14 des 17 OAT et des 8 OLO. Il s'ensuit que cette dernière ne peut être tenue responsable de la totalité de cette variation du cours des 14 OAT et des 8 OLO cédées ni, par conséquent, de la totalité de l'économie de pertes précitée.

144. Il doit être tenu compte de la gravité des manquements de manipulation de cours retenus, qui ont eu des conséquences négatives sur le bon fonctionnement de MTS France : suspension des contributions des spécialistes en valeurs du Trésor durant 4 minutes et réduction significative de la liquidité offerte sur le marché durant une période de 50 minutes. La gravité de ces dysfonctionnements a été illustrée par le fait que des intervenants sur ce marché s'en sont plaints à l'Agence France Trésor.

145. Ces manquements ont également occasionné un préjudice aux autres intervenants sur ce marché, qui ont acquis des OAT et des OLO auprès de Morgan Stanley International à un niveau anormalement et artificiellement élevé, préjudice qui est le corollaire en l'espèce de l'économie de pertes réalisée par la mise en cause.

146. La gravité de ces manquements est d'autant plus caractérisée que Morgan Stanley International a la qualité de spécialiste en valeurs du Trésor. La charte de bonne conduite rappelle que « *les établissements financiers ''spécialistes en Valeurs du Trésor'' (SVT) sélectionnés pour une durée de trois ans se doivent de répondre à des règles de bonne conduite et à des pratiques irréprochables* (…) *Les SVT s'engagent à respecter les règles de bon fonctionnement du marché et à agir avec loyauté vis-à-vis des autres participants. En particulier, ils n'utilisent pas de techniques ou de procédures de nature à induire en erreur les autres membres du marché ou la clientèle* ».

147. La gravité des manquements est également renforcée par la sophistication des opérations litigieuses réalisées par les *traders* et leur parfaite connaissance des marchés sur lesquels ils sont intervenus. Plus particulièrement, les *traders* du Desk connaissaient la situation de marché le 16 juin 2015, caractérisée par une forte volatilité et une faible liquidité, ce qui ne pouvait qu'accroître l'impact de leurs interventions sur le cours des instruments financiers négociés. Il est symptomatique à cet égard que le 15 juin 2015, soit la veille des opérations litigieuses, le responsable du Desk se soit inquiété de l'impact sur le marché des cessions importantes d'OAT effectuées par les banques japonaises.

148. Enfin, il sera tenu compte de la situation financière de Morgan Stanley International, qui a réalisé un résultat net de 892 millions de dollars au 31 décembre 2018. L'activité du Desk a engendré un profit d'environ 200 millions de dollars sur l'année à l'époque des faits litigieux.

149. En considération de l'ensemble de ces éléments, Il sera prononcé à l'encontre de Morgan Stanley International une sanction pécuniaire de 20 millions d'euros.

150. Le V de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa version en vigueur depuis le 11 décembre 2016, dispose : « *La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.* / *La commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de* publier *cette dernière sous une forme anonymisée ou de ne pas la publier dans l'une ou l'autre des circonstances suivantes / : a) Lorsque la publication de la décision est susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données personnelles ; / b) Lorsque la publication serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement d'une enquête ou d'un contrôle en cours . /* […] ».

151. En l'espèce, la mise en cause soutient que la publication de la décision sans anonymisation entraînerait des conséquences commerciales très lourdes en ce qu'elle serait de nature à affecter la crédibilité du groupe vis-à-vis de ses clients et serait préjudiciable aux membres du Desk, alors qu'il n'est pas démontré que les transactions concernées auraient lésé les intérêts des participants du marché.

152. Toutefois, les manquements commis par Morgan Stanley International sont suffisamment graves pour que l'absence d'anonymisation de la décision à venir ne constitue pas un préjudice « *disproportionné* » au sens de l'article précité.

153. La publication de la décision sera donc ordonnée, sans anonymisation.

PAR CES MOTIFS,

Et ainsi qu'il en a été délibéré par Mme Hélène Tric, Présidente de la 1ère section de la commission des sanctions, par Mme Edwige Belliard, M. Bruno Gizard, Mme Anne Le Lorier et Mme Ute Meyenberg, membres de la 1ère section de la commission des sanctions, en présence de la secrétaire de séance, la commission des sanctions :

- prononce à l'encontre de la société Morgan Stanley & Co International Plc une sanction pécuniaire de 20 000 000 € (vingt millions d'euros) ;

- ordonne la publication de la présente décision sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers et fixe à cinq ans à compter de la date de la présente décision la durée de son maintien en ligne de manière non anonyme.

Fait à Paris, le 4 décembre 2019

La Secrétaire de séance, La Présidente,

Martine Gresser Marie-HélèneTric

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