

Violation des règles de marché [de] SIX Swiss Exchange / Scoach Schweiz

Décision :

La Commission des sanctions a constaté que le trader X a systématiquement enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange en effectuant les opérations suivantes sur les actions spécifiées, aux dates citées à titre d'exemples dans les considérants : En l'espace de moins d'une minute chaque fois, il a placé dans le carnet d'ordres, à la côté vente ou à la côté achat, des ordres de quantités différentes à des niveaux de prix différents, saisi plusieurs ordres aux mêmes niveaux de prix et causé ainsi un excès d'ordres d'achat resp. de vente. Au moyen d'ordres croisés à la côté achat resp. à la côté vente, il a ensuite exploité la différence de cours, puis immédiatement effacé ses autres saisies / ordres avant de passer à l'autre côté en saisissant à nouveau différentes quantités à différents niveaux de prix. Il a ainsi provoqué une altération de prix et de liquidité, créant l'apparence d'activités de négoce.

En plus la Commission des sanctions a constaté que le trader X a systématiquement enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse en exécutant sur les warrants spécifiés, aux dates citées à titre d'exemples dans les considérants, en l'espace d'une minute, jusqu'à douze transactions sans justification économique et créant ainsi l'apparence d'activités de négoce.

Dès que cette décision aura passé en force de chose jugée, X sera suspendu des Bourses SIX Swiss Exchange et Scoach Suisse pour une durée de six mois. Les frais de la procédure à hauteur de CHF 20 000 lui sont imputés.

Considérants :

1. Dans une décision de sanction du [date 1], le Département Surveillance & Enforcement (SVE) de SIX Exchange Regulation a prononcé une suspension d'autorisation d'une durée de six mois à l'encontre de X, au motif d'infraction aux ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange, aux ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse et aux chiffres marginaux 23, 24, 27 et 29 de la Circulaire FINMA 2008/38. Le recours formé par X est parvenu dans les délais à la Commission des sanctions, demandant que la décision de sanction soit annulée, subsidiairement qu'un avertissement soit prononcé, plus subsidiairement que la durée de suspension soit sensiblement réduite et la non-activité de négoce de X depuis le [date 2] déduite de la durée de suspension éventuelle.
2. La procédure de sanction à l'encontre de X a été regroupée avec une procédure de sanction à l'encontre d'un autre trader du même participant, accusé d'avoir enfreint les mêmes règlements et dispositions, selon le même modèle de négoce.

A. Informations générales

3. En 2011, SVE a engagé la procédure de sanction contre X, un trader Nostro du participant Z, soupçonné d'avoir enfreint le Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et de Scoach Suisse ainsi que la Circulaire FINMA 2008/38 (« Règles de conduite sur le marché »). La procédure s'est concentrée sur l'activité de négoce de X dans sept valeurs mobilières distinctes pendant de courts laps de temps sur différents jours. Ces événements sont représentatifs des nombreuses saisies d'ordres et transactions observées par SVE. Les analyses ont montré que les modèles de négoce constatés chez X ont été exécutés de manière répétée et aussi appliqués à d'autres valeurs. Pour des raisons d'économie dans le cadre de la procédure, seules les saisies d'ordres, suppressions et transactions dans les sept valeurs mobilières et périodes suivantes ont été incluses exhaustivement dans la procédure :
 - a. action nominative A, le [date 3] entre 15:25:12 et 15:28:41 heures
 - b. call warrant sur l'action B, le [date 4] entre 15:22:13 et 15:23:10 heures
 - c. call warrant sur l'action C, le [date 5] entre 09:50:31 et 09:51:38 heures
 - d. action nominative D, le [date 6] entre 16:21:07 et 16:24:40 heures
 - e. action nominative E, le [date 7] entre 16:53:30 et 16:55:31 heures
 - f. action nominative F, le [date 8] entre 14:21:39 et 14:25:21 heures
 - g. action nominative G, le [date 9] entre 10:52:02 et 10:53:27 heures
4. Les faits établis dans ces cas n'ont pas été contestés. Il a en outre été relevé, toujours sans conteste, que X a appliqué ce modèle de négoce à d'autres occasions également. Pour preu-

ve explicite, X a ainsi revendiqué que SVE tolérât les systèmes de négoce, présentant la même conduite sur le marché que lui (cf. plus bas). Ou encore argumenté qu'il n'avait jamais douté de la légalité de son activité de négoce, l'organe de révision n'ayant pas non plus formulé d'objections. Comme dans l'instruction menée par SVE, le modèle de comportement peut donc être considéré comme constant. Afin d'éviter de nombreuses répétitions et présentations des faits superflues, seuls les deux cas des [date 3] et [date 4] sont traités ci-après, à titre d'exemples (action nominative A et call warrant sur B). Les arguments de X sont abordés là où ils sont pertinents pour la présente décision.

5. X allègue avoir subi une différence de traitement, SVE tolérant les systèmes de négoce qui exécutent les mêmes activités de négoce que lui. Il n'a cependant fourni aucun indice concret. SVE a communiqué qu'à ce jour, cette conduite sur le marché n'avait pas été observée chez d'autres participants boursiers et que si cela devait se produire (système de négoce ou trader), une intervention s'ensuivrait. Il n'y a pas de raison de remettre en question cette déclaration. S'appuyer sur des déclarations non spécifiques dans les médias au sujet des problèmes dans le négoce à haute fréquence est insuffisant. A noter en outre que, à la Bourse non plus, il n'existe pas de droit à « l'égalité dans l'illégalité ». Rien n'indique que SVE, premièrement, entretienne une pratique irrégulière et, deuxièmement, entende maintenir cette ligne de conduite à l'avenir également, deux points indispensables pour une application exceptionnelle du principe de « l'égalité dans l'illégalité ».
6. Le recours de X argumente que les termes de la Circulaire FINMA 2008/38, que SVE lui reproche d'avoir enfreinte, sont imprécis et incertains et qu'ils ne constituent pas une base suffisamment déterminée pour une sanction. En ce sens, une sanction serait contraire au principe de la légalité.
7. En vertu du ch. 9.2, al. 1 du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange, le participant et ses traders sont tenus de se conformer aux règles de marché applicables, notamment aux règles définies dans la Circulaire FINMA intitulée « Règles de conduite sur le marché » (Circ.-FINMA 08/38), à assurer l'intégrité du marché et à s'abstenir d'employer des pratiques déloyales. Les transactions en valeurs mobilières doivent s'intégrer dans un contexte économique et correspondre à une véritable offre et demande. L'al. 2 spécifie les pratiques de négoce interdites.
8. Voici ce que la Circ.-FINMA prescrit au chapitre IV (Mécanisme véritable d'offre et de demande) :
 - *Les opérations sur valeurs mobilières doivent présenter une justification économique et correspondre à un mécanisme véritable d'offre et de demande.* Cm 22
 - *Les transactions fictives, les ordres fictifs ainsi que les opérations sur valeurs mobilières ou de simples saisies d'ordres (Orders) dans le but de créer l'apparence d'une activité de négoce ou de modifier/manipuler la liquidité, le cours de bourse ou la cotation de valeurs mobilières, ne sont pas autorisées (manipulation de marché).* Cm 23
 - *Constituent notamment des indices de manipulations de marché, les opérations sur valeurs mobilières suivantes (les bourses règlent, le cas échéant, les modalités) :*
 - o *Achat et vente rapprochés d'une même valeur mobilière pour le compte d'un seul et même ayant droit économique (« Wash Trades »).* Cm 24
 - o *Opérations croisées d'achat et de vente d'une même valeur mobilière sur le compte propre d'un négociant en valeurs mobilières (« Nostro-Nostro Inhouse Crosses »).* Cm 25
 - o *Saisies d'ordres croisés à l'achat et à la vente pour une même valeur mobilière suite à une concertation préalable dans l'intention de modifier/manipuler la liquidité ou le prix (« Improper Matched Orders », « Daisy Chains » en cas de coordination entre plusieurs parties).* Cm 26
 - o *Altération de liquidité et de prix provoquée, de manière intentionnelle, par un excès d'ordres d'achat ou de vente (« Ramping », « Capping », « Pegging »).* Cm 27
 - o *Constitution de positions importantes dans l'intention de rétrécir le marché (« Squeeze » ou « Corner »).* Cm 28
 - o *Placement d'ordres fictifs pour de gros blocs dans le système de négoce dans l'intention de les supprimer immédiatement (« Spoofing »).* Cm 29
9. Plus précisément, X fait dire que SVE (c.-à-d. la Bourse) aurait dû, avant toute autre chose, définir ce qu'est un « excès » et quand exactement il peut être question d'une « altération de prix et de liquidité » (Cm 27) ainsi que ce qu'il faut entendre par « gros blocs » et « ordres fictifs » (Cm 29).

10. Cette argumentation n'est pas probante. Toute réglementation boursière et à même titre la Circ.-FINMA ne peuvent contenir que des définitions générales. Il n'est donc pas possible de déterminer, ni en pourcentage, ni en chiffres absolus, à quel moment la limite de la manipulation est atteinte. Ce sont les examens au cas par cas ou la détection d'un modèle de comportement récurrent qui permettent de déterminer si l'excès ou l'altération de prix et de liquidité observés résultent d'un vrai comportement à l'offre ou à la demande ou, au contraire, d'une multitude d'ordres d'achat ou de vente sans justification économique compréhensible. Il en va de même pour les notions de gros blocs et d'ordres fictifs.
11. Quiconque – comme il sera démontré plus loin – saisit en l'espace d'une minute une multitude d'ordres de quantités et à des niveaux divers, afin qu'ils ne puissent pas être exécutés, puis les supprime aussitôt, ne peut pas invoquer que sa démarche relève d'un véritable comportement d'offre et de demande. Et l'introduction mise en avant d'une durée de détention minimale, discutée dans le droit européen, n'est alors d'entrée pas pertinente lorsque les multiples ordres différents placés du même côté et à des cours variant davantage de l'Inside Market sont régulièrement supprimés avant de pouvoir être exécutés. Toute personne qui saisit puis supprime en quelques secondes de nombreux ordres, de manière à empêcher leur exécution, s'expose au soupçon d'ordres fictifs.

Le gros bloc aussi est à voir uniquement en rapport avec la situation concrète dans le carnet d'ordres. De toute évidence, il est erroné de vouloir utiliser le terme des transactions sur blocs selon les dispositions relatives à l'obligation de déclarer, comme le présente X.

Cela vaut également pour le terme de l'excès : X argue que, dans la Circ.-FINMA, il faut entendre par là la même chose qu'en cas d'interruption du négoce. Cet argument non plus n'est pas probant. Le Non Opening selon le ch. 7, al. 3, let. b de la Directive 3 de SIX Swiss Exchange et l'interruption du négoce selon le ch. 10 de la même directive sont des bases techniques de la plate-forme boursière et n'ont rien à voir avec le modèle de négoce concret d'un trader.

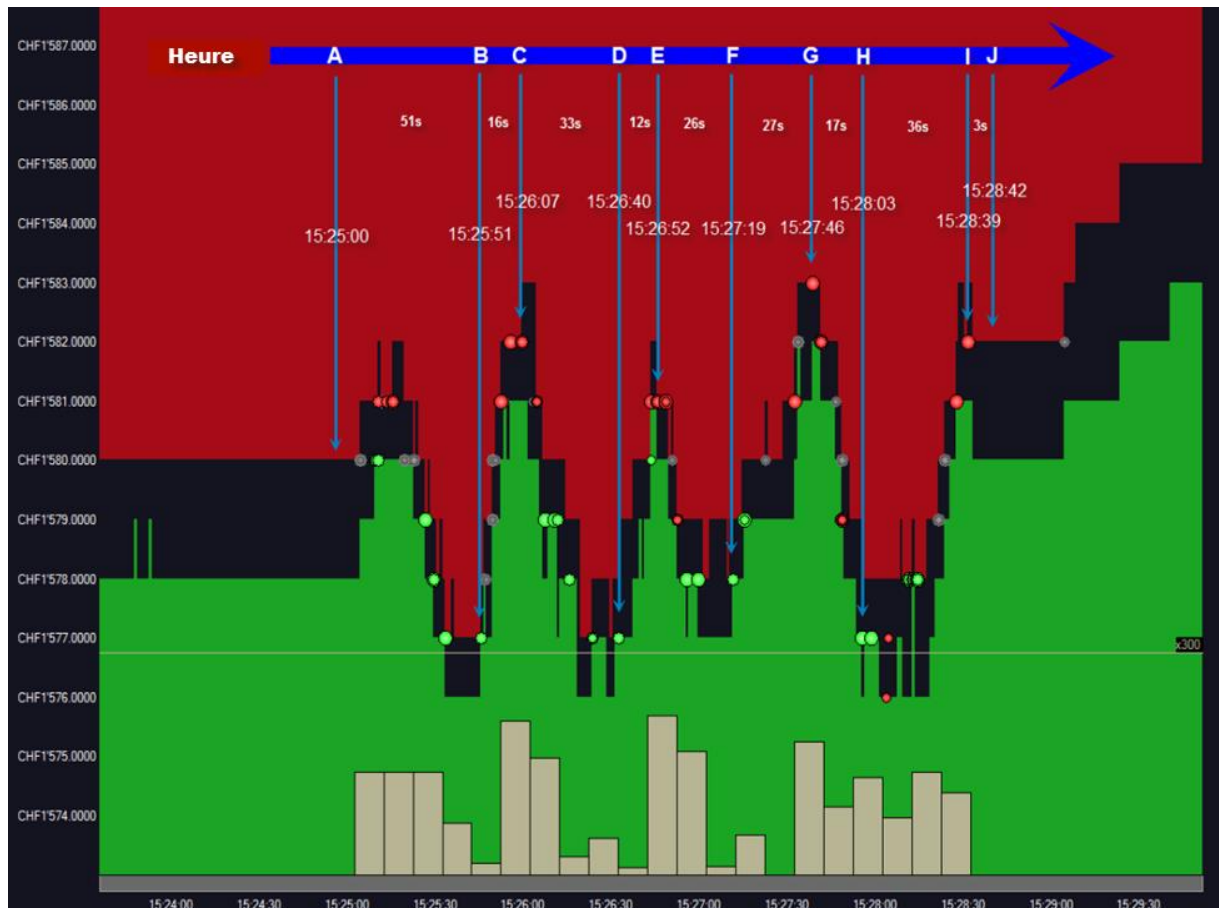
Par souci d'exhaustivité, il convient de mentionner encore qu'aucun des termes de la Circ.-FINMA critiqués ici comme imprécis n'a soulevé d'objections lors de la procédure de consultation, contrairement à d'autres points. Ils sont donc réputés acceptés et communément compréhensibles dans les milieux boursiers.

12. X fait dire que SVE n'a pas incriminé la stratégie de négoce du participant Z et que l'organe de révision n'a pas détecté de faits indiquant que les dispositions n'aient pas été respectées. A cet égard, il est à préciser que la seule existence d'une stratégie formulée et admissible d'une banque ne signifie pas que les traders individuels se comportent en conséquence. Dans le cas présent, il est question du comportement de X tel que révélé par les analyses de SVE. X ne peut dès lors pas argumenter que l'organe de révision n'a pas trouvé de faits laissant supposer un non-respect des dispositions.

B. Exposé des faits

a) Négoce en l'action nominative A (et autres actions mentionnées dans l'enquête)

13. Le [date 3], en l'espace des trois minutes et demi entre 15:25:12 et 15:28:41 heures, X effectuée sur l'action nominative A les saisies détaillées dans l'annexe 1 à la décision de sanction de SVE. Le graphique ci-dessous montre l'évolution de l'offre et de la demande ainsi que les transactions dans ce laps de temps.



L'évolution du cours acheteur est présentée sur fond vert, celle du cours vendeur sur fond rouge. Chaque point marque une transaction, la taille du point équivalant à la quantité concernée. Vert signifie que X a agi comme acheteur, rouge comme vendeur dans la transaction en question. Les barres en gris montrent le volume global négocié par X par intervalles de dix secondes. Chaque minute compte ainsi six intervalles, commençant pile à la minute : 15:25:00 – 15:25:09, 15:25:10 – 15:25:19, etc. Selon ses propres indications, c'est en utilisant les fonctions du programme « ABC » pour la saisie des ordres que X a pu, dans ces laps de temps, saisir et supprimer un si grand nombre d'ordres individuels.

Les lettres (A – J) le long de la flèche bleue horizontale marquent les éléments dans le temps commentés un à un dans l'annexe 1.

14. Le *moment A* indique le carnet d'ordres avant l'intervention de X. A 15:25:00 heures, celui-ci ne contient aucun ordre de X sur l'action nominative A, ni à l'achat, ni à la vente. Les volumes d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande resp. côté offre s'élèvent à 537 actions nominatives A resp. 466 actions nominatives A, avec 36 ordres d'achat opposés à 46 ordres de vente. La marge de prix entre achat et vente est de CHF 2 (CHF 1578 – CHF 1580). Les ordres aux dix meilleurs niveaux de prix se situent entre CHF 1578 et CHF 1567 côté demande, entre CHF 1580 et CHF 1591 côté offre.
15. A 15:25:51.981 (*moment B1*), la situation se présente comme suit : depuis le moment A, la quantité d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix a grimpé de 466 actions nominatives A à 3689 actions nominatives A côté offre, le nombre d'ordres de vente est passé de 46 à 81. Le

spread se situe maintenant à CHF 1, l'Inside Market s'inscrit à CHF 1576 – CHF 1577 ; les dix meilleurs niveaux de prix se situent entre CHF 1567 et CHF 1576 côté demande, entre CHF 1577 et CHF 1586 côté offre. Côté offre, X est présent avec son volume d'ordres à neuf des dix niveaux de prix, avec une part située entre 75 % et 96 %. X effectue ses saisies d'ordres à différents niveaux de prix et, en plus, saisit plusieurs ordres sur un même niveau de prix. Un investisseur externe ou un programme de négoce électronique doit en conclure que l'excès à l'offre est dû à plusieurs investisseurs prêts à vendre. L'assertion de X selon laquelle, vu sous l'angle de la liquidité, il n'est pas déterminant si l'on saisit 10 ordres contre 5 ou 1 ordre contre 50 est par conséquent fausse. Bien au contraire, le grand nombre d'ordres au même niveau de prix crée une apparence trompeuse de liquidité. Ce genre de saisie d'ordres suggère au marché – car celui-ci a seulement accès à la vue publique du carnet d'ordres – que plusieurs vendeurs souhaitent vendre au même niveau de prix, alors qu'en fait, ce sont surtout les nombreux ordres de X au même niveau de prix qui donnent l'illusion de liquidité.

16. Côté demande, X détient à ce moment un seul ordre d'achat dans le carnet d'ordres, portant sur 69 actions nominatives A au prix de CHF 1576 (meilleur niveau de prix).
17. A 15:25:53.077 heures (*moment B2*), X place un ordre d'achat pour 69 actions nominatives A au meilleur cours vendeur, soit CHF 1577. Ce niveau de prix contient un seul ordre de vente de 15 actions nominatives A, saisi par un autre participant à 15:25:51.806 heures. L'exécution de 15 actions nominatives A au prix de CHF 1577 s'en ensuit. Par ses saisies d'ordres de vente, qui ont créé l'impression d'un excès de l'offre et donc fait baisser le cours, X peut ainsi réaliser l'achat à CHF 1577, soit à CHF 3.00 de moins qu'au moment initial A (CHF 1578 – CHF 1580). Le prix a donc été modifié par les seules saisies de X.
18. Après l'exécution partielle de l'ordre d'achat (15 actions nominatives A à CHF 1577) de X à 15:25:53.077 heures (*moment B3*), il reste côté demande 54 actions nominatives A au prix de CHF 1577 (meilleur niveau de prix). Côté offre, X est maintenant présent avec une part d'au moins 75 % à chaque niveau de prix et même avec 100 % au dixième niveau de prix (CHF 1587). Au moment B3, le volume cumulé à l'offre dans ses 53 ordres placés aux dix meilleurs niveaux de prix à la vente atteint, avec 3657 actions nominatives A, la valeur la plus élevée de toutes les situations du carnet d'ordres illustrées.
19. Jusqu'à 15:26:07.499 heures (*moment C1*) – 14 secondes après le moment B3 – X supprime 50 ordres de vente et change de côté. Il place alors de nombreux ordres d'achat dans le carnet d'ordres de l'action nominative A. Aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande, entre 62 % et 100 % des volumes d'ordres sont le seul fait de X. Tandis que les volumes cumulés des dix meilleurs niveaux de prix côté offre ont, par rapport au moment B3, baissé de 3950 à 631 actions nominatives A, le volume cumulé des dix meilleurs niveaux de prix côté demande a augmenté de 533 à 3221 actions nominatives A. L'Inside Market se situe maintenant à CHF 1581 – CHF 1582 (comparé à CHF 1577 – CHF 1578 au moment B3).
20. A 15:26:07.512 heures (*moment C2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 83 actions nominatives A au prix de CHF 1582. Cet ordre d'achat est exécuté avec les deux ordres de vente de X figurant à ce niveau de prix (volume cumulé correspondant exactement à 83 actions nominatives A). Suite à ses nombreux ordres d'achat qui ont précédé, X a donc pu vendre ses actions nominatives A plus cher. Après cette vente au prix de CHF 1582, l'Inside Market passe de CHF 1581 – CHF 1582 à CHF 1581 – CHF 1583. Côté offre, X est juste encore présent avec un ordre au niveau de prix CHF 1584. Côté demande, sa présence est inchangée (*moment C3*).
21. Dans les secondes qui suivent le moment C3, X supprime à nouveau tous ses ordres d'achat et remplit le carnet d'ordres côté offre, avec des ordres de vente. Jusqu'à 15:26:40.209 heures (*moment D1*), il possède une part de 82 % à 98 % du volume sur les huit meilleurs niveaux de prix. Le volume de vente cumulé des dix meilleurs niveaux de prix côté offre est de 3627 actions nominatives A en comparaison de 614 actions nominatives A au moment C3. L'Inside Market a de nouveau baissé à CHF 1577 – CHF 1578 après CHF 1581 – CHF 1583 au moment C3. Côté demande, X a placé un seul ordre, pour 69 actions nominatives A au prix de CHF 1577. Cet ordre, saisi à 15:26:39.811 heures par X, se trouve au moment D1 au meilleur niveau de prix (CHF 1577), avec un ordre d'un autre participant au marché. L'ordre de X ayant été saisi plus tôt, il bénéficie de la priorité prix/heure et est exécuté avant tous les autres ordres d'achat dans le carnet d'ordres au moment D1. Au moment D1/D2/D3, X est représenté

côté offre du carnet d'ordres avec le nombre total élevé de neuf ordres de vente individuels aux niveaux de prix CHF 1581 et CHF 1580.

22. A 15:26:40.210 heures (*moment D2*), un autre participant place un ordre de vente pour dix actions nominatives A au prix de CHF 1577. Cela donne lieu à une exécution et X achète ces dix actions nominatives A au prix de CHF 1577.
23. Compte tenu de l'exécution partielle (dix actions nominatives A à CHF 1577) au moment D2, le volume de l'ordre d'achat de X a diminué de 69 à 59 actions nominatives A. La priorité d'exécution reste inchangée (*moment D3*).
24. Dans les secondes qui suivent le moment D3 et jusqu'à 15:26:52.834 heures (*moment E1*), X passe à nouveau du côté offre au côté demande du carnet d'ordres et supprime tous ses ordres de vente qui se trouvaient encore dans le carnet d'ordres au moment D3. En lieu et place, il saisit des ordres d'achat et prend alors une position très dominante à divers niveaux de prix, étant même représenté avec 98 % à CHF 1578. L'Inside Market a augmenté de CHF 1577 – CHF 1578 à CHF 1581 – CHF 1582 depuis le moment D3. X n'a à ce moment pas placé d'ordre de vente. Le volume cumulé à l'offre aux dix meilleurs niveaux de prix a, en comparaison du moment D3, baissé de 3647 à 363 actions nominatives A. Le volume cumulé à la demande aux dix meilleurs niveaux de prix a, par rapport au moment D3, augmenté de 522 à 2654 actions nominatives A. Côté demande, X est présent à tous les niveaux de prix, à l'exclusion du premier (CHF 1581) et du dixième (CHF 1571). Côté demande, un autre participant place un ordre d'achat pour dix actions nominatives A au prix de CHF 1581 à 15:26:51.600 heures et encore un autre participant place un ordre d'achat pour dix actions nominatives A au prix de CHF 1581 à 15:26:51.903 heures.
25. A 15:26:53.430 heures (*moment E2*), X place dans le carnet d'ordres un ordre de vente pour 69 actions nominatives A au prix de CHF 1581. Il s'ensuit immédiatement une exécution partielle pour 20 actions nominatives A à CHF 1581, contre les deux ordres mentionnés côté demande.
26. Directement après l'exécution partielle (20 actions nominatives A à CHF 1581) de l'ordre de vente de X, il reste côté offre 49 actions nominatives A de son ordre au meilleur niveau de prix (CHF 1581). Côté demande, il est – après la transaction – également présent au meilleur niveau de prix (CHF 1580), avec 95 % du volume d'ordres (*moment E3*).
27. Dans les secondes qui suivent le moment E3 (*moment F1*), X supprime tous ses ordres d'achat du carnet d'ordres et place des ordres de vente. Aux meilleurs niveaux de prix, il atteint une part allant de 48 % à 99 % des volumes à l'offre. Sa part au meilleur niveau de prix (CHF 1579) côté offre atteint même 99 % du volume d'ordres. L'Inside Market, de nouveau sous pression, a baissé de CHF 1580 – CHF 1581 au moment E3 à CHF 1578 – CHF 1579. Les volumes cumulés à l'offre des dix meilleurs niveaux de prix sont passés de 406 actions nominatives A au moment E3 à 2709 actions nominatives A. A 15:27:19.155 heures, X a de surcroît placé un seul ordre d'achat pour 69 actions nominatives A au prix de CHF 1578 (meilleur niveau de prix côté demande). Cet ordre d'achat de X présente la meilleure priorité heure.
28. A 15:27:19.321 heures (*moment F2*), un autre participant place un ordre de vente pour 11 actions nominatives A au prix de CHF 1578, qui déclenche par conséquent une exécution partielle contre l'ordre d'achat de X se trouvant déjà dans le carnet d'ordres. Après cet achat de 11 actions nominatives A au prix de CHF 1578, il reste 58 actions nominatives A de X côté demande dans le carnet d'ordres. Le côté offre n'a pas changé par rapport au moment F1 (*moment F3*).
29. Aussitôt après le moment F3, X supprime de nouveau tous ses ordres de vente du carnet d'ordres et change de côté. Le volume cumulé à l'offre des dix meilleurs niveaux de prix est de 498 actions nominatives A à 15:27:46.371 heures (*moment G1*), après qu'il s'élevait encore à 2709 actions nominatives A au moment F3. X est représenté aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande, et même avec 100 % au meilleur niveau de prix (CHF 1582). Après CHF 1578 – CHF 1579 au moment F3, l'Inside Market se situe à CHF 1582 – CHF 1583 au moment G1. Côté offre se trouve un ordre de X pour 92 actions nominatives A au prix de CHF 1583, placé à 15:27:45.051 heures. Avec 2926 actions nominatives A, le volume cumulé à la demande de X aux dix meilleurs niveaux de prix atteint au moment G1/G2/G3 la plus haute valeur de toutes les situations dans le carnet d'ordres présentées dans cet exemple.

30. A 15:27:46.372 heures (*moment G2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 107 actions nominatives A au prix de CHF 1583. Celui-ci est exécuté contre cinq ordres en tout côté offre à ce niveau de prix. X détient un ordre de vente pour 92 actions nominatives A au niveau de prix 1583 dans le carnet d'ordres. Ce niveau de prix totalise six ordres de vente et en termes de priorité temps, l'ordre de X se trouve un cinquième position. Les volumes cumulés à ce niveau de prix précédant l'ordre de vente de X représentent 27 actions nominatives A. Sont alors exécutées ces 27 actions nominatives A, puis également les 80 actions nominatives A de l'ordre de vente de X (27 actions nominatives A + 80 actions nominatives A = 107 actions nominatives A). A 15:27:46:372 heures, X a encore 12 actions nominatives A au niveau de prix CHF 1583 (*moment G3*).
31. Dans les secondes juste après 15:27:46:372 heures (*moment G3*), X supprime tous ses ordres d'achat du carnet d'ordres et place des ordres de vente, atteignant ainsi à 15:28:03:027, aux neuf premiers niveaux de prix côté offre, une part du volume d'ordres se situant entre 66 % et 100 % (*moment H1*). Au meilleur niveau de prix (CHF 1578) côté offre, X a même une part de 100 % du volume d'ordres et de 99 % au deuxième meilleur niveau de prix (CHF 1579). De nouveau sous pression, l'Inside Market a baissé à CHF 1577 – CHF 1578 après CHF 1582 – CHF 1583 au moment G3. Les volumes cumulés à l'offre des dix meilleurs niveaux de prix sont passés de 391 actions nominatives A au moment G3 à 3648 actions nominatives A. Par ailleurs, X a placé à 15:27:52.683 heures un seul ordre d'achat pour 92 actions nominatives A au prix de CHF 1577 (meilleur niveau de prix côté demande).
32. A 15:28:03.038 heures (*moment H2*), un autre participant place un ordre de vente pour 119 actions nominatives A au prix de CHF 1577 dans le carnet d'ordres. Etant donné que la quantité de cet ordre correspond exactement au volume à la demande disponible à ce niveau de prix, les trois ordres au niveau de prix CHF 1577 sont exécutés, y compris celui de X (achat de 92 actions nominatives A au prix de CHF 1577). Tout de suite après l'exécution de cet ordre d'achat de X (*moment H3*), le meilleur niveau de prix côté demande est à CHF 1576. A ce moment, X ne détient plus d'ordre côté demande. Côté offre, sa présence est inchangée, en l'occurrence forte.
33. Dans les secondes après le moment H3, X supprime tous les ordres de vente qu'il avait encore dans le carnet d'ordres au moment H3 et change de côté. A 15:28:38:883 heures (*moment I1*), le volume cumulé à l'offre aux dix meilleurs niveaux de prix s'élève à 471 actions nominatives A alors qu'il était encore de 3648 actions nominatives A au moment H3. Côté demande, X est présent à tous les niveaux de prix, à l'exclusion du premier (CHF 1581), et même avec 100 % au dixième niveau de prix (CHF 1572). Au niveau de prix CHF 1578, sa présence au moment I1/I2/I3 totalise 11 ordres d'achat individuels. Après CHF 1576 – CHF 1578 au moment H3, l'Inside Market se situe à CHF 1581 – CHF 1582 au moment I1. Côté offre, X saisit à 15:28:38.781 heures un ordre pour 41 actions nominatives A au prix de CHF 1582.
34. A 15:28:39.041 heures (*moment I2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 41 actions nominatives A au prix de CHF 1582. Celui-ci est exécuté avec l'ordre de vente de X se trouvant déjà dans le carnet d'ordres (vente de 41 actions nominatives A à CHF 1582). Aussitôt après l'exécution de cet ordre de vente (41 actions nominatives A au prix de CHF 1582), le meilleur niveau de prix côté offre se situe à présent à CHF 1583. A ce moment, X ne détient plus d'ordre côté offre. Côté demande, sa présence reste forte (*moment I3*), mais il y supprime tout dans les secondes jusqu'à 15:28:42 heures (*moment J*).
35. Le moment J montre le carnet d'ordres pour l'action nominative A après les activités de X au cours de ce jour de négoce. X ne détient aucun ordre, ni côté offre, ni côté demande. En comparaison du moment I3, le volume cumulé à la demande des dix meilleurs niveaux de prix côté acheteur est passé de 3363 actions nominatives A à 466 actions nominatives A. Le volume cumulé à l'offre des dix meilleurs niveaux de prix n'a que peu changé par rapport au moment I3, baissant de 453 actions nominatives A à 440 actions nominatives A. Pour la première fois depuis l'illustration du carnet d'ordres avant les activités de X (cf. moment A), les volumes cumulés à l'offre et à la demande sont équilibrés.
36. X n'effectue aucune autre transaction sur l'action nominative A au cours de cette journée de négoce. En l'espace de 3 minutes 29 secondes, il a acheté 1059 actions nominatives A et vendu 1059 actions nominatives A. Dans le même temps, ni le contexte économique et sectoriel en général, ni le contexte de A n'ont changé d'une quelconque manière.
37. Les enregistrements des saisies effectuées par X montrent qu'en l'espace de ces 3 minutes 29 secondes allant du moment A au moment J, il a – en tout – dominé le carnet d'ordres de

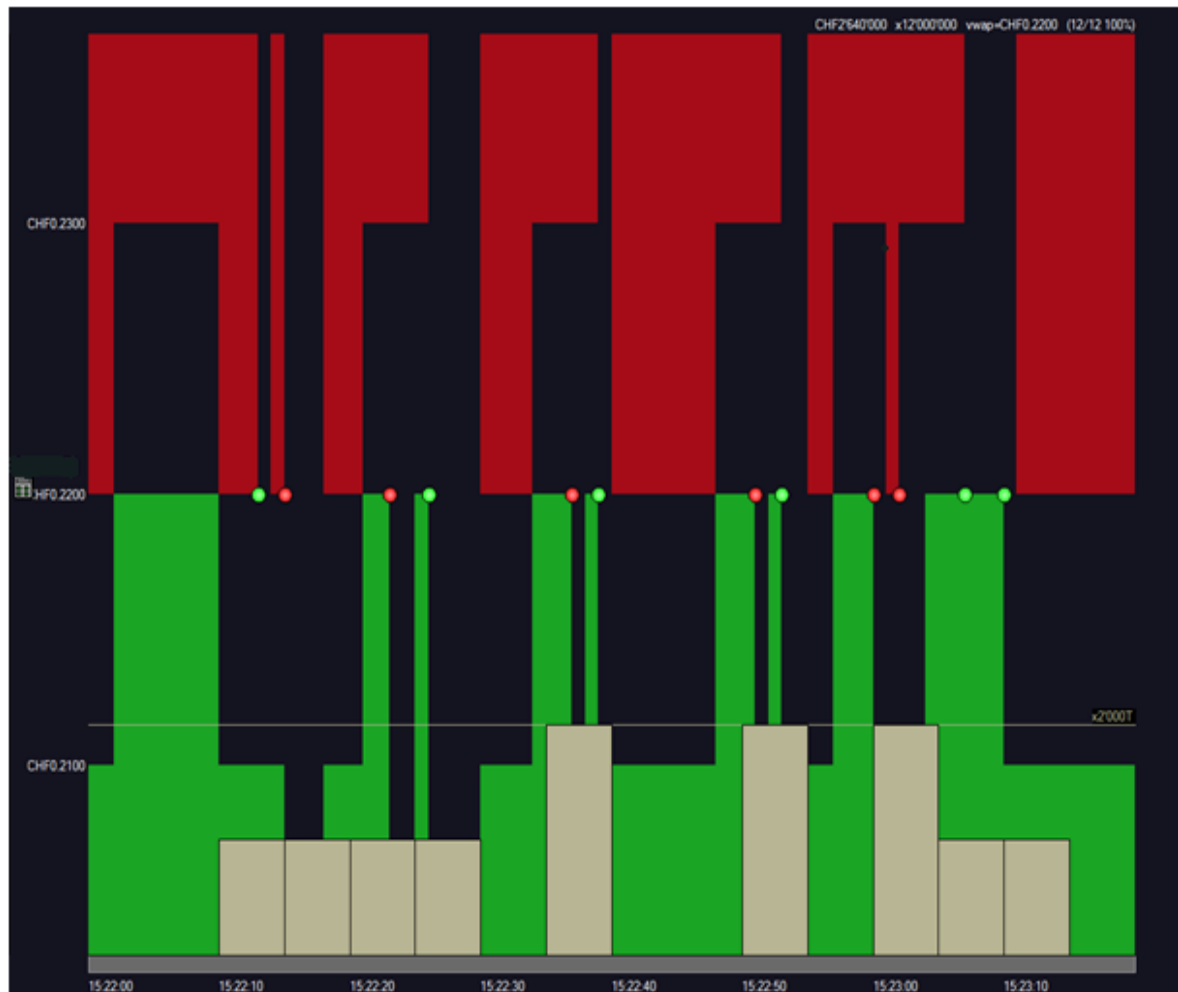
l'action nominative A quatre fois côté demande et quatre fois côté offre durant quelques secondes, puis de nouveau chaque fois supprimé ses ordres quelques secondes plus tard. Au moment A (15:25:00 heures) dans le carnet d'ordres, avant les activités de X, les volumes d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande resp. côté offre s'élevaient ainsi à 537 actions nominatives A et 466 actions nominatives A, avec 36 ordres d'achat opposés à 46 ordres de vente. Au moment B1 (15:25:51.981 heures), la quantité d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix avait grimpé de 466 actions nominatives A à 3689 actions nominatives A côté offre, le nombre d'ordres de vente était passé de 46 à 81. Côté offre, X était présent avec son volume d'ordres à neuf des dix niveaux de prix, avec une part située entre 75 % et 96 %. Ce schéma s'est répété aux autres moments C à I, après que X ait changé de côté. Il n'y a aucun doute qu'en effectuant ces saisies, X a chaque fois intentionnellement généré un excès du côté de l'offre ou de la demande dans le carnet d'ordres et, de la sorte, influencé le niveau de prix du titre (Level of Inside Market).

38. X a saisi les ordres à différents niveaux de prix, ainsi que plusieurs ordres au même niveau de prix. Un investisseur externe ou un programme de négoce électronique devait en conclure que l'excès à l'offre était dû à plusieurs investisseurs prêts à vendre. Cela a créé une fausse impression au regard de la liquidité et suggéré au marché que plusieurs vendeurs ou acheteurs voulaient agir au même niveau de prix. Dans les faits, l'activité n'était toutefois pas si importante. C'est X qui, avec ses ordres, a créé l'apparence de liquidité. Il ne peut dès lors être question d'une intervention de X en tant que – comme il le prétend – market maker assurant la liquidité.
39. Le doute n'est pas permis : l'excès suscité par X côté offre ou demande l'a toujours été de manière intentionnelle et dans le but de pouvoir ensuite acheter ou vendre à meilleur prix. Cela est encore étayé par le fait que X a par la suite chaque fois supprimé très vite tous les ordres d'achat ou de vente, changé complètement de côté et créé un excès lui permettant de tirer profit de l'offre ou de la demande gonflée artificiellement par son intervention préalable. X a saisi la majorité des ordres d'achat ou de vente non pas au meilleur niveau de prix, mais en les répartissant sur plusieurs niveaux de prix. Régulièrement, des ordres isolés se sont distingués comme gros blocs par rapport aux autres ordres figurant dans le carnet d'ordres. En outre, X a de nouveau supprimé ses ordres quelques instants à peine plus tard, après que le cours ait réagi au grand nombre d'ordres et évolué dans la direction voulue de l'autre côté, dans le but d'influencer une exécution en sa faveur sur le côté opposé. Un tel changement répété de côté en tout juste quelques secondes est contraire à toute notion de comportement normal à l'offre et à la demande. Il n'y avait aucun signal du marché. En fait, X a sciemment causé un excès et, pour cela, non seulement augmenté artificiellement la liquidité, mais aussi altéré le prix dans la direction qui lui convenait. 93,15 % de son volume en ordres d'achat et 93,76 % de celui en ordres de vente ont aussitôt de nouveau été supprimés par X. De toute évidence, la majorité des ordres a été placée dans le carnet d'ordres pour créer une apparence et non pas pour parvenir à une exécution. Ils doivent dès lors être qualifiés d'ordres fictifs.
40. Au cours des trois minutes et demi sous examen, X a – avec ses ordres – changé huit fois de côté dans le carnet d'ordres. Il faut en conclure que son comportement n'était pas animé par une véritable stratégie de négoce pour la vente ou l'achat d'actions nominatives A, mais visait simplement à tromper les autres participants et les investisseurs, de manière à ce qu'il puisse faire évoluer l'Inside Market à court terme dans la direction qui lui était favorable.
41. Cela vaut également pour les activités de X dans les autres titres mentionnés au point 3, constatées lors de l'enquête et qui ne sont pas traitées plus avant ici.
42. X a donc enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange
 - a. en créant de manière répétée un excès, à tour de rôle côté offre et côté demande, ce qui constitue une manipulation selon le Cm 27 de la Circulaire FINMA 2008/38 (altération de liquidité et de prix provoquée, de manière intentionnelle, par un excès d'ordres d'achat ou de vente);
 - b. en plaçant de manière répétée des ordres à différents niveaux de prix ainsi que plusieurs ordres au même niveau de prix, ce qui constitue une manipulation selon le Cm 23 de la Circulaire FINMA 2008/38 (altération de liquidité et création de l'apparence d'une activité de négoce);

- c. en plaçant de manière répétée des ordres fictifs pour de gros blocs dans le système de négoce dans l'intention de les supprimer immédiatement, ce qui constitue une manipulation selon le Cm 29 de la Circulaire FINMA 2008/38 (Spoofing).

b) Négoce en call warrant sur B et en call warrant sur C mentionnés au point 3

43. Le [date 4] à 15:22:13 heures, X achète un million de call warrants sur sous-jacent B. Entre 15:22:15 et 15:23:10 heures, il effectue 11 autres transactions en lien avec le call warrant. Le graphique ci-dessous montre l'évolution de l'offre et de la demande ainsi que les transactions durant ce laps de temps.



Le graphique montre qu'en l'espace de 57 secondes, la même quantité dans le call warrant sur B a été négociée dans un sens puis dans l'autre au même prix. La contrepartie de X était alors toujours la même contrepartie (le market maker).

44. X revendique avoir, durant le laps de temps sous examen, non seulement négocié le dérivé, mais aussi placé des ordres dans le sous-jacent. Selon lui, au moment de commencer à négocier dans le dérivé sur B, il avait une position longue de 8000 dans le sous-jacent du call warrant sur B. Comme il n'était pas possible de négocier ces 8000 dans le sous-jacent du call warrant sur B à CHF 137,50, il a négocié le dérivé. Dans le call warrant sur B, il y avait possibilité de négocier plus de 8000 actions (un million de call warrants sur B x ratio 0,025 x delta 0,505 = 12 625 actions). Le négoce dans le dérivé aurait donc servi à des fins de couverture, resp. à la neutralisation du risque du marché. Compte tenu de l'évolution du marché, il aurait durant ce laps de temps modifié plusieurs fois son appréciation du marché concernant le hedge. Ce sont ces appréciations du marché qui auraient motivé en conséquence les opérations d'achat et de vente des warrants.

45. Cette argumentation n'est pas probante. Il n'y a pas d'indice que, durant les 57 secondes entre 15:22:13 et 15:23:10 heures, il se serait agi d'une couverture de la position longue dans l'action B car, en achetant le call warrant sur B, X avait acquis l'option d'acheter des actions supplémentaires. Pour couvrir sa position longue dans le sous-jacent du call warrant sur B, il aurait dû acheter un put warrant ou bien ouvrir une position courte en call warrant (p. ex. call warrant sur B).
46. L'annexe 2 à la décision de sanction de SVE détaille l'activité de X dans le sous-jacent du call warrant sur B auprès de SIX Swiss Exchange. Le [date 4] entre 15:22:13 et 15:23:10 heures, il saisit côté achat 21 ordres d'achat pour 84 000 actions en tout et, en même temps, y supprime 21 ordres d'achat pour un total de 84 000 actions. Durant ce laps de temps, il n'y a pas d'ordres de vente de X dans le sous-jacent du call warrant sur B.
- A 15:21:57 heures par contre, X avait saisi un ordre de vente pour 4000 action au prix de CHF 137,50. A 15:23:18 heures – donc *après* avoir négocié très activement dans le sous-jacent du warrant sur B – il supprime de nouveau cet ordre de vente. Parallèlement, il place dans le carnet d'ordres un nouvel ordre de vente pour 4000 actions au prix de CHF 137,40. Cet ordre de vente est immédiatement et intégralement exécuté avec plusieurs contreparties.
47. Entre 15:21:57 et 15:23:10 heures, rien n'a été constaté qui pourrait expliquer objectivement l'évolution du marché alléguée par X et qui l'aurait poussé à réviser plusieurs fois son estimation du marché. Ses activités dans le sous-jacent du call warrant sur B et dans le call warrant sur B auprès de SIX Swiss Exchange et de Scoach Suisse ne permettent pas de conclure qu'il suivait une stratégie de couverture pour sa position longue de 8000 titres dans le sous-jacent du call warrant sur B. Il manque à ces transactions une justification économique et, en plus, elles créent l'apparence d'une activité de négoce.
48. Ainsi en résumé, dans le laps de temps sous examen, X a enfreint le ch. 9.2, al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse avec ses 12 transactions dans le call warrant sur B, en créant par ces exécutions l'apparence d'une activité de négoce, ce qui constitue une manipulation au sens du Cm 23 de la Circulaire FINMA 2008/38. De même, l'achat et la vente rapprochés des mêmes valeurs mobilières pour le compte d'un seul et même ayant droit économique constituent une manipulation au sens du Cm 24 de la Circulaire FINMA 2008/38 (« Wash Trades »).
49. Les conclusions sont identiques pour les activités de X dans le warrant sur C mentionné au point 3, constatées lors de l'enquête.

C. Règles enfreintes

50. Il est établi que X a systématiquement enfreint les règles suivantes :

51. Dans les actions nominatives A ([date 3], 15:25:12 – 15:28:41 heures), les actions nominatives D ([date 6], 16:21:07 – 16:24:40 heures), les actions nominatives E ([date 7], 16:53:30 – 16:55:31 heures), les actions nominatives F ([date 8], 14:21:39 – 14:25:21 heures) et les actions nominatives G ([date 9], 10:52:02 – 10:53:27 heures), il a plusieurs fois, en l'espace de quelques minutes, placé un grand nombre d'ordres à différents niveaux de prix dans le carnet d'ordres et causé ainsi un excès d'ordres d'achat et de vente, provoquant une altération de prix et de liquidité. En conséquence, il a enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et le Cm 27 de la Circulaire FINMA 2008/38.
52. Dans les actions nominatives A ([date 3], 15:25:12 – 15:28:41 heures), les actions nominatives D ([date 6], 16:21:07 – 16:24:40 heures), les actions nominatives E ([date 7], 16:53:30 – 16:55:31 heures), les actions nominatives F ([date 8], 14:21:39 – 14:25:21 heures) et les actions nominatives G ([date 9], 10:52:02 – 10:53:27 heures), il a placé plusieurs ordres au même niveau de prix et ainsi créé pour des tiers extérieurs l'apparence de liquidité. Par la saisie d'innombrables ordres à différents niveaux de prix, il a outre produit une impression d'activités de négoce. En conséquence, il a enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et le Cm 23 de la Circulaire FINMA 2008/38.
53. Dans les actions nominatives A ([date 3], 15:25:12 – 15:28:41 heures), les actions nominatives D ([date 6], 16:21:07 – 16:24:40 heures), les actions nominatives E ([date 7], 16:53:30 – 16:55:31 heures), les actions nominatives F ([date 8], 14:21:39 – 14:25:21 heures) et les actions nominatives G ([date 9], 10:52:02 – 10:53:27 heures), il a de manière répétée placé des

ordres fictifs pour de gros blocs dans le système de négoce, puis les a immédiatement de nouveau supprimé. Il a ainsi enfreint les ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et le Cm 29 de la Circulaire FINMA 2008/38.

54. Il n'y a pas de justification économique pour les transactions de X dans les warrants sur B ([date 4], 15:22:13 – 15:23:10 heures) et dans le call warrant sur C ([date 5], 09:50:31 – 09:51:38 heures). Par l'achat et la vente rapprochés des mêmes valeurs mobilières pour le compte d'un seul et même ayant droit économique, il a enfreint le ch. 9.2, al. 1 du Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse et le Cm 24 de la Circulaire FINMA 2008/38 (« Wash Trades »). Ces transactions ayant par ailleurs créé l'apparence d'une activité de négoce, X a donc enfreint le ch. 9.2, al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse et le Cm 23 de la Circulaire FINMA 2008/38.

D. Fixation de la peine

55. En vertu du ch. 18, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange, la Bourse peut prononcer des sanctions à l'encontre d'un participant et/ou d'un trader, notamment en cas de violation des règlements de la Bourse. Si la violation est le fait d'un trader, la sanction peut, en vertu du ch. 19, al. 1 du Règlement relatif au négoce, être prononcée sous forme d'avertissement, de suspension ou de retrait de l'enregistrement. Pour déterminer les sanctions, la gravité de la violation, le degré de responsabilité ainsi que les éventuelles sanctions antérieures infligées au trader sont pris en compte. Les dispositions selon le Règlement relatif au négoce de Scoach Suisse sont analogues.
56. X ayant systématiquement enfreint les dispositions mentionnées plus haut du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et de Scoach Suisse, une sanction doit être prononcée à son encontre.
57. Il est incontesté qu'aucune sanction n'a encore jamais dû être prononcée contre X. Il est tout autant incontesté que X a agi intentionnellement et non par négligence.
58. Dans la décision de sanction contestée, SVE a jugé appropriée une suspension de six mois. SVE a constaté que X avait placé la grande majorité des ordres sur les actions dans le but non pas d'obtenir une exécution dans le carnet d'ordres, mais – en répartissant les nombreux ordres sur plusieurs niveaux de prix d'un côté du carnet d'ordres – afin de créer une fausse image de la situation des ordres. Le véritable et seul objectif de ces ordres, saisis dans des laps de temps très courts du côté soit de la demande, soit de l'offre du carnet d'ordres, était de modifier le cours (Inside Market) et ainsi de tirer profit des mouvements de prix.
59. SVE a constaté qu'il était prévisible pour ces ordres placés par X que les saisies générant chaque fois un excès d'ordres ne pouvaient pas aboutir à des exécutions. SVE a également tenu compte du fait que X n'avait pas placé la majorité des ordres comme du volume traités au meilleur cours acheteur ou vendeur du moment dans le carnet d'ordres et que ces ordres n'étaient chaque fois restés disponibles qu'un court instant dans le carnet d'ordres en vue d'une exécution. Durant ces mêmes instants, les ordres ont d'autre part fortement influencé le carnet d'ordres pouvant être consulté par le public. Celui-ci ne reflétait alors pas la vraie situation de la bourse au regard de l'offre et de la demande pour les actions concernées, mais des ordres « artificiels et manipulateurs ».
60. Dans la détermination de la peine, SVE a précisé que « les bourses offrent un processus de recherche de prix qui repose sur l'offre et la demande des différentes valeurs mobilières dans le carnet d'ordres. Les participants au marché sont confiants dans le caractère équitable de cette recherche de prix et que les prix se forment en raison des seuls forces du marché (offre et demande). Les investisseurs sont confiants que l'équité est toujours garantie et qu'aucune pratique manipulatrice ne perturbe ce processus, aboutissant à des cours boursiers qui ne résulteraient éventuellement pas de la véritable situation dans le carnet d'ordres. Dans leurs décisions, les participants au marché assument tout naturellement que les ordres placés dans le carnet d'ordres ont été saisis dans le système boursier dans l'intention de vendre ou d'acheter l'action concernée. »
61. Comme mentionné, X a agi intentionnellement. Celui-ci fait cependant valoir qu'il n'avait à aucun moment conscience d'une quelconque illicéité. A titre de justification, il met en avant que

les termes de la Circulaire FINMA sont imprécis et que chacun d'eux devrait être défini par la Bourse avant de pouvoir servir de base dans le cadre d'une sanction.

62. Comme indiqué au point 10 f, cela est faux. Les règles de conduite sont compréhensibles. En outre, les faits examinés ne constituent pas des cas limites où l'on pourrait, selon les règles de la bonne foi, soutenir des opinions différentes. A juste titre, SVE avait fait remarquer que X était un trader expérimenté qui savait pertinemment ce qu'il déclenchait par ses saisies dans le système boursier. C'est d'ailleurs la seule interprétation possible de la déclaration de X, selon laquelle la Bourse tolérât les systèmes de négoce (ce qui n'est pas vrai) agissant exactement comme lui, juste bien plus vite. Par ses saisies et suppressions opérées sciemment, X a de toute évidence influencé durant quelques secondes le niveau de prix de telle manière à obtenir un prix qui ne correspondait pas à l'offre et à la demande réelles. Ses manipulations étaient donc intentionnelles. X n'a pas contesté avoir compris le sens et but de la Circulaire FINMA. Mais ce sens et but vise précisément à empêcher les manipulations de marché. X ne peut dès lors pas invoquer l'absence de conscience de l'illicéité.
63. X a allégué que SVE avait durant des années toléré des conduites comme la sienne. Avant qu'une sanction ne soit prononcée, SVE devrait publier une prise de position prosolvant cette conduite. Il n'y a cependant aucun indice que SVE ait toléré ou tolère pareil comportement dans d'autres cas. En revanche, le cas présent montre exemplairement la complexité des enquêtes pour constater certaines violations des règles.
64. X a également argué qu'encore jamais, une suspension n'avait été prononcée en relation avec des manipulations de marché. Si une conduite comme la sienne devait désormais être considérée comme irrégulière, il faudrait d'abord prononcer un avertissement et le publier afin que les participants au marché soient au fait des comportements réputés proscrits. Cet argument est disconvenant. Dans chaque cas concerné, la sanction doit être déterminée en tenant compte de la gravité de la violation et du degré de responsabilité.
65. X a mis en avant qu'en 2003, un snake trader avait seulement reçu un avertissement malgré le fait que le snake trading avait été explicitement interdit dans un communiqué de la CFB du 11 décembre 1998, qui constituait donc à ce titre une mise en garde. Précisons à cet égard qu'en date du [date 10], la Commission disciplinaire de la Bourse avait prononcé des avertissements contre plusieurs participants parce que l'année précédente, elle avait admis les activités de certains de leurs snake traders. L'autorité des sanctions (habilitée – aujourd'hui encore – à agir uniquement en lien avec les participants à la bourse) a donc été la première à sanctionner le snake trading. La règle à caractère général émise par la CFB est venue plus tard. Pour l'interdiction du snake trading, il n'est donc pas vrai que la règle générale ait précédé la sanction. L'avertissement prononcé contre un snake trader en 2003 ne permet pas de conclure qu'il faudrait, dans d'autres cas également, prononcer d'abord un avertissement et après seulement une sanction plus sévère.
66. X a fait demander subsidiairement que soit prononcé un avertissement, ou une durée de suspension de juste un mois dont la date de début serait fixée au [date 2] pour tenir compte de sa non-activité de négoce depuis cette même date (remise de la décision de sanction de SVE).
67. L'avertissement est réservé aux cas de peu de gravité, lorsque le degré de responsabilité est faible et/ou que l'infraction constitue une simple faute. Il n'existe toutefois aucun droit à faire l'objet d'un simple avertissement pour une première infraction ou pour un acte contraire aux règles découvert pour la première fois. Dans le cas présent, le comportement contraire aux règles n'est pas isolé. Il s'agit plutôt d'une conduite systématique contraire aux règles, détectée grâce à une enquête complexe. Il n'y a aucun doute que X a, régulièrement et avec système, exercé une activité de négoce Nostro dans la manière censurée. Cela a son poids. La Bourse doit non seulement veiller à ce qu'il n'y ait pas de manipulations spéculatives, elle doit aussi faire en sorte, comme le rappelle SVE, que la recherche de prix soit toujours « fair » – même en cas de faible progression des prix et volumes – et qu'aucune pratique de manipulation ne gêne ce processus équitable. Il lui incombe de sanctionner même les infractions légères, mais commises avec système. Et c'est précisément ce qui est reproché à X. Lorsque le cas n'est pas de peu de gravité, mais systématique, un avertissement ne suffit pas comme sanction et il convient de prononcer une suspension pour le moins.
68. Plus subsidiairement, X a demandé que la durée de suspension soit réduite à un mois, six mois étant une mesure draconienne. Il est impossible de statuer de manière générale si une suspension de six mois est vraiment d'une sévérité excessive. X a invoqué avoir renoncé au négoce depuis le [date 2]. Il s'est donc imposé lui-même une mesure draconienne ou alors

l'effet, lui, ne l'est pas. X avait tout latitude de continuer à négocier pour son employeur, sans les activités manifestes à intention manipulatrice. Par sa nature, une clause pénale offre un certain pouvoir d'appréciation. Les instances sanctionnatrices ne doivent fixer des peines ni excessivement sévères, ni juste symboliques. Il n'y a aucune raison d'apprécier la situation de manière fondamentalement différente de SVE. Il n'y a notamment aucun indice que SVE aurait choisi arbitrairement le degré de sanction. La pratique plus récente de la Commission des sanctions confirme par ailleurs que, de manière générale, les sanctions prononcées sont plus sévères, favorisant le respect des normes par leur effet préventif. La suspension de six mois prononcée par SVE est appropriée dans le cas présent.

69. Dans la demande plus subsidiaire, X a sollicité le décalage de la suspension à une date antérieure, le [date 2]. Si cette manière de procéder pour fixer une date était reprise dans la pratique, la personne en infraction pourrait de fait – selon la durée de la procédure de sanction, qui ne dépend pas uniquement des organes de SIX Swiss Exchange, mais aussi des mesures prises par la personne elle-même – annuler l'effet sanctionnateur d'une suspension. Par conséquent, la suspension doit débiter dès que la décision de sanction a passé en force de chose jugée.
70. Comme prévu au ch. 6.3 du Règlement de procédure, les décisions de la Commission des sanctions ayant passé en force de chose jugée sont, en règle générale, publiées sous forme anonyme sur le site Internet de SIX Exchange Regulation. Les participants et traders peuvent ainsi prendre connaissance de la pratique. Dans le cas présent, SVE résumera le texte pour en faciliter la lecture. Selon la pratique établie, la Commission des sanctions ne publie pas les sanctions contre les traders dans une publication spéciale avec citation des noms. Une pareille mesure ne s'impose pas non plus dans le cas présent.
71. Vu l'issue de la procédure, les frais de la procédure sont imputés à X, tant pour l'enquête que pour la Commission des sanctions (SVE CHF 10 000, Commission des sanctions CHF 10 000). Les frais d'assistance judiciaire sont supportés par X (ch. 2.9 du Règlement de procédure).

Zurich, le 28 août 2012

(traduction)