

Violation des règles de marché [de] SIX Swiss Exchange

Décision

La Commission des sanctions a constaté que le trader Y 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.

Dès que cette décision aura passé en force de chose jugée, Y sera suspendu de SIX Swiss Exchange 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 Y, un trader Nostro du participant Z, au motif d'infraction aux ch. 9.2, al. 1 et al. 2, let. a du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et aux chiffres marginaux 23, 27 et 29 de la Circulaire FINMA 2008/38. Le recours formé par Y 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 Y depuis le [date 2] déduite de la durée de suspension éventuelle.
2. La procédure de sanction à l'encontre de Y 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 dans des actions.

A. Informations générales

3. En 2011, SVE a engagé la procédure de sanction contre Y, soupçonné d'avoir enfreint le Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange et la Circulaire FINMA 2008/38 (« Règles de conduite sur le marché »). La procédure s'est concentrée sur l'activité de négoce de Y dans trois 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 Y 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 trois valeurs mobilières et périodes suivantes ont été incluses exhaustivement dans la procédure :
 - a. action nominative A, le [date 3] entre 10:46:05 et 10:55:07 heures
 - b. action nominative B, le [date 4] entre 09:01:56 et 09:06:46 heures
 - c. action nominative C, le [date 5] entre 11:43:08 et 11:47:36 heures
4. Les faits établis dans ces cas n'ont pas été contestés. Il a en outre été relevé, toujours sans conteste, que Y a appliqué ce modèle de négoce à d'autres occasions également. Pour preuve explicite, Y 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, seul le cas du [date 3] est traité ci-après, à titre d'exemple (action nominative A). Il est en outre renoncé à faire détailler d'autres cas par SVE. Les arguments de Y sont abordés là où ils sont pertinents pour la présente décision.

5. Y 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 Y 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, Y 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 Y.

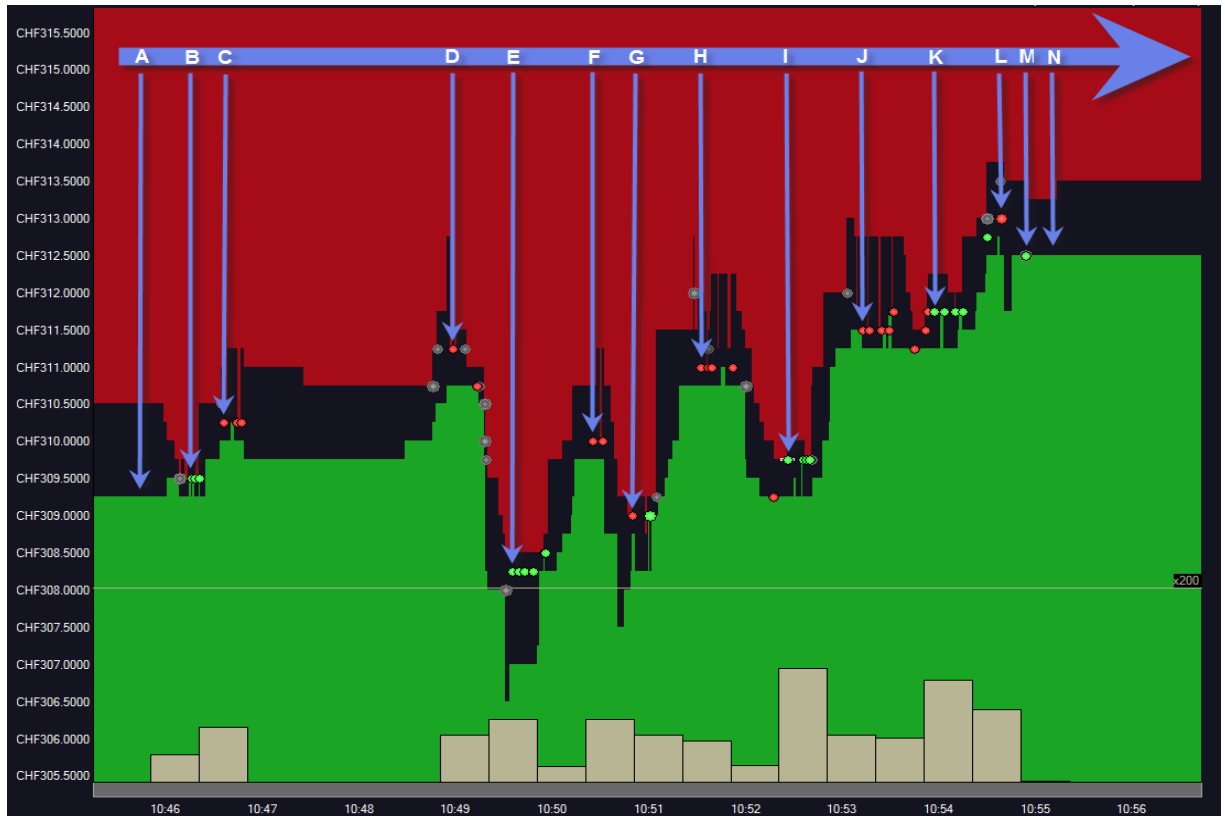
Cela vaut également pour le terme de l'excès : Y argue que, dans la Circ.-FINMA, il faut entendre par là la même chose qu'en cas d'interruption du négoce. Cet argument non plus n'est pas probant. Le Non Opening selon le ch. 7, al. 3, let. b de la Directive 3 de SIX Swiss Exchange et l'interruption du 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. Y 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 Y tel que révélé par les analyses de SVE. Il 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

13. Le [date 3], en l'espace des neuf minutes entre 10:46:05 et 10:55:07 heures, Y effectue 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 durant 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 Y a agi comme acheteur, rouge comme vendeur dans la transaction en question. Les barres en gris montrent le volume global négocié par Y par intervalles de trente secondes. Chaque minute compte ainsi deux intervalles, commençant pile à la minute : 10:46:00 – 10:46:29, 10:47:30 – 10:47:59, etc. Selon ses propres indications, c'est en utilisant les fonctions du programme « ABC » pour la saisie des ordres que Y a pu, dans ces laps de temps, saisir et supprimer un si grand nombre d'ordres individuels.

Les lettres (A – N) 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 de l'action nominative A avant l'intervention de Y. A 10:45:40:343 heures, celui-ci ne contient aucun ordre de Y 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 987 actions nominatives A resp. à 1188 actions nominatives A, avec 11 ordres d'achat opposés à 17 ordres de vente. La fourchette achat-vente est de CHF 1,25 (CHF 309,25 – CHF 310,50), tandis que les ordres placés aux dix meilleurs niveaux de prix à la demande se situent entre CHF 306,00 et CHF 309,25, ceux côté offre entre CHF 310,50 et CHF 316,00.
15. A 10:46:24:228 heures (moment B1), la situation se présente comme suit : depuis le moment A, le volume d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix n'a que faiblement augmenté côté offre, de 1188 actions nominatives A à 1202 actions nominatives A. Par contre, ces 1202 actions nominatives A se situent maintenant entre CHF 309,75 et CHF 312,00 dans le carnet d'ordres, en comparaison de CHF 310,50 – CHF 316,00 au moment A. Le nombre d'ordres de vente a grimpé de 17 à 53 et l'Inside Market affiche maintenant CHF 309,50 – CHF 309,75. Côté offre, Y est présent avec son volume d'ordres aux dix niveaux de prix, avec une part située entre 10 % et 100 %. Sur cinq des niveaux de prix, la part de Y au volume est de 100 %. Comme Y a effectué ses saisies d'ordres à différents niveaux de prix et, en plus, saisit plu-

sieurs ordres sur un même niveau de prix, un investisseur externe ou un programme de négociation électronique devait en conclure que l'excès à l'offre était dû à plusieurs investisseurs distincts prêts à vendre. L'assertion de Y 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 que plusieurs vendeurs souhaitent vendre au même niveau de prix, alors qu'en fait, le marché n'est pas du tout aussi liquide qu'il y paraît car ce sont surtout les nombreux ordres de Y au même niveau de prix qui donnent l'illusion de liquidité.

16. Dans le carnet d'ordres côté demande, Y détient au moment B1 un seul ordre d'achat au meilleur niveau de prix acheteur (CHF 309,50) portant sur 14 actions nominatives A.
17. A 10:45:25:369 heures (*moment B2*), un autre participant place un ordre de vente pour 14 actions nominatives A au prix de CHF 309,50 dans le carnet d'ordres. Par conséquent, celui-ci est exécuté intégralement au cours de CHF 309.50, contre l'ordre d'achat de Y pour 14 actions nominatives A qui s'y trouve déjà.
18. Le *moment B3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution de l'ordre d'achat de Y (14 actions nominatives A à CHF 309,50). S'agissant des ordres de vente de Y, le côté offre reste inchangé par rapport au moment B2.
19. Jusqu'à 10:46:45:812 heures (*moment C1*) – 20 secondes après le moment B3 – Y supprime tous ses ordres de vente dans le carnet d'ordres et saisit des ordres d'achat. Côté demande, il est alors présent à tous les niveaux de prix. Sur cinq des dix niveaux de prix, il détient une part au volume de 100 %. En réaction à cet excès de demande, l'Inside Market augmente à CHF 310,00 – CHF 310,25 par rapport à CHF 309,25 – CHF 309,75 au moment B3. Le nombre cumulé d'ordres passe à 63 ordres, après avoir été de dix ordres au moment B3. La fourchette des prix côté demande rétrécit à CHF 307,75 – CHF 310,00 (CHF 2,25) contre CHF 305,00 – CHF 309,25 (CHF 4,25) au moment B3.
20. Côté offre, Y figure au meilleur niveau de prix (CHF 310,25) dans le carnet d'ordres, avec un ordre de vente pour 14 actions nominatives A qu'il place au moment C1 précis, soit à 10:46:45:812 heures.
21. A 10:46:45:962 heures (*moment C2*), un autre participant saisit dans le carnet d'ordres un ordre d'achat pour 14 actions nominatives A au prix de CHF 310,25. Celui-ci est donc exécuté contre l'ordre de vente de Y (pour 14 actions nominatives A à CHF 310,25) qui y figure déjà. Suite à ses nombreux ordres d'achat qui ont précédé – et qui ont suggéré aux tiers une forte demande – Y a donc pu vendre ses actions nominatives A plus cher.
22. Le *moment C3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution de l'ordre de vente de Y (14 actions nominatives A à CHF 310,25). S'agissant du volume de Y, le côté demande reste inchangé par rapport au *moment C1*. Après cette transaction, Y supprime tous les ordres saisis côté demande qui se trouvent encore dans le carnet d'ordres. A 10:46:58 heures, il n'y a plus aucun ordre de Y, ni côté demande, ni côté offre.
23. Après une pause d'une minute et 52 secondes, Y place de nouveaux ordres d'achat à 10:48:50:063 heures (*moment D1*). A 10:49:06:994 heures, il domine à nouveau le côté demande dans le carnet d'ordres. Côté demande, il est présent avec son volume d'ordres sur tous les dix niveaux de prix, avec une part située entre 23 % et 100 %. Sur quatre des niveaux de prix, sa part au volume est de 100 %. Suite à cette nouvelle pression à l'achat, l'Inside Market s'élève à CHF 310,75 – CHF 311,25 par rapport à CHF 310,00 – CHF 311,00 au moment C3. Côté offre, Y détient dans le carnet d'ordres un seul ordre de vente pour 16 actions nominatives A au prix de CHF 311,25 (meilleur niveau de prix).
24. A 10:49:07:010 heures (*moment D2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 16 actions nominatives A au meilleur cours vendeur de CHF 311,25 dans le carnet d'ordres. Il s'ensuit une exécution avec l'ordre de vente de Y à CHF 311,25 qui figure déjà dans le carnet d'ordres, pour l'ensemble des 16 actions nominatives A.
25. Après cette exécution de 10:49:07:010 heures (*moment D3*), il ne reste plus d'ordres de Y côté offre tandis que, en ce qui concerne la part de Y au volume, le côté demande reste inchangé en comparaison du moment D1.

26. Jusqu'à 10:49:44:138 heures (*moment E1*), Y supprime tous les ordres d'achat dans le carnet d'ordres et saisit des ordres de vente. Il domine alors fortement sur tous les dix niveaux de prix côté vente, avec des parts au volume de 28 % – 100 %. Sur six des dix niveaux de prix, il est présent avec 100 % du volume. Ainsi mis sous pression, l'Inside Market baisse à CHF 308,25 – CHF 308,50 après CHF 310,75 – CHF 312,25 au moment D3. La fourchette aux dix meilleurs niveaux de prix côté offre diminue à CHF 308,50 – CHF 310,75 par rapport à D3, où elle était encore à CHF 312,25 – CHF 319,00. Le nombre d'ordres cumulés augmente de 21 à 59 ordres.
- Côté demande, Y place à 10:49:44:138 heures (*moment E1*) un ordre d'achat pour 16 actions nominatives A à CHF 308,25 dans le carnet d'ordres. Avec cet ordre, il détient une part de 100 % du volume d'ordres à ce premier niveau de prix (CHF 308,25) côté demande.
27. A 10:49:44:165 heures (*moment E2*), un autre participant place un ordre de vente pour 16 actions nominatives A au prix de CHF 308,25 dans le carnet d'ordres. Celui-ci est exécuté intégralement au cours de CHF 308,25, contre l'ordre d'achat de Y pour 16 actions nominatives A qui s'y trouve déjà.
28. Le *moment E3* montre le carnet d'ordres immédiatement après l'exécution complète de ces deux ordres. S'agissant des ordres de vente de Y, le côté offre n'a pas changé par rapport au moment E2.
29. Jusqu'à 10:50:34:802 heures (*moment F1*), Y supprime tous ses ordres de vente dans le carnet d'ordres et saisit des ordres d'achat. Côté demande, il est alors présent à tous les niveaux de prix. Sur huit des dix niveaux de prix, il détient une part au volume de 100 %. En réaction à cet excès de demande, l'Inside Market augmente à CHF 309,75 – CHF 310,00, comparé à CHF 307,00 – CHF 308,50 au moment E3. Le nombre d'ordres cumulés augmente de 12 à 65 ordres. La fourchette des prix côté demande rétrécit à CHF 307,50 – CHF 309,75 (CHF 2,25) contre CHF 302,00 – CHF 307,00 (CHF 5,00) au moment E3. Côté offre, Y figure au premier niveau de prix (CHF 310,00) dans le carnet d'ordres, avec un ordre de vente pour 24 actions nominatives A qu'il place au moment F1 précis, soit à 10:50:34:802 heures. Aux moments F1 et F3, le nombre d'ordres cumulés de Y aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande atteint, avec 63 ordres d'achat cumulés, la valeur la plus élevée de toutes les situations du carnet d'ordres illustrées dans cet exemple.
30. A 10:50:34:811 heures (*moment F2*), un autre participant saisit dans le carnet d'ordres un ordre d'achat pour 24 actions nominatives A au prix de CHF 310,00. Celui-ci est donc exécuté contre l'ordre de vente de Y (pour 24 actions nominatives A à CHF 310,00) qui y figure déjà.
31. Le *moment F3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution de l'ordre de vente de Y (24 actions nominatives A à CHF 310,00). S'agissant du volume de Y, le côté demande reste inchangé par rapport au moment F1.
32. Dans les 35 secondes suivantes, jusqu'à 10:51:09:990 heures (*moment G1*), Y change de nouveau de côté dans le carnet d'ordres et passe ses ordres du côté demande au côté offre. Il supprime tous les ordres d'achat qui se trouvaient dans le carnet d'ordres au moment F3 et saisit des ordres de vente à la place. Le nombre cumulé d'ordres de vente augmente de 15 à 54 depuis le moment F3 et l'Inside Market sous pression baisse à CHF 309,00 – CHF 309,25 par rapport au moment F3, où il se situait à CHF 309,75 – CHF 310,75. En même temps, la fourchette des prix aux dix meilleurs niveaux de prix côté offre rétrécit à CHF 309,25 – CHF 311,50 (CHF 2,25). Au moment F3, elle était encore à CHF 310,75 – CHF 319,00 (CHF 8,25). Côté offre, Y est présent à tous les niveaux de prix, avec des parts au volume entre 77 % et 100 %. Sur six des dix niveaux de prix, il détient une part au volume de 100 %. Côté demande, il place à 10:51:09:990 heures (*moment G1*) un ordre d'achat pour 48 actions nominatives A au premier niveau de prix (CHF 309,00) dans le carnet d'ordres. A ce niveau de prix, il est le seul acteur intéressé à acheter. Aux dix meilleurs niveaux de prix côté vente, le volume cumulé à l'offre de Y atteint aux moments G1 et G3, avec 1008 actions nominatives A, la valeur cumulée de volume la plus élevée côté offre de toutes les situations du carnet d'ordres illustrées dans cet exemple.
33. A 10:51:10:028 heures (*moment G2*), un autre participant saisit dans le carnet d'ordres un ordre de vente pour 48 actions nominatives A au prix de CHF 309,00. Celui-ci est aussitôt exécuté contre l'ordre d'achat de Y (pour 48 actions nominatives A à CHF 309,00).

34. Le moment G3 montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution de l'ordre d'achat de Y (48 actions nominatives A à CHF 309,00). Côté demande, Y n'a plus d'ordres d'achat dans le carnet d'ordres et ses ordres côté offre sont inchangés en comparaison du moment G1.
35. Dans les 31 secondes suivant le moment G3, Y supprime à nouveau tous ses ordres de vente du carnet d'ordres et saisit des ordres d'achat (*moment H1*). Côté demande, il est présent à tous les niveaux de prix et détient en outre 100 % de la part du volume sur six des dix niveaux de prix. En réaction à cet excès de demande, l'Inside Market augmente à CHF 310,75 – CHF 311,00 par rapport à CHF 308,25 – CHF 309,25 au moment G3. Le nombre cumulé d'ordres passe de 13 ordres côté demande au moment G3 à 46 ordres maintenant. La fourchette des prix côté demande rétrécit à CHF 308,50 – CHF 310,75 (CHF 2,25) contre CHF 303,50 – CHF 308,25 (CHF 4,75) au moment G3. Côté offre, Y figure au premier niveau de prix (CHF 311,00) dans le carnet d'ordres, avec un ordre de vente pour 14 actions nominatives A qu'il place à 10:51:41:553 heures.
36. A 10:50:41:565 heures (*moment H2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 14 actions nominatives A au prix de CHF 311,00 dans le carnet d'ordres, qui est exécuté intégralement contre l'ordre de vente de Y pour 14 actions nominatives A s'y trouvant déjà.
37. Le *moment H3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution de l'ordre de vente de Y (14 actions nominatives A à CHF 311,00). Côté offre, il n'y a maintenant plus d'ordres de Y dans le carnet d'ordres et le côté demande est inchangé par rapport au moment H1.
38. 51 secondes après le moment H3, Y change une fois de plus de côté, supprime tous ses ordres d'achat du carnet d'ordres et place des ordres de vente (*moment I1*). Il est présent à tous les niveaux de prix côté offre et génère 100 % de la part du volume sur quatre des dix niveaux de prix. L'Inside Market réagit à cet excès d'offre en baissant à CHF 309,25 – CHF 309,75 par rapport au moment H3, où il affichait CHF 310,75 – CHF 312,00. Le nombre cumulé d'ordres de vente augmente de 21 ordres au moment H3 à 63 ordres maintenant. La fourchette des prix côté offre rétrécit à CHF 309,75 – CHF 312,00 (CHF 2,25) contre CHF 312,00 – CHF 316,75 (CHF 4,75) au moment H3. Côté demande, il n'y a plus d'ordres d'achat de Y au moment I1.
39. A 10:52:35:834 heures (*moment I2*), Y saisit dans le carnet d'ordres un ordre d'achat pour 48 actions nominatives A à CHF 309,75. Celui-ci est par conséquent exécuté contre les deux ordres de vente placés dans le carnet d'ordres pour 3 actions nominatives A, saisi à 10:52:27:497 heures par Y au prix de CHF 309,75 et pour 31 actions nominatives A, saisi à 10:52:28:806 heures par un autre participant à CHF 309,75. Ainsi, Y cause un Nostro-Nostro Cross sur 3 actions nominatives A, qu'il extourne cependant dûment à 11:46:35 heures.
40. Après les deux exécutions partielles de 3 actions nominatives A (Nostro-Nostro Cross qui a été extourné) et 31 actions nominatives A à CHF 309,75, il reste côté demande 14 actions nominatives A à CHF 309,75 de l'ordre d'achat initial de Y dans le carnet d'ordres (*moment I3*). Y demeure donc le seul acteur intéressé à acheter à ce premier niveau de prix.
41. 45 secondes après le moment I3, Y supprime à nouveau tous ses ordres de vente du carnet d'ordres et saisit des ordres d'achat. Côté demande, il est présent à neuf des dix meilleurs niveaux de prix (*moment J1*). Sur cinq des dix niveaux de prix côté demande, il détient en outre 100 % de la part au volume. En réaction à cet excès de demande, l'Inside Market augmente à CHF 311,50 – CHF 312,75 par rapport à CHF 309,75 – CHF 310,00 au moment I3. Le nombre cumulé d'ordres d'achat augmente de 12 ordres au moment I3 à 58 ordres maintenant. La fourchette des prix côté demande rétrécit à CHF 309,25 – CHF 311,50 (CHF 2,25) contre CHF 304,50 – CHF 309,75 (CHF 5,25) au moment I3. Côté offre, Y n'a aucun ordre placé dans le carnet d'ordres.
42. A 10:53:22:138 heures (*moment J2*), Y saisit dans le carnet d'ordres un ordre de vente pour 24 actions nominatives A à CHF 311,50. Cet ordre fait l'objet d'une exécution partielle contre l'ordre de vente se trouvant déjà dans le carnet d'ordres, placé à 10:53:17:135 heures par un autre participant pour 2 actions nominatives A à CHF 311,50.
43. Après cette exécution partielle (2 actions nominatives A vendues par Y au prix de CHF 311,50), il reste côté offre du carnet d'ordres 22 actions nominatives A de Y (*moment J3*). Côté demande, il est maintenant présent sur les dix meilleurs niveaux de prix, avec un volume global entre 29 % et 100 % par niveau de prix.

44. Jusqu'au *moment K1*, Y supprime du carnet d'ordres tous les ordres d'achat qu'il y avait au moment J3 et saisit des ordres de vente. Côté offre, il est alors présent à tous les dix meilleurs niveaux de prix. Le nombre cumulé d'ordres de vente augmente de 14 ordres au moment J3 à 48 ordres maintenant. La fourchette des prix côté offre rétrécit à CHF 312,25 – CHF 314,50 (CHF 2,25) contre CHF 311,50 – CHF 317,00 (CHF 5,50) au moment J3. Côté demande du carnet d'ordres, Y détient au premier niveau de prix (CHF 311,75) un ordre d'achat pour 24 actions nominatives A qu'il a placé à 10:54:06:099 heures.
45. A 10:54:06:403 heures (*moment K2*), un autre participant place un ordre de vente pour 24 actions nominatives A au prix de CHF 311,75 dans le carnet d'ordres. Celui-ci est exécuté intégralement contre l'ordre d'achat de Y pour 24 actions nominatives A côté demande au niveau de prix CHF 311,75.
46. Le *moment K3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution complète de l'ordre d'achat de Y (24 actions nominatives A à CHF 311,75). Les parts au volume côté offre cependant restent inchangées par rapport au moment K1.
47. Dans les 42 secondes suivantes, Y supprime tous les ordres de vente qui se trouvent encore dans le carnet d'ordres depuis le moment K3 et saisit des ordres d'achat (*moment L1*). Ce faisant, il est présent aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande et détient une part au volume de 100 % sur sept d'entre eux. L'Inside Market progresse alors à CHF 312,50 – CHF 313,00 après avoir été à CHF 311,25 – CHF 312,25 au moment K3. Le nombre cumulé d'ordres d'achat augmente de 14 ordres au moment K3 à 45 ordres maintenant. La fourchette des prix côté demande rétrécit à CHF 310,25 – CHF 312,50 (CHF 2,25) contre CHF 302,00 – CHF 311,25 (CHF 9,25) au *moment K3*. Côté offre, Y place à 10:54:48:202 heures un ordre de vente pour 72 actions nominatives A au prix de CHF 313,00 dans le carnet d'ordres.
48. Aux dix meilleurs niveaux de prix côté achat, le volume cumulé à la demande de Y atteint aux moments L1 et L3, avec 1091 actions nominatives A, la valeur cumulée de volume la plus élevée côté demande de toutes les situations du carnet d'ordres illustrées dans cet exemple.
49. A 10:54:48:244 heures (*moment L2*), un autre participant place un ordre d'achat pour 72 actions nominatives A au prix de CHF 313,00 dans le carnet d'ordres. Celui-ci est exécuté intégralement contre l'ordre de vente de Y pour 72 actions nominatives A au niveau de prix CHF 313,00.
50. Le *moment L3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution complète de l'ordre de vente de Y (72 actions nominatives A à CHF 313,00). Le côté demande reste inchangé par rapport au moment L1.
51. Dans les 15 secondes après le moment L3, Y supprime à nouveau tous ses ordres d'achat du carnet d'ordres et saisit des ordres de vente. Côté offre, il est présent à neuf des dix meilleurs niveaux de prix (*moment M1*). En réaction à cet excès d'offre, l'Inside Market baisse à CHF 312,50 – CHF 313,00 par rapport à CHF 312,50 – CHF 313,75 au moment L3. Le nombre cumulé d'ordres de vente augmente de 10 ordres au moment L3 à 29 ordres maintenant. La fourchette des prix côté offre rétrécit à CHF 313,00 – CHF 315,25 (CHF 2,25) contre CHF 313,75 – CHF 322,25 (CHF 8,50) au moment L3. Côté demande du carnet d'ordres, Y détient au premier niveau de prix (CHF 312,50) un ordre de vente pour 1 action nominative A qu'il a placé à 10:54:55:086 heure.
52. A 10:55:03:944 heures (*moment M2*), un autre participant place un ordre de vente pour 1 action nominative A au prix de CHF 312,50 dans le carnet d'ordres. Celui-ci est exécuté intégralement contre l'ordre d'achat de Y pour 1 action nominative A côté demande au niveau de prix CHF 312,50.
53. Le *moment M3* montre le carnet d'ordres aussitôt après l'exécution complète de l'ordre d'achat de Y (1 action nominative A à CHF 312,50). La situation côté offre est inchangée depuis le moment M1.
54. Le moment N montre le carnet d'ordres pour l'action nominative A après les activités de Y au cours de ce jour de négoce. A ce moment N, Y ne détient aucun ordre, ni côté offre, ni côté demande. Pour la première fois depuis l'illustration du carnet d'ordres avant ses activités (cf. moment A), les volumes cumulés à l'offre et à la demande sont de nouveau équilibrés.
55. En l'espace de 9 minutes et 2 secondes, Y a ainsi placé en tout dans le carnet d'ordres 440 ordres d'achat et 428 ordres de vente, saisis dans plusieurs ordres par niveau de prix. Dans le

même temps, ni le contexte économique et sectoriel en général, ni le contexte de A SA n'ont changé d'une quelconque manière.

56. Les enregistrements des saisies effectuées par Y montrent qu'en l'espace de ces 9 minutes 2 secondes allant du moment A au moment N, il a – avec ses ordres – changé en tout 12 fois de côté dans le carnet d'ordres et chaque fois dominé celui-ci durant quelques secondes avec ses ordres sur l'action nominative A, avant de supprimer de nouveau ses ordres quelques secondes plus tard. Au moment A (10:45:40:343 heures), avant les activités de Y, les volumes d'ordres aux dix meilleurs niveaux de prix côté demande resp. côté offre s'élevaient ainsi à 987 actions nominatives A resp. 1188 actions nominatives A, avec 11 ordres d'achat opposés à 17 ordres de vente. Au moment B1 (10:46:24:228 heures), le volume d'ordres des dix meilleurs niveaux de prix n'a que faiblement augmenté côté offre, de 1188 actions nominatives A à 1202 actions nominatives A. Par contre, la fourchette des prix dans laquelle les 1202 actions nominatives A en question évolue maintenant dans le carnet d'ordres va de CHF 309,75 à CHF 312,00, tandis qu'au moment A, elle se situait à CHF 310,50 – CHF 316,00. Côté offre, Y est présent avec son volume d'ordres aux dix niveaux de prix, avec une part située entre 10 % et 100 %. Sur cinq des niveaux de prix, sa part au volume est de 100 %. Ce schéma s'est répété aux autres moments C à M, après que Y ait changé de côté. Il n'y a aucun doute qu'en effectuant ces saisies, Y 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).
57. Y 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 dans l'action nominative A 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 Y qui, avec ses ordres, a créé l'apparence de liquidité. Il ne peut dès lors être question d'une intervention de Y en tant que – comme il le prétend – market maker assurant la liquidité.
58. Le doute n'est pas permis : l'excès suscité par Y côté offre ou demande l'a toujours été de manière intentionnelle et dans le but de pouvoir ensuite acheter ou vendre à un meilleur prix. Cela est encore étayé par le fait que Y 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. Y 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, Y 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, Y 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. 95,68 % de ses ordres d'achat et 94,16 % de ses ordres de vente ont aussitôt de nouveau été supprimés par Y. 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.
59. Au cours des neuf minutes sous examen, Y a – avec ses ordres – changé douze 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.
60. Cela vaut également pour les activités de Y dans les deux autres titres mentionnés au point 3, constatées lors de l'enquête et qui ne sont pas traitées plus avant ici. Dans les trois cas, les activités de négoce de Y ont notablement influencé l'évolution du cours et Y ne peut pas invoquer à sa décharge que certaines autres démarches selon le même modèle se sont soldées par une perte.

C. Règles enfreintes

61. Y a 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.
62. Plus précisément, Y a systématiquement enfreint les règles suivantes :
63. Dans les actions nominatives A ([date 3], 10:46:05 – 10:55:07 heures), les actions nominatives B ([date 4], 09:01:56 – 09:06:46 heures) et les actions nominatives C ([date 5], 11:43:08 – 11:47:36 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 ou 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.
64. Dans les actions nominatives A ([date 3], 10:46:05 – 10:55:07 heures), les actions nominatives B ([date 4], 09:01:56 – 09:06:46 heures) et les actions nominatives C ([date 5], 11:43:08 – 11:47:36 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.
65. Dans les actions nominatives A ([date 3], 10:46:05 – 10:55:07 heures), les actions nominatives B ([date 4], 09:01:56 – 09:06:46 heures) et les actions nominatives C ([date 5], 11:43:08 – 11:47:36 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.

D. Fixation de la peine

66. 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.
67. Y ayant systématiquement enfreint les dispositions mentionnées plus haut du Règlement relatif au négoce de SIX Swiss Exchange, une sanction doit être prononcée à son encontre.
68. Il est incontesté qu'aucune sanction n'a encore jamais dû être prononcée contre Y. Il est tout autant incontesté que Y a agi intentionnellement et non par négligence.
69. Dans la décision de sanction contestée, SVE a jugé appropriée une suspension de six mois. SVE a constaté que Y 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.

70. SVE a constaté qu'il était prévisible pour ces ordres placés par Y 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 Y 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 ».
71. 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 seules 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 ».
72. Comme mentionné, Y a agi intentionnellement. Celui-ci fait cependant valoir qu'il n'avait à aucun moment conscience d'une quelconque illécitité. 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.
73. 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 Y 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 Y, selon laquelle la Bourse tolérerait 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, Y 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. Y 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. Y ne peut dès lors pas invoquer l'absence de conscience de l'illicéité.
74. Y 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 proscrivant 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.
75. Y 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.
76. Y 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 6], 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.

77. Y 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).
78. 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 Y 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 Y. 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.
79. Plus subsidiairement, Y 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. Y 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. Y 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.
80. Dans la demande plus subsidiaire, Y 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.
81. 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.
82. Vu l'issue de la procédure, les frais de la procédure sont imputés à Y, 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 Y (ch. 2.9 du Règlement de procédure).

Zurich, le 28 août 2012

(traduction)