

# Précisions sur le positionnement de l'AMF vis-à-vis du *trading* à haute fréquence

## Décision AMF « Kraay Trading I BV » du 12 mai 2011

### Diane Pasturel

Associée, Brandford-Griffith & Associés

### Nicolas Cuntz

Brandford-Griffith & Associés

**RÉSUMÉ :** Le *trading* à haute fréquence (« THF ») est une catégorie de *trading automatisé*<sup>1</sup> faisant appel à des outils mathématiques (algorithmes) informatisés, permettant de générer, à grande échelle, des ordres de bourse. Le THF concentre une partie des critiques tenant à sa contribution au développement d'une « économie de casino » ou de manière plus appropriée dans ce cas, celle des « machines à sous ». Dans sa décision *Kraay Trading I BV* (« Kraay ») en date du 12 mai et publiée le 6 juin 2011, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») s'est prononcée de manière incidente sur le THF. L'AMF n'a pas exclu que le THF puisse caractériser une manipulation de cours, manquement défini aux articles 631-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « RGAMF »). La portée de cette décision doit toutefois être relativisée, car elle ne remet pas en cause la validité même du THF.

1 - En l'espèce, l'AMF reprochait principalement<sup>2</sup> à *Kraay* d'avoir, au cours de la journée du 6 mars 2008, passé en rafale des ordres de vente passifs d'actions Nexans, aux meilleures limites et en quantités très importantes<sup>3</sup>, puis d'avoir procédé à des achats d'actions de cette société, tout en procédant à des annulations massives<sup>4</sup> des ordres de vente passés quelques minutes auparavant. Sans entrer dans les détails de son raisonnement, l'AMF a considéré que *Kraay* avait ainsi tiré profit d'une position dominante sur le marché, constituée artificiellement, sans pouvoir être justifiée par un réel intérêt acheteur ou vendeur. Elle a aussi considéré que ces procédés avaient pu donner « des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers » et contribuer à faire décaler le cours du titre Nexans à la baisse ou à la hausse, par la présence massive d'ordres aux meilleures limites des fourchettes de cotation.

Après avoir observé que ce mode opératoire correspondait bien à plusieurs pratiques énumérées à l'article 631-2 du

RGAMF<sup>5</sup>, l'AMF en a conclu, selon une méthode proche du faisceau d'indices, que le comportement de *Kraay* caractérisait un manquement de manipulation de cours au sens des articles 631-1 1<sup>o</sup>, a)<sup>6</sup> et b)<sup>7</sup> et 631-1 2<sup>o</sup> a)<sup>8</sup> du RGAMF<sup>9</sup>.

Pour légitimer ses interventions, *Kraay* avait tenté de faire valoir qu'aucun grief ne pouvait être tiré de son comportement dès lors qu'il pouvait être assimilé à une activité de tenue de marché ou à du THF. Il est vrai que les faits présentaient beaucoup de similitudes avec le THF.

La commission a rejeté ces arguments. D'une part, elle a considéré que l'activité de *Kraay* ne pouvait s'assimiler à de la tenue de marché, faute, en résumé, de proposer une liquidité permanente, ce qui peut paraître contestable<sup>10</sup>. D'autre part, elle a estimé que l'argument de la mise en cause selon lequel ses activités ne se différencieraient pas de ceux du THF était « inopérant dès lors que, si les activités d'achat et de vente sur le marché peuvent légitimement être exercées selon des techniques et des cadences diverses, encore faut-il qu'elles ne donnent pas « des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ».

L'AMF a prononcé une sanction pécuniaire limitée à 10 000 euros, car elle a tenu compte du faible gain réalisé par *Kraay*, de seulement 487,91 euros au cours de la seule période où le manquement est retenu, c'est-à-dire durant la seule journée du 6 mars 2008. La commission n'a donc pas pris en compte l'éventuel profit réalisé sur le reste de la période visée par l'enquête.

2 - Le premier enseignement de cette décision tient à la méthode employée par la commission pour démontrer l'existence de la manipulation de cours. L'AMF s'appuie sur une analyse circonstanciée du comportement de *Kraay* dont se dégage une série d'éléments qui constituent autant d'indices de la manipulation de cours. Conformément au souhait du représentant du collège, elle s'inscrit ainsi dans la ligne d'autres décisions de la commission des sanctions qui, en

5 Notamment celles visées aux alinéas 4<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup> et 6<sup>o</sup>, c'est à dire :

les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ;

la concentration des ordres émis [...] sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée ;

l'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande [...] et qui sont annulés avant leur exécution.

6 Manœuvres ayant/pouvant avoir pour objet/effet d'induire le public en erreur.

7 Manœuvres ayant/pouvant avoir pour objet/effet d'entraver le libre établissement de cours.

8 Manœuvres assurant une position dominante sur le marché avec pour effet la création de transactions inéquitable.

9 La commission a en revanche considéré que le manquement de manipulation de cours ne pouvait être retenu à l'encontre de *Kraay* pour les opérations qu'elle a réalisées de janvier 2007 à juin 2008, sur les titres Nexans, Nexity, Zodiac, Ubisoft et Hermès.

10 Cf. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, Chr., Banque & Droit, numéro 138, p. 22.

1 "Automated trading would be defined as trading involving the use of computer algorithms to determine any or all aspects of the execution of the trade such as the timing, quantity and price. High frequency trading would be considered a subcategory of automated trading" (cf. Commission européenne, « Public Consultation, review of the markets in financial instruments Directive », p. 14).

2 La notification des griefs concernait également les interventions de *Kraay* sur les titres Nexans, Nexity, Zodiac, Ubisoft et Hermès pour la période allant de janvier 2007 à juin 2008.

3 Les ordres d'achat et de vente représentaient respectivement 87 % et 99 % des volumes totaux acheteur et vendeur sur l'action Nexans.

4 L'AMF relève un taux d'annulation des ordres de 99 %.

matière de manipulations de cours, s'appuient sur la méthode du faisceau d'indices<sup>11</sup>.

De manière certaine, la portée de cette décision est grande et tient à la mise en garde faite aux opérateurs de THF. A première vue, le THF présente des caractéristiques proches des pratiques mentionnées à l'article 631-2 du RGAMF permettant de caractériser une manipulation de cours, en particulier au regard de :

- l'importance des ordres émis, pouvant atteindre plus de 200 transactions à la seconde ;
- du faible taux d'exécution des ordres, compris entre 1 et 5 % en moyenne<sup>12</sup> ;
- du temps de latence très faible des ordres<sup>13</sup>.

De surcroît, certains considérants de principe employés par la commission des sanctions de l'AMF dans des affaires antérieures, pourraient soulever des questions sur la légitimité même du THF<sup>14</sup>.

Par ailleurs, les opérateurs du secteur pourront difficilement faire valoir leur bonne foi, en invoquant l'absence d'élément moral pour éviter tout risque de sanction. En raison du caractère objectif du manquement<sup>15</sup>, la caractérisation d'une manipulation de cours ne supposera pas l'établissement d'un tel élément, mais uniquement une analyse du comportement de la personne mise en cause<sup>16</sup>. L'arrêt *Spector* de la Cour de justice de l'Union européenne<sup>17</sup> ne semble pas revenir sur cette analyse.

Pour autant, la décision *Kraay* ne sonne pas le glas du THF car l'attitude des services de l'AMF vis-à-vis du THF reste emprunte de beaucoup de réalisme et de prudence. En effet :

- l'AMF rencontre des difficultés techniques pour détecter les éventuelles manipulations de cours réalisées par des personnes utilisant des outils algorithmiques, malgré un renforcement de ses moyens de surveillance des marchés. Sur ce point, le THF contribue à créer un « brouillage » du marché qui nuit à la détection des manipulations de cours, y compris celles ne faisant pas appel à cette méthode *trading* ;

- la méthode du faisceau d'indices montre ses limites et pourrait s'avérer, cette fois, une contrainte pour le régulateur, comme au cas d'espèce<sup>18</sup> ;

- si l'AMF, dans sa cartographie des risques, met l'accent sur le *trading* algorithmique et le *trading* à haute fréquence qu'elle souhaite surveiller étroitement<sup>19</sup>, elle admet toutefois que ces outils peuvent augmenter la liquidité d'un titre et, par suite, rendre le marché plus efficient<sup>20</sup>. Comme l'AMF le reconnaît, sur ce sujet « *il appartient au régulateur d'identifier et de sanctionner la minorité d'acteurs qui commet des manquements à la régulation* »<sup>21</sup>. Donc, l'AMF devra faire un « tri » au travers d'une analyse circonstanciée des comportements des opérateurs.

3 - Pour l'heure, l'AMF semble vouloir se concentrer sur certaines méthodes de *trading* que le THF, voire le *trading* automatisé, peuvent faciliter. Une telle position paraît raisonnable, puisque le THF ne se définit pas comme une stratégie de *trading* particulière, mais plus comme un outil sophistiqué permettant de mettre en œuvre des stratégies de *trading* traditionnelles<sup>22</sup> (à « basse fréquence »), dont certaines constituent des abus de marché<sup>23</sup>. C'est d'ailleurs ce que confirme la décision *Kraay* : l'AMF s'est refusée à suivre le raisonnement par analogie fait par *Kraay*, puisque pour la commission des sanctions, la qualification de THF est indifférente. Conformément aux principes posés par la directive abus de marché<sup>24</sup>, le régulateur appréciera les raisons, illégitimes ou non, qui ont guidé les ordres ou les transactions. Si la méthode employée, même sophistiquée, manifeste un intérêt acheteur réel et si de surcroît, elle n'a pas entraîné de variation sensible du cours du titre, aucune sanction n'est applicable<sup>25</sup>. *A contrario*, l'AMF n'exclut pas de sanctionner les *traders* à haute fréquence lorsque les procédés mis en œuvre conduisent à fausser le marché.

Certaines stratégies de *trading*, qui peuvent être mises en œuvre plus facilement de manière automatisée, paraissent plus suspectes aux yeux de l'AMF. Tel est le cas du *spoofing/layering*<sup>26</sup>, qui vise à déséquilibrer le carnet d'ordres en vue de réaliser une transaction en sens inverse. De même, l'AMF

11 Cf. par ex., sanct. AMF, 9 avril 2009 et 20 déc. 2007.

12 Sur les annulations massives d'ordres : cf. sanct. AMF, 20 déc. 2007 ; CA Paris, 9 oct. 2007.

13 Selon le président de l'Autorité, ces techniques entraînent un accroissement des ordres de petites tailles et des modifications ultra rapides du carnet d'ordres qui rendent le marché peu lisible pour les épargnants (cf. discours de Jean-Pierre Jouyet, 27 mai 2011).

14 Cf. sanct. AMF, 24 janv. 2008 et 20 déc. 2007 : « *Considérant que si, d'une manière générale, les interventions sur le marché d'un instrument financier présentent la caractéristique commune d'avoir une influence sur le cours de ce dernier, en revanche celles-ci ne doivent pas, par leur volume, ni par les moyens utilisés, fausser la libre confrontation des demandes et des offres et ainsi entraver le fonctionnement régulier du marché* ».

15 Cf. par ex., CA Paris, 24 sept. 2008 : « [l'article 631-1 1° a) du RGAMF], qui incrimine la transmission d'ordres non seulement quand ceux-ci donnent, mais aussi quand ils sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses, n'exige la preuve ni d'un élément intentionnel, ni d'un rapport de causalité entre les opérations reprochées et les variations du cours du titre ».

16 Cf. Claude Ducouloux-Favard, Dict. Joly bourse, « *Délits et manquements et fautes disciplinaires* », numéro 96, p. 56.

17 Cf. CJUE 23 déc. 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck c/ CBFA*.

18 Au cas d'espèce, les enquêteurs ont mis cinq mois pour reconstituer, sur une période de dix-huit mois, le carnet d'ordres pour le seul titre Nexans, selon le représentant du Collège. Une telle analyse n'a pas pu être étendue aux titres Nexity, Zodiac, Ubisoft et Hermès pour cette même période, ce qui explique l'abandon des griefs concernant ces titres par la commission des sanctions, faute de preuve.

19 Cf. communiqués AMF des 26 mai 2010 et 30 mai 2011.

20 Cf. rapport du groupe de travail de place présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupard-Lafarge sur la révision de la directive MIF, p. 18.

21 A. Oseredczuck, AMF, « *Le trading à haute fréquence vu de l'AMF* », 16 mars 2011.

22 Cf. Commission européenne, précité, p. 14.

23 Selon un auteur, le *trading* haute fréquence pourrait aussi constituer, dans certaines circonstances, un manquement d'initié (cf. M. Samuelian, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> juil. 2011, numéro 7, p. 446). Le saut technologique que constitue le *flash trading*, qui permet d'avoir un aperçu privilégié du carnet d'ordres dans des délais réduits, pourrait soulever des questions similaires, en termes d'égalité d'accès des investisseurs à l'information. Il est prohibé aux États-Unis depuis le 17 septembre 2009 par la *Securities and Exchange Commission*.

24 Cf. directive numéro 2003/6/CE du 28 janv. 2003 dite « abus de marché », numéro 20.

25 Cf. sanct. 24 janv. 2008.

26 A. Oseredczuck, AMF, précité.

devra préciser sa position vis-à-vis d'autres schémas qu'elle qualifie de « limites »<sup>27</sup> tels que :

- le *quote-stuffing*<sup>28</sup>, qui a donné lieu à une sanction aux États-Unis dans l'affaire *Trillium*<sup>29</sup> ;
- le *momentum ignition*, qui consiste à générer ou accompagner le développement d'une bulle de très court terme pour attirer des investisseurs, par exemple en utilisant la technique de la « réservation », avant de déboucler une position ;
- les sondages de carnet qui, grâce à l'utilisation de « faux ordres », à la « première limite », envoyés dans le carnet d'ordres avant l'ouverture ou le *fixing*, permettent de découvrir les intentions des autres intervenants ;
- la fixation indirecte d'un prix artificiel importé d'un *dark pool*, facilitée par la multiplication des plates-formes de négociation ;
- le *smoking* visant à utiliser des ordres passifs attractifs afin d'attirer des ordres au marché, suivis d'un repositionnement des ordres à un niveau de prix plus élevé avant d'être exécutés.

4 - Puisque la seule réponse répressive ne paraît pas suffisante pour se prémunir contre les risques systémiques amplifiés par le THF<sup>30</sup>, il apparaît nécessaire d'adopter un cadre réglementaire au niveau européen. Ce nouveau cadre réglementaire devrait naître du cycle de révision des directives marchés d'instruments financiers (« MIF ») et abus de marché. À cet égard, l'ESMA<sup>31</sup>, la Commission européenne, de même que le ministère de l'Économie et des Finances<sup>32</sup> ont fait différentes propositions de réforme de MIF qui visent principalement à instaurer :

- un renforcement du contrôle interne des risques et l'obligation pour les *traders* à haute fréquence d'être agréés comme entreprises d'investissement au-delà d'un certain seuil ;
- une limitation de la décimalisation des pas de cotation (ou « ticks ») ;
- une obligation de latence minimale des ordres de bourse, c'est-à-dire de durée de vie minimale avant annulation ;
- un dispositif de « coupe-circuits » en cas d'emballement du marché ;
- des mesures fiscales ou tarifaires dissuasives ;
- des mesures permettant au régulateur d'identifier les transactions réalisées par les *traders* à haute fréquence.

27 A. Oseredczuck, AMF, précité.

28 Cette technique vise à envoyer des ordres répétitifs en grand nombre et dépourvus de logique économique, afin de désinformer le marché ou de rendre opaque le carnet d'ordres pour les autres investisseurs.

29 *Trillium Capital* a été sanctionnée en septembre 2010 par la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) par une amende d'un million de dollars pour des opérations sur le Nasdaq et le Nyse.

30 Lors du *flash crash* intervenu le 6 mai 2010 sur le Nyse et le Nasdaq, l'indice Dow Jones avait chuté de près de 10 % en quelques minutes.

31 Cf. ESMA, *Consultation on the Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, 20 juil. 2011.

32 Cf. rapport Fleuriot du 18 fév. 2010.

Ces propositions permettraient, au moins en partie, d'adapter notre droit aux évolutions technologiques, tout en fixant un cadre réglementaire plus clair pour les opérateurs de marché.

## Sanct. AMF, 12 mai 2011, Kraay Trading I BV

Extraits :

« [...] »

### Motifs

[...]

#### A. Sur le manquement de manipulation de cours du 6 mars 2008 portant sur le titre Nexans

« Considérant qu'il résulte des investigations menées par la DESM que les ordres transmis par l'intermédiaire des deux serveurs locaux d'émission sur le titre Nexans lors de la séance du 6 mars 2008 entre 13h00min44sec et 13h14min31sec relèvent du mode opératoire consistant :

- dans un premier temps, à faire baisser le cours du titre en exerçant une forte pression baissière à la vente sur le carnet d'ordres par l'émission, pour des quantités importantes, d'ordres passifs en grand nombre, présents massivement aux meilleures limites à la vente ;
- puis, lorsque le cours du titre a baissé, à acquérir des titres au moyen d'ordres d'achat passifs, entrés en même temps que les ordres de vente, mais pour des quantités bien moindres et à un prix inférieur ;
- dans un deuxième temps, à faire remonter le cours du titre Nexans par une double action visant, d'une part, à assécher l'offre dans le carnet en annulant les ordres de vente précédemment saisis, d'autre part,
- à procéder exactement à l'inverse du premier temps en exerçant une forte pression sur le carnet d'ordres, cette fois à l'achat, par l'émission, pour des quantités importantes, d'ordres passifs en grand nombre, présents massivement aux meilleures limites à l'achat ;
- puis, lorsque le cours a monté, à vendre des titres acquis ;
- enfin, à renouveler les deux temps précédemment décrits ;

Considérant que ce mode opératoire a donc consisté à influencer sur le cours du titre Nexans en « inondant » rapidement et temporairement le carnet d'ordres, soit au moyen d'ordres d'achat soit au moyen d'ordres de vente, ces ordres étant, pour l'essentiel, annulés peu de temps après leur entrée dans le carnet ;

[...]

Considérant que ces effets baissiers ou haussiers ont été produits artificiellement, puisque les ordres ont été saisis en rafale à des cours empêchant leur exécution immédiate, mais ayant pour effet d'exercer une forte pression, baissière puis haussière, sur le cours du titre Nexans, dont Kraay a tiré profit en réalisant des opérations en sens inverse ; que de tels ordres, au prix où ils étaient libellés, ne correspondaient donc pas à un réel intérêt acheteur ou vendeur mais tendaient seule-

ment, par les indications fausses qu'ils donnaient à propos de l'offre ou la demande sur ce titre, à entraver le libre fonctionnement du marché et à tromper les investisseurs ;

Considérant que le mode opératoire utilisé ne peut s'analyser autrement que comme une « *manipulation de cours* » au sens de l'article 631-1-1° a) du règlement général de l'AMF visant les ordres « *qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers* » ; que les ordres émanant de Kraay, en contribuant à faire décaler le cours du titre Nexans à la baisse ou à la hausse, par leur présence massive aux meilleures limites des fourchettes de cotation, correspondent également à la définition de la manipulation de cours résultant des articles 631-1-1° b) et 631-1-2° a) du même règlement qui incrimine, respectivement, les ordres « *qui fixent (...) le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel* » et la « *position dominante* » qui a « *pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitable*s. »

Considérant qu'en outre, la façon d'opérer qui vient d'être décrite correspond à trois des hypothèses envisagées par l'article 631-2 du même règlement au titre des pratiques les plus couramment rencontrées en matière de manipulations de cours, à savoir celles définies aux 4°, 5° et 6° ; [...] que si, pris isolément, chacun de ces éléments ne saurait suffire à constituer une manipulation de cours, comme le précise l'article susvisé, la réunion de trois d'entre eux ne peut que renforcer la démonstration faite ci-dessus que le mode opératoire utilisé est bien constitutif d'une manipulation de cours.

Considérant, tout d'abord, que, contrairement à ce qu'elle soutient, le mode opératoire qu'elle a utilisé ne saurait être assimilé à une activité de tenue de marché qui consiste, non pas à prendre successivement des positions acheteuses ou vendeuses pour peser sur le cours, mais à être présent aussi bien à l'achat qu'à la vente afin de favoriser la liquidité du titre et de permettre aux autres intervenants une exécution de leurs ordres au meilleur prix ; qu'au demeurant, le titre Nexans, très liquide, ne nécessitait pas l'intervention d'un teneur de marché, Kraay n'invoquant d'ailleurs pas l'existence d'un quelconque contrat d'apporteur de liquidité signé avec Euronext ;

Considérant, ensuite, que l'argument selon lequel les agissements de la mise en cause ne se différencieraient pas de ceux du trading à haute fréquence, assorti d'un taux d'annulation tout aussi important, est inopérant dès lors que, si les activités d'achat et de vente sur le marché peuvent légitimement être exercées selon des techniques et des cadences diverses, encore faut-il qu'elles ne donnent pas « *des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers* » présentant, comme c'est le cas en l'espèce, les caractéristiques d'une manipulation de cours ;

Considérant qu'en conséquence, sera retenu à l'encontre de Kraay, en raison des interventions que celle-ci a opérées sur le titre Nexans lors de la séance du 6 mars 2008 à partir de 13h00min45sec, le manquement de manipulation de cours qui lui est reproché.

[...]

## II - Sanction et publication

Considérant que la technique de passation d'ordres utilisée par Kraay pour manipuler le cours du titre Nexans lors de la séance du 6 mars 2008 revêt une particulière gravité en ce qu'elle consiste à tirer profit de décalages de cotation provoqués artificiellement, qui donnent en outre une apparence de liquidité induite ; que ce mode opératoire tout à fait déloyal a eu pour effet d'entraver le libre fonctionnement du marché et de tromper les investisseurs, qui ne pouvaient à aucun moment soupçonner une telle supercherie ; qu'il convient de fixer une sanction pécuniaire qui tienne compte, tout à la fois, de ces circonstances, mais aussi du gain, limité à 487,91 euros, qui a été réalisé sur le titre au cours de la seule période où le manquement est retenu ;

### Décide de :

- prononcer une sanction pécuniaire de 10 000 € (dix mille euros) à l'encontre de la société Kraay ;
- publier la présente décision sur le site internet de l'AMF et dans le recueil annuel des décisions de la Commission des sanctions. ■