

# LA RÉFORME DES POUVOIRS DE L'AMF FACE AUX NOUVELLES FORMES DE DÉLINQUANCE FINANCIÈRE

JEAN-PIERRE JOUYET\*

La décennie qui vient de s'achever a été le théâtre de profondes mutations qui ont ébranlé les fondements mêmes de l'architecture des marchés financiers. La crise intervenue à partir de l'été 2007 est en partie apparue comme la conséquence de dysfonctionnements plus ou moins liés à ces bouleversements. Ces transformations ont également favorisé l'apparition de nouvelles formes de délinquance financière, qui ont elles aussi contribué à l'érosion de la confiance des acteurs dans les mécanismes de marché et la transparence de l'information qui y est diffusée.

Ce faisant, l'un des rares mérites de la crise financière a peut-être été de souligner l'urgence d'un renforcement des pouvoirs des autorités de régulation non seulement en matière d'élargissement de leurs prérogatives, mais aussi en termes de surveillance des marchés et, *in fine*, de répression des comportements frauduleux. L'AMF (Autorité des marchés financiers) n'a pas échappé à cette règle et s'est ainsi vue doter de pouvoirs renforcés, définis par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

Avant de détailler la nature et les objectifs de cette réforme, il est nécessaire de rappeler en quoi consistent les transformations ayant affecté les marchés au cours des dernières années et dans quelle mesure elles ont pu favoriser le développement de nouvelles formes de délinquance financière.

---

\*Président, Autorité des marchés financiers (AMF).

## LES NOUVELLES STRUCTURES DE MARCHÉ ET D'OUTILS DE *TRADING* FACILITENT LES COMPORTEMENTS ABUSIFS ET COMPLIQUENT LEUR DÉTECTION

L'organisation et l'architecture des marchés financiers subissent depuis quelques années de profondes modifications qui vont jusqu'à perturber l'usage traditionnel du carnet d'ordres. S'il est vrai que les innovations technologiques jouent un rôle essentiel dans ces bouleversements, on ne peut pour autant ignorer l'influence, pour le moins ambiguë, exercée par l'évolution du cadre réglementaire (directive MIF – Marchés d'instruments financiers – en particulier).

### Les effets inattendus de la directive MIF et le développement considérable du *trading* algorithmique

#### Le surcroît d'opacité et de fragmentation des marchés

Mise initialement en place en vue d'instaurer un cadre réglementaire unifié applicable à l'ensemble des transactions sur les instruments financiers en Europe, la directive MIF a de fait institutionnalisé la concurrence entre marchés, en autorisant la création de nouveaux modes de négociation et d'exécution soumis à un cadre juridique unique. L'instauration d'un tel « marché pour les marchés » devait permettre d'abaisser les coûts de transaction et de stimuler l'innovation technologique et financière.

En réalité, près de quatre ans après l'entrée en vigueur de la directive MIF, un consensus relativement large se dégage désormais autour de l'existence d'effets indésirables issus de sa mise en application, tant pour les investisseurs que pour les émetteurs. Cette directive a en effet conduit à une hyperfragmentation des marchés, en instaurant un système d'échanges simultanés sur des plateformes multiples. Ce faisant, elle a favorisé un accroissement de l'opacité et de la dispersion des informations, tant du point de vue des acteurs de marché que des régulateurs.

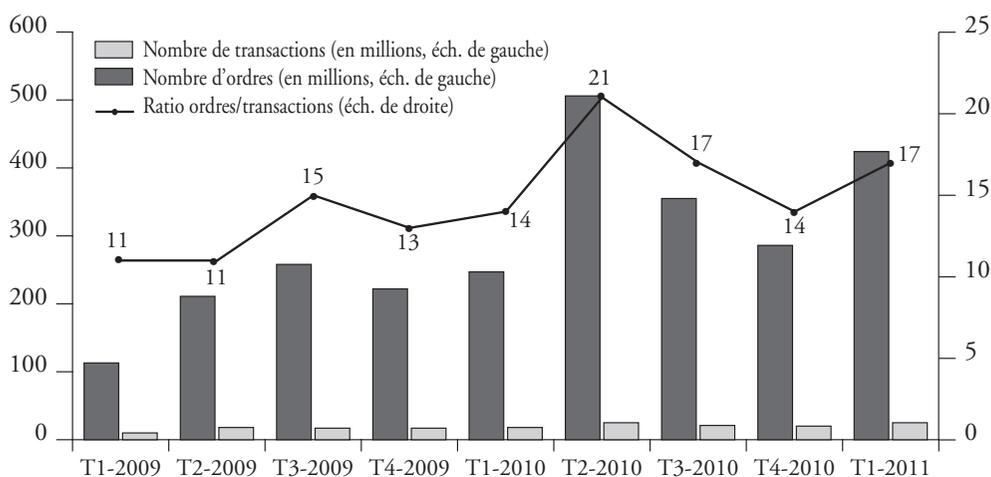
Les bouleversements réglementaires induits par cette directive ont ainsi constitué un terreau favorable à l'émergence de nouveaux comportements frauduleux. Leur concrétisation s'est appuyée sur le développement rapide de nouveaux outils de négociation, eux-mêmes largement portés par les innovations technologiques et financières observées au cours des dernières années.

#### Le développement de nouveaux outils de négociation et d'exécution

L'une des conséquences inattendues de la directive MIF est le développement exponentiel du *trading* algorithmique et du *high frequency trading*<sup>1</sup> sur les plates-

formes de négociation en Europe<sup>2</sup>. En effet, la dispersion de l'information induite par la fragmentation des marchés a incité les opérateurs à automatiser massivement les tâches de prise de décisions d'investissement et d'exécution de la façon la plus rapide et la plus optimale possible. En autorisant la concurrence entre Bourses et la multiplication de plates-formes de négociation en Europe, cette directive a accru la probabilité, pour chaque opérateur, de manquer une opportunité d'investissement en cas de non-connexion au système de négociation le plus performant à un instant donné. Cette situation a ainsi justifié le recours au *trading* algorithmique en tant qu'outil permettant de minimiser ce coût. La structure des marchés en a logiquement été bouleversée, avec une hausse considérable du nombre d'ordres et une baisse concomitante de la taille moyenne des transactions<sup>3</sup>.

**Graphique 1**  
**Valeurs du CAC 40 sur NYSE Euronext Paris**



Source : AMF.

L'augmentation significative de la vitesse d'exécution des ordres et leur passation automatique grâce aux algorithmes<sup>4</sup> ont par conséquent largement contribué à la multiplication des risques de manipulations du carnet d'ordres. Surtout, en multipliant le nombre d'ordres de petite taille exécutés très rapidement, le *trading* algorithmique complique singulièrement les missions de surveillance et de détection des manipulations de cours car il rend la lecture du carnet d'ordres beaucoup plus difficile.

Cependant, il est nécessaire de souligner que ce sont surtout les modalités pratiques de mise en œuvre de ces stratégies abusives qui ont sensiblement été modifiées par le recours au *trading* algorithmique et non les grands principes qui les sous-tendent et qui sont les mêmes que pour les abus de marché « classiques », tels que l'asymétrie d'information, la diffusion de fausses informations ou l'abus de position dominante.

La principale difficulté à laquelle se heurte le régulateur dans le cadre de ses missions de surveillance et de répression réside dans la distinction souvent délicate à établir entre pratiques admissibles et stratégies manipulatoires. La pratique décrite ci-après permet d'éclairer concrètement la nature de certains comportements potentiellement frauduleux s'appuyant sur le *trading* algorithmique et pouvant être analysés au regard des textes sur la manipulation de cours.

La stratégie incriminée, dénommée « *layering* », se décompose en trois grandes étapes :

- dans un premier temps sont insérés un grand nombre d'ordres à des cours proches de la meilleure limite d'un côté du carnet d'ordres (ventes, par exemple), tandis qu'en parallèle, un ordre est entré de l'autre côté (achats) ;
- du fait de la multiplication des ordres de vente, la fourchette de cours se décale à la baisse, les intervenants de marché interprétant cette profusion d'ordres de vente comme la présence d'un intérêt vendeur fort ; cela permet alors au manipulateur de voir son ordre d'achat exécuté à un prix artificiellement abaissé ;
- les ordres de vente sont ensuite annulés.

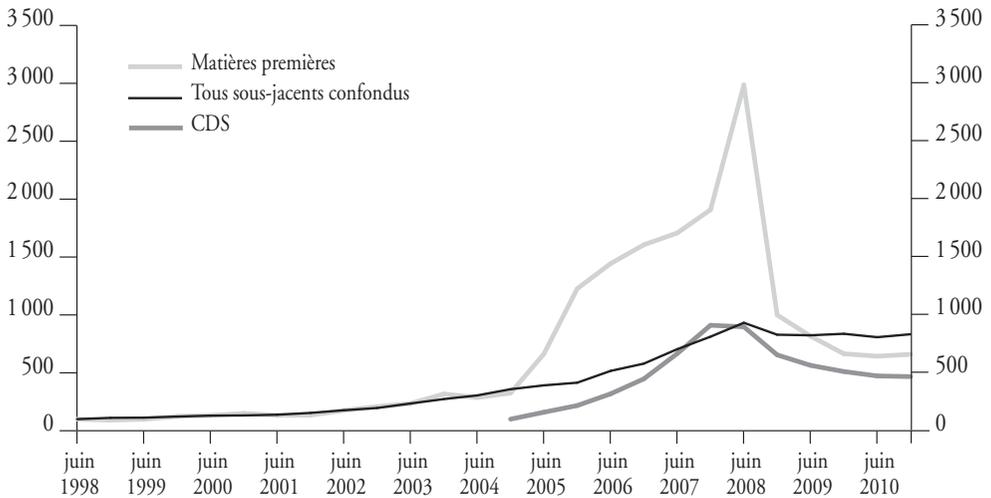
Le processus est alors reproduit en sens inverse pour faire décaler la fourchette de cours dans le sens de la hausse, revendre à un cours plus élevé les titres acquis précédemment et réaliser ainsi une plus-value.

Ce schéma se déroule en quelques secondes et peut donc être reproduit très fréquemment. Les plus-values individuelles sont faibles, mais la mise en œuvre répétée de cette technique sur un grand nombre de titres permet d'engranger des gains significatifs.

### **La forte croissance des marchés dérivés a favorisé l'émergence de nouvelles formes de délinquance financière**

D'après la BRI (Banque des règlements internationaux), en l'espace de dix ans, entre 1999 et 2009, les encours notionnels des contrats dérivés ont été multipliés par plus de sept et dépassent aujourd'hui 600 000 Md\$. Le marché des dérivés de crédit (CDS – *credit default swaps*), confidentiel il y a encore dix ans, représente actuellement un notionnel d'environ 40 000 Md\$ et a atteint 60 000 Md\$ avant la crise financière. À titre de comparaison, le FMI (Fonds monétaire international) évaluait le PIB mondial à 60 000 Md\$ en 2008.

**Graphique 2**  
**Encours notionnels de contrats dérivés OTC (*over-the-counter*)**  
 (base 100=juin 1998 pour le total et les matières premières ;  
 base 100=décembre 2004 pour les CDS)



Source : AMF.

Jusqu'à il y a peu, le segment des marchés dérivés échangés de gré à gré échappait à toute forme de surveillance et de régulation, favorisant ainsi *de facto* les comportements frauduleux. À la faveur de la crise financière de 2007, qui a mis en évidence le rôle crucial joué par les marchés dérivés de gré à gré dans le déroulement du processus de crise, la nécessité d'inclure ces marchés dans le champ de la régulation est progressivement apparue. Cela a nécessité, au préalable, une meilleure compréhension de leur fonctionnement et une connaissance plus précise des comportements frauduleux qui pouvaient s'y développer.

## Les CDS

Au sein des marchés dérivés de gré à gré, certains instruments financiers, peu surveillés jusqu'alors, ont attiré l'attention des régulateurs, d'une part, en raison de leur impact potentiellement systémique, d'autre part, du fait des risques de manipulation et d'abus de marché qu'ils comportent. À cet égard, le marché des CDS<sup>5</sup> souverains a récemment concentré les critiques à cause de son rôle éventuel dans la dégradation de la crise de la dette souveraine, même si, à ce jour, il est impossible de démontrer empiriquement une telle influence négative, ni de décrire les mécanismes sous-tendant d'éventuelles opérations frauduleuses à l'origine d'un tel impact. En se plaçant d'un strict point de vue théorique, il est possible d'envisager une manipulation du marché des CDS (et simultanément de celui du sous-jacent, c'est-à-dire des titres souverains concernés) dont le fonctionnement serait le suivant<sup>6</sup> :

– des ventes à découvert de titres souverains sous-jacents seraient effectuées, ainsi que des achats de protection contre le risque de défaut du pays concerné, sur le marché du CDS correspondant ;

– à condition d'être effectuées dans des proportions suffisantes, ces deux opérations conduiraient à induire en erreur les autres acteurs de marché en leur fournissant un signal sur la dégradation financière et économique du pays émetteur. Cela provoquerait alors un effondrement du prix des titres souverains (et concomitamment, une tension sur les rendements) et une hausse de la prime sur les CDS ;

– les « manipulateurs » pourraient dès lors déboucler leurs positions sur le marché obligataire et sur celui des CDS et, ce faisant, réaliser une plus-value.

Les CDS souverains ne sont pas les seuls supports de comportements potentiellement abusifs. Les émetteurs privés peuvent également disposer de contrats CDS qui, comme dans le cas précédent, fournissent une indication sur leur niveau de risque de crédit. Ainsi, le marché des CDS concernés pourrait servir de support à une opération d'initiés, par exemple en exploitant une information de nature positive, telle que l'annonce d'une augmentation de capital. Celle-ci, en réduisant le risque de crédit de l'émetteur, provoquerait *de facto* une baisse de la prime sur le CDS correspondant. Un acteur de marché qui aurait connaissance de cette information positive avant qu'elle ne soit rendue publique aurait par conséquent tout intérêt à procéder à des ventes de CDS.

Ce type de transactions serait dès lors constitutif d'un manquement d'initiés sur la base de l'exploitation d'une information privilégiée.

Plus généralement et quelle que soit la nature du titre sous-jacent (souverain ou non), les CDS peuvent être utilisés en association avec la diffusion d'une fausse information. Après avoir pris position à la vente sur un CDS, la diffusion de rumeurs mettant en doute la solvabilité de l'émetteur peut permettre au fraudeur de réaliser une plus-value si la rumeur est relayée et prise en compte par les opérateurs de marché.

On voit donc que les CDS peuvent être utilisés pour commettre toutes sortes d'abus de marché, de la manipulation de cours au manquement d'initiés. Le recours aux CDS est apparu jusqu'ici beaucoup plus discret que l'intervention directe sur le titre de l'émetteur.

## Les marchés de matières premières

Au sein des produits dérivés, ceux adossés aux matières premières ont également connu une très forte croissance au cours de la dernière décennie, reflétant un phénomène structurel de financiarisation des produits de base qui ont peu à peu été introduits au sein des portefeuilles des investisseurs. Cependant, en raison de la nature très particulière de ce sous-jacent, l'engouement de la sphère financière pour les *commodities* s'est essentiellement réalisé *via* les instruments dérivés.

Comme pour les CDS, la multiplication des échanges au sein de cette catégorie de produits dérivés a *de facto* favorisé le développement de comportements abusifs qui ont pu tirer profit d'un certain nombre de caractéristiques propres aux marchés de matières premières :

- ils présentent une forte volatilité ;
- ils sont pour certains d'entre eux relativement étroits ;
- ils sont caractérisés par un manque de transparence des fondamentaux (données relatives à la production, à la consommation, aux stocks...).

Les marchés de matières premières peuvent ainsi être affectés non seulement par les abus de marché « classiques » tels que l'utilisation d'informations privilégiées et la manipulation de cours, mais aussi par des comportements abusifs directement liés aux spécificités des produits de base, par exemple en faisant artificiellement monter les prix en créant, par l'acquisition d'une position très importante, tant sur le marché à terme que sur celui au comptant, une situation de rareté ou d'impression de rareté sur le marché, qui permet ensuite au manipulateur de tirer profit de sa position dominante.

### Les ventes à découvert

Cette technique, qui consiste à vendre un titre dont on ne détient pas la propriété dans l'espoir que son cours chutera et que l'on pourra ainsi le racheter en réalisant une plus-value, n'est pas récente. Elle avait déjà été décriée lors de l'éclatement de la bulle Internet en 2001-2003. Mais c'est véritablement la débâcle boursière de 2007-2008 qui a mis en lumière les effets potentiellement néfastes d'un *short selling* débridé et a incité, à la fin de 2008, l'AMF à interdire temporairement ce type d'opérations pour les valeurs financières du fait de leur rôle potentiellement aggravant sur l'effondrement de leurs cours.

L'intérêt porté par les régulateurs à cette technique en raison des risques qu'elle présente pour la stabilité financière a également mis en évidence les possibilités offertes par le *short selling* en matière de manipulations de marché, au travers d'un détournement frauduleux de cette technique : un vendeur qui n'aurait pas l'intention de faire le nécessaire pour se procurer les titres avant leur livraison prévue et ferait ainsi délibérément échouer le dénouement de la transaction léserait non seulement son acheteur, mais aussi tromperait l'ensemble du marché, dans la mesure où le prix de négociation de la vente à découvert a été diffusé sur le marché et a pu influencer d'autres participants. Plus grave encore, la pratique dite du *short and distort*, véritable manipulation de marché, consiste à vendre à découvert un titre, puis à influencer le marché à la baisse en répandant des rumeurs négatives, par exemple en déclenchant une action en justice ou bien en demandant aux autorités de tutelle un audit des comptes de la société visée. Une telle démarche peut suffire à provoquer la

baisse dudit titre, au moins provisoirement, et procurer une plus-value au vendeur à découvert.

Les nouvelles formes de délinquance financière ont ainsi été notamment favorisées par les trois phénomènes évoqués : certains effets indésirables issus de la mise en œuvre de la directive MIF, dont le développement de nouvelles techniques de *trading* en lien avec les innovations technologiques et informatiques, la croissance considérable du volume des instruments financiers dérivés négociés de gré à gré et la technique des ventes à découvert. Afin de fournir au régulateur de marché les moyens de surveiller, prévenir et éventuellement sanctionner ces nouveaux comportements, une réforme ambitieuse des pouvoirs de l'AMF a récemment été mise en œuvre.

## LA RÉFORME DES POUVOIRS DE L'AMF

La réforme des pouvoirs de l'AMF a été définie par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, dite «de régulation bancaire et financière» (loi RBF), qui s'inscrit dans le prolongement des décisions prises en réponse à la crise financière dans le cadre des G20 de Washington, Londres et Pittsburgh. On peut regrouper les mesures définies dans la loi RBF concernant la prévention, la surveillance et la répression des comportements frauduleux en deux grandes catégories :

- celles qui participent d'un renforcement des pouvoirs de l'AMF ;
- celles qui développent le contrôle exercé par l'AMF sur certains instruments financiers jusqu'alors exclus de son champ de compétence.

### Le renforcement des pouvoirs de l'AMF

#### En cas de circonstances exceptionnelles

La loi RBF autorise désormais le président de l'AMF ou son représentant, en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier, à prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers pour une durée n'excédant pas quinze jours. Ces dispositions peuvent être prorogées pour une durée n'excédant pas trois mois à compter de la décision du président de l'AMF. Passé ce délai, une nouvelle prorogation est encore possible, cette fois par arrêté du ministre de l'économie, sur proposition du président de l'AMF.

En outre, ces dispositions concernent tous les modes et lieux de négociation, c'est-à-dire les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (y compris les *dark pools*), les internalisateurs systématiques et les transactions de

gré à gré. Le terme juridique d'instruments financiers a délibérément été choisi en vue d'englober non seulement les titres de capital et les titres de créances, mais également les parts ou les actions de fonds et les contrats financiers comme les dérivés.

### **La rénovation du pouvoir de sanction de l'AMF**

Le renforcement du pouvoir de sanction de l'AMF<sup>7</sup> constitue un aspect central de la loi RBF. Ce durcissement se traduit tout d'abord par un décuplement des deux plafonds de sanctions pécuniaires de l'AMF ainsi portés à :

- 100 M€ pour celles prononcées à l'encontre des prestataires de services d'investissement et autres professions réglementées par l'AMF ;
- 15 M€ pour celles prononcées à l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'un des professionnels contrôlés par l'AMF.

Il faut rappeler que l'AMF peut également infliger des sanctions allant jusqu'à dix fois le profit réalisé lorsque ce dernier peut être quantifié.

Au-delà de cette hausse du plafond du montant des sanctions pécuniaires, c'est l'ensemble de la procédure qui a été rénovée. En particulier, le caractère désormais public des séances de la Commission des sanctions comporte en lui-même une vertu dissuasive.

Par ailleurs, le législateur a délibérément souhaité rééquilibrer les débats à l'audience devant la Commission des sanctions en permettant à l'AMF de mieux faire valoir ses arguments.

La loi RBF stipule en effet que le Collège de l'AMF est désormais représenté au cours de l'ensemble de la procédure menée par la Commission des sanctions, c'est-à-dire aussi bien pendant l'instruction du dossier que pendant la séance. Cette représentation peut se faire directement par l'intervention d'un membre du Collège, qui aura examiné le rapport d'enquête et pris part à la décision d'ouverture d'une procédure de sanction. Il peut être assisté ou représenté par les services de l'AMF et est en droit de présenter ses observations sur les griefs notifiés et de proposer une sanction.

Enfin, le président de l'AMF peut désormais, après accord du Collège, former un recours contre les décisions de la Commission des sanctions. Cette innovation majeure fait en partie suite à la polémique née de la décision relative à l'affaire EADS et permet elle aussi de rééquilibrer la procédure au profit du Collège en mettant fin à « la prime au recours » pour les personnes sanctionnées<sup>8</sup>.

## Le développement du contrôle exercé par l'AMF sur certains instruments financiers

### Les instruments dérivés

Comme mentionné précédemment, les nouvelles formes de délinquance financière s'appuient, entre autres, sur certains instruments financiers tels que les produits dérivés – au premier rang desquels les CDS – qui étaient, jusqu'à il y a peu, en dehors du domaine de surveillance et de contrôle de l'AMF. En effet, la législation européenne antérieure relative aux abus de marché (directive MAD – *market abuse directive* –, d'ailleurs actuellement en cours de révision) donnait compétence à l'AMF sur les manquements d'initiés (mais pas sur les manipulations de cours) commis *via* un instrument dérivé dont la valeur dépendait de celle d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé.

Plusieurs dispositions de la loi RBF comblent cette lacune :

- les transactions dérivées de gré à gré passent désormais sous le pouvoir de sanction de l'AMF (il s'agit, par exemple, des contrats d'option, des contrats à terme, ou des CDS) dès lors que leur sous-jacent est un instrument financier coté. En pratique, cela implique que le champ de l'obligation de déclaration à l'AMF des opérations suspectes incombant aux prestataires de services d'investissement est étendu aux produits dérivés non cotés ;

- cette obligation de déclaration est par ailleurs étendue aux opérations suspectes relatives aux instruments négociés sur un système multilatéral de négociation organisé. Concrètement, cela signifie que les produits dérivés ayant pour sous-jacents des instruments financiers admis aux négociations sur Alternext sont désormais placés sous le pouvoir de sanction de l'AMF. Cela vise, entre autres, à renforcer l'intégrité du marché sur ce segment en développement.

### Les ventes à découvert

La loi RBF contient des dispositions restrictives destinées à encadrer les ventes à découvert d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé. Elle dispose ainsi qu'un ordre de vente ne peut être émis qu'à l'une ou l'autre des conditions suivantes :

- les instruments financiers destinés à être cédés doivent être au préalable détenus en compte ;

- les mesures nécessaires ont été prises auprès d'un tiers afin de disposer d'assurances raisonnables sur la capacité à livrer ces instruments à la date prévue.

En outre, sous réserve de l'adoption d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen, le délai de livraison et d'inscription en compte devra intervenir dans un délai inférieur à deux jours de négociation après la date d'exécution des ordres – au lieu de trois jours actuellement. Enfin, pour remédier à la faible

transparence des ventes à découvert, la loi RBF confie à l'AMF le soin de préciser, dans son règlement général, les mesures d'information de l'AMF et du marché relatives aux instruments financiers admis ou non sur un marché réglementé. Ainsi, depuis le 1<sup>er</sup> février 2011, les activités de vente à découvert significatives font l'objet d'une surveillance systématique. L'AMF distingue les déclarations faites auprès d'elle à la seule destination des positions courtes nettes égales ou supérieures à 0,2 % du capital et celles faisant l'objet d'une publication sur son site Internet lorsqu'elles dépassent 0,5 % du capital.

### **Les progrès accomplis dans la pratique quotidienne de la surveillance des marchés et les obstacles rencontrés**

Afin de permettre à l'AMF de mieux prendre en compte la complexité grandissante des techniques, des opérations et des produits, les moyens humains et les techniques de son service de la surveillance ont été significativement accrus en 2010. Au cours de cette même année, l'AMF a investi dans de nouveaux outils de surveillance. Elle a étendu le périmètre des tests systématiquement appliqués : d'une part, en intégrant les transactions sur les instruments dérivés cotés dans les processus de tests et, d'autre part, en recherchant des scénarios plus sophistiqués de manquements potentiels mettant en jeu plusieurs ordres ou types de transactions.

Pour ce qui concerne la surveillance du carnet d'ordres d'Euronext Paris, l'AMF a développé en interne des outils permettant de reconstituer l'interaction des ordres, microseconde par microseconde, et devrait se doter prochainement d'une interface de visualisation graphique de ce processus. À cet égard, elle est l'un des rares régulateurs européens à exercer une surveillance directe du carnet d'ordres sur son marché réglementé national. Cela lui permet d'intégrer quotidiennement l'ensemble des ordres (y compris ceux qui ont été annulés et qui ont néanmoins un effet sur le marché sans avoir été exécutés) dans une base de données de très grande taille et de développer des alertes automatisées sur les comportements suspects potentiels.

Afin que l'apparition de nouveaux lieux d'exécution des ordres prévue par la directive MIF ne se traduise pas par des obstacles susceptibles de ralentir la mission de surveillance du régulateur, un schéma de *reporting* garantit que les données relatives aux transactions sur les valeurs françaises sont portées à la connaissance de l'AMF, y compris lorsqu'elles ont eu lieu en dehors des plateformes gérées par Euronext dans un quelconque pays de l'Union européenne. Ainsi, les prestataires de services d'investissement français déclarent directement à l'AMF leurs transactions sur les valeurs françaises effectuées en dehors d'Euronext et les autres prestataires de services d'investissement européens les déclarent à leur propre régulateur qui les transmet ensuite à l'AMF. Cette dernière a poursuivi, en 2010, la mise en œuvre de son plan d'extension progressive

de la couverture des transactions sur les différents types d'instruments et sur les différents lieux d'exécution *via* des mécanismes d'alertes automatiques. Point d'orgue de cet effort en termes d'accessibilité des informations, la collecte des transactions sur dérivés de gré à gré est prévue à partir de la fin de 2011.

En dépit de ces avancées notables, il faut néanmoins souligner qu'un nombre croissant de comportements frauduleux ont aujourd'hui un caractère transnational, rendant de ce fait de plus en plus indispensable la coopération entre régulateurs de marché dans le domaine de la surveillance et de la répression. Malgré des progrès indéniables, cette coopération demeure encore largement perfectible pour plusieurs raisons :

- les échanges d'informations telles que les demandes d'identification des donneurs d'ordres, en phase de surveillance ou d'enquête, prennent beaucoup de temps sans qu'il soit possible à l'AMF de raccourcir ces délais ;
- les standards des *reportings* nationaux ne sont pas harmonisés. Par conséquent, l'analyse et la consolidation de données transmises par d'autres régulateurs s'avèrent complexes et peuvent surtout conduire à des erreurs ;
- l'échange d'informations entre régulateurs, tel que prévu par la directive MIF, concerne les seules transactions et non les ordres, ce qui exclut l'ensemble des ordres annulés ou non exécutés et amoindrit ainsi considérablement l'efficacité de la surveillance du *trading* haute fréquence ;
- les informations auxquelles les régulateurs ont accès varient d'un pays à l'autre. Ainsi, contrairement à l'AMF, les autorités de régulation britanniques ont seulement accès à l'historique des ordres effectivement exécutés et non à ceux qui ont été annulés.

Les chantiers en cours ne manquent pas pour améliorer cette situation : mise en place d'un identifiant unique des émetteurs d'ordres, construction de bases de données centrales des transactions sur dérivés facilitant l'accès des régulateurs aux données de marché... Mais les efforts à fournir en la matière restent encore conséquents pour mettre en place un dispositif de surveillance efficace des transactions et des carnets d'ordres.

Face à des comportements frauduleux dont les contours varient constamment au gré des innovations financières, techniques et juridiques, la réforme des pouvoirs de l'AMF a permis d'accroître l'efficacité des fonctions de surveillance et de répression du régulateur de marché en lui donnant les moyens de s'adapter à un univers en perpétuelle transformation. Le renforcement des pouvoirs de l'AMF pourrait, en outre, lui fournir la possibilité de limiter l'utilisation de certaines techniques de marché dans l'hypothèse où leur apport au bon fonctionnement du marché s'avérerait faible, voire nul, au regard des coûts induits en matière de surveillance des marchés. La délinquance financière étant constamment à la recherche de nouvelles cibles, les moyens techniques et humains dévolus à l'AMF comme à ses homologues étrangères supposent des investissements

substantiels et surtout constants, afin de permettre « au gendarme de courir aussi vite que les voleurs »<sup>9</sup>. Souhaitons que le mouvement en la matière puisse perdurer malgré un contexte économique délicat.

### NOTES

1. La notion de *trading* algorithmique n'est pas équivalente à celle de *high frequency trading*. En effet, elle désigne de façon générale le recours à l'outil informatique pour automatiser les prises de décisions d'investissement et d'exécution d'ordres. Le *high frequency trading* constitue un aspect du *trading* algorithmique dans la mesure où il désigne des stratégies pour lesquelles la vitesse d'exécution est primordiale.
2. Son apparition remonte en réalité à une vingtaine d'années aux États-Unis.
3. Entre 2005 et 2008, le nombre annuel d'ordres sur Euronext est passé de 239 millions à 824 millions.
4. Une distinction doit être opérée entre le recours à des algorithmes de décision d'investissement et l'utilisation d'algorithmes d'exécution d'ordres. Ces derniers se sont généralisés au cours des dernières années, tandis que les algorithmes de décision demeurent l'apanage d'un nombre restreint d'opérateurs qui sont pour l'essentiel des gérants de fonds alternatifs.
5. Un CDS est un contrat par lequel « l'acheteur » s'engage à payer périodiquement au « vendeur » une prime sous réserve que celui-ci l'assure, pour un certain montant, si survient un événement de crédit (faillite de l'entreprise, défaut de paiement, restructuration de la dette ou moratoire sur les remboursements de la dette souveraine).
6. Cf. *Revue de stabilité financière*, intitulée « Produits dérivés, innovation financière et stabilité », Banque de France, n° 14, juillet 2010.
7. Ne sont présentées ici que les mesures visant à renforcer la fonction répressive de l'institution. Nous n'évoquons donc pas l'introduction de la composition administrative qui ne concerne pas les abus de marché.
8. Étant donné que le recours était jusqu'à présent ouvert aux seules personnes mises en cause et sanctionnées, il aboutissait soit à la confirmation de la sanction, soit à une réduction du montant de l'amende.
9. Discours de Jean-Pierre Jouyet du 9 septembre 2010 à l'ambassade de France à Washington.

