

**Université Paris-Panthéon-Assas**

**Magistère Juriste d'Affaires – DJCE**

Dirigé par Monsieur le Professeur Antoine GAUDEMET



**La régulation du trading haute fréquence :  
étude comparée de droit européen et américain**

**Anna-Chiara TADDEI**

Sous la direction de

**Madame le Professeur France DRUMMOND  
et Madame le Professeur Géraldine GADBIN-GEORGE**

2024-2025



**AVERTISSEMENTS**

*L'Université Paris-Panthéon-Assas n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire.*

*Ces opinions doivent être considérées comme propres à son auteur.*

*Les termes techniques anglophones utilisés dans le corps de l'étude sont repris dans le glossaire.*

*Les traductions des citations anglophones sont intégrées dans le corps du texte et leur version originale en note de bas de page.*

## **REMERCIEMENTS**

Je tiens à exprimer ma profonde reconnaissance à mes directrices de mémoire, Madame le Professeur France Drummond et Madame le Professeur Géraldine Gadbin-George, pour avoir accepté de diriger ce mémoire, pour leur disponibilité et leur précieux conseils, qui ont alimenté ma réflexion. Je les remercie pour la richesse de leurs apports, lesquels ont été déterminants dans ma construction en tant que juriste et dans l'élaboration de mon projet professionnel.

Je souhaite également adresser mes remerciements à Monsieur le Professeur Antoine Gaudemet, Directeur du Magistère Juriste d'Affaires - DJCE de l'Université Paris-Panthéon-Assas, pour ces trois années d'études riches en enseignement.

**TABLE DES ACRONYMES**

<b>Acronyme</b>	<b>Terme complet</b>
<b>ACPR</b>	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
<b>AEMF</b>	Autorité européenne des marchés financiers
<b>AMF</b>	Autorité des marchés financiers
<b>CAT</b>	<i>Consolidated Audit Trail</i>
<b>CEDH</b>	Convention européenne des droits de l'homme
<b>CESR</b>	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
<b>CFTC</b>	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
<b>CMF</b>	Code monétaire et financier
<b>CTP</b>	<i>Consolidated Tape Providers</i>
<b>DCM</b>	<i>Designated Contract Markets</i>
<b>DEA</b>	<i>Direct Electronic Access</i>
<b>Directive MAD</b>	Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché
<b>Directive MIF 1</b>	Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers
<b>Directive MIF 2</b>	Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers
<b>DJIA</b>	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
<b>DMA</b>	<i>Direct Market Access</i>
<b>DOJ</b>	<i>Department of Justice</i>
<b>ECN</b>	<i>Electronic Communication Networks</i>
<b>FINRA</b>	<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>

<b>MIDAS</b>	<i>Market Information Data Analytics System</i>
<b>MOU</b>	<i>Memorandum of Understanding</i>
<b>NASDAQ</b>	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
<b>NBBO</b>	<i>National Best Bid and Offer</i>
<b>NYSE</b>	<i>New York Stock Exchange</i>
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs
<b>OTF</b>	Système organisé de négociation
<b>PFOF</b>	<i>Payment For Order Flow</i>
<b>PNF</b>	Parquet national financier
<b>PSI</b>	Prestataire de services d'investissement
<b>Reg AT</b>	<i>Regulation Automated Trading</i>
<b>Reg ATS</b>	<i>Regulation Alternative Trading System</i>
<b>Reg NMS</b>	<i>Regulation National Market System</i>
<b>Reg SCI</b>	<i>Regulation Systems Compliance and Integrity</i>
<b>Règlement MAR</b>	Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marchés
<b>Règlement MIFIR</b>	Règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers
<b>SAR</b>	<i>Suspicious Activity Report</i>
<b>SEC</b>	<i>Securities and Exchange Commission</i>
<b>SMN</b>	Système multilatéral de négociation
<b>SOES</b>	<i>Small Order Execution System</i>
<b>SOR</b>	<i>Smart Order Router</i>
<b>STOR</b>	<i>Suspicious Transaction and Order Report</i>
<b>USSC</b>	<i>United States Supreme Court</i>

**TABLE DES MATIÈRES**

<b>INTRODUCTION</b>	<b>10</b>
<b>Partie préliminaire : Présentation générale du trading haute fréquence</b>	<b>18</b>
<b>Chapitre 1 : Le cadre réglementaire du trading haute fréquence</b>	<b>18</b>
<b>I. Un encadrement européen unifié du trading haute fréquence</b>	<b>18</b>
Section 1 : Les prémices d'une réglementation du trading haute fréquence	18
Section 2 : Un cadre réglementaire strict du trading haute fréquence	21
<b>II. Un encadrement américain fragmenté du trading haute fréquence</b>	<b>24</b>
Section 1 : La carence d'un cadre réglementaire strict du trading haute fréquence	24
Section 2 : Une réglementation assouplie du trading haute fréquence	25
<b>Chapitre 2 : Les modalités du trading haute fréquence</b>	<b>26</b>
<b>I. La licéité des stratégies non-directionnelles</b>	<b>26</b>
<b>II. L'illicéité potentielle des stratégies directionnelles</b>	<b>27</b>
<b>Chapitre 3 : Les effets du trading haute fréquence</b>	<b>28</b>
<b>I. Une contribution à l'efficacité des marchés financiers</b>	<b>28</b>
<b>II. Un risque d'atteinte à la stabilité et à l'intégrité des marchés financiers</b>	<b>29</b>
<b>Partie 1 : La régulation du trading haute fréquence comme activité de marché</b>	<b>31</b>
<b>Chapitre 1 : Les aspects « réglementaires » du trading haute fréquence</b>	<b>31</b>
<b>I. L'obtention d'une autorisation administrative préalable à l'exercice du trading haute fréquence</b>	<b>31</b>
Section 1 : Une exigence d'agrément formelle en droit européen	31
Section 2 : Une exigence d'enregistrement incertaine en droit américain	32
A. L'obligation générale d'enregistrement	33
B. L'absence d'obligation spécifique d'enregistrement des acteurs du trading haute fréquence	34
C. L'instauration d'une nouvelle obligation d'enregistrement des apporteurs de liquidité	35
<b>II. Le respect des règles organisationnelles dans l'exercice du trading haute fréquence</b>	<b>37</b>
Section 1 : Des règles organisationnelles visant à préserver la stabilité des marchés financiers	37
A. Les obligations applicables aux entreprises d'investissement	37
1. L'exigence de mise en place de dispositifs de contrôle des risques	37
2. L'obligation européenne de tenue de marché en continu	40
B. Les obligations applicables aux plateformes de négociation	41
1. L'instauration de systèmes « coupe-circuits »	41
2. La prévention des ordres erronés	42
3. L'obligation européenne de contrôle algorithmique et de marquage des ordres	44
4. L'interdiction américaine des <i>stub quotes</i>	44

Section 2 : Des règles organisationnelles visant à assurer la transparence des marchés financiers _____	45
A. Les obligations applicables aux entreprises d'investissement _____	45
1. L'obligation de <i>reporting</i> et de traçabilité des transactions _____	46
2. L'encadrement de l'accès direct aux marchés _____	49
3. La réglementation du <i>payment for order flow</i> _____	51
B. Les obligations applicables aux plateformes de négociation _____	53
1. L'encadrement du pas de cotation _____	53
2. La réglementation de la colocalisation _____	54
3. La fixation des règles de tarification _____	55
4. L'interdiction américaine des <i>flash orders</i> _____	56
5. L'introduction progressive de dispositifs de ralentissement des orders _____	57
<b>Chapitre 2 : Les aspects répressifs du trading haute fréquence _____</b>	<b>58</b>
<b>Partie 2 : La régulation du trading haute fréquence comme comportement manipulateur _____</b>	<b>61</b>
<b>Chapitre 1 : La qualification des pratiques manipulatoires _____</b>	<b>61</b>
<b>I. La mobilisation de l'interdiction de la manipulation de cours _____</b>	<b>61</b>
Section 1 : Un cadre réglementaire européen substantiel _____	61
Section 2 : Un cadre réglementaire américain rudimentaire _____	63
<b>II. La typologie des pratiques manipulatoires caractéristiques du trading haute fréquence _____</b>	<b>64</b>
Section 1 : <i>Ping orders</i> _____	65
Section 2 : <i>Quote stuffing</i> _____	65
Section 3 : <i>Momentum ignition</i> _____	66
Section 4 : <i>Spoofing</i> et <i>layering</i> _____	67
<b>III. La mobilisation secondaire de l'<i>electronic frontrunning</i> _____</b>	<b>69</b>
<b>Chapitre 2 : La répression des pratiques manipulatoires _____</b>	<b>72</b>
<b>I. Les mécanismes de prévention des pratiques manipulatoires _____</b>	<b>72</b>
Section 1 : Le signalement externe des pratiques manipulatoires _____	72
Section 2 : Le signalement interne des pratiques manipulatoires _____	73
<b>II. La mise en œuvre de la répression des pratiques manipulatoires _____</b>	<b>74</b>
Section 1 : La mise en œuvre du pouvoir transactionnel _____	74
Section 2 : La mise en œuvre du pouvoir répressif _____	77
A. Les pouvoirs procéduraux des autorités de poursuite _____	77
1. Des pouvoirs procéduraux européens restreints _____	77
2. Des pouvoirs procéduraux américains étendus _____	79
B. La caractérisation des éléments constitutifs _____	82
1. La preuve de l'élément matériel _____	82
2. L'exigence d'un élément intentionnel _____	83
C. La pratique décisionnelle des régulateurs _____	85
1. Une pratique décisionnelle européenne sporadique _____	85
2. Une pratique décisionnelle américaine prolifique _____	87

<b>III. L'optimisation de la répression par la voie de la coopération internationale</b>	<b>89</b>
Section 1 : L'adoption illusoire d'un cadre réglementaire commun	89
Section 2 : L'impératif d'une coopération internationale renforcée	90
<b>CONCLUSION</b>	<b>93</b>
<b>GLOSSAIRE</b>	<b>94</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>95</b>

## INTRODUCTION

« C'était comme une machine à sous défectueuse dans un casino qui distribuait des gains à chaque mise. Elle aurait continué à fonctionner ainsi tant que personne ne signalait le dysfonctionnement, mais aucun des joueurs n'avait intérêt à dévoiler son existence »<sup>1</sup>. Cette métaphore employée par Michael Lewis dans son ouvrage *Flash Boys* publié en 2014<sup>2</sup> tend à mettre en lumière la pratique du trading haute fréquence, jusqu'ici inconnue du grand public. Si la fonction première des marchés financiers est de permettre aux investisseurs de rencontrer la demande de capital<sup>3</sup>, l'essor des nouvelles technologies a profondément modifié les dynamiques de régulation, rendant ainsi primordiale la surveillance des marchés de plus en plus complexes<sup>4</sup>. La conjonction du progrès de la technologie en matière de traitement et de transmission des données et des modifications institutionnelles ayant affecté l'organisation des bourses de valeurs<sup>5</sup> entraîne un changement profond de la physionomie traditionnelle des marchés financiers. En effet, la transformation de la microstructure des marchés depuis la généralisation de l'automatisation des marchés<sup>6</sup> semble écarter la fonction primordiale d'allocation efficiente des richesses. Selon un auteur, « avec le trading de haute fréquence, il est moins question d'investir dans un projet prometteur que de réaliser des paris audacieux sur l'évolution des prix dans les nanosecondes à venir »<sup>7</sup>.

Les technologies de négociation ont évolué par le recours aux algorithmes, lesquels peuvent être définis comme étant des « séquence d'opérations définie dans un langage de programmation qui permet, dans le cadre du trading, de générer automatiquement des ordres en fonction de l'évolution des cours du marché »<sup>8</sup>, transformant ainsi les marchés financiers en un écosystème ultra-rapide où la technologie dicte désormais le rythme des transactions et des

---

<sup>1</sup> "It was like a broken slot machine in the casino that pays off every time. It would keep paying off until someone said something about it ; but no one who played the slot machine had any interest in pointing out that it was broken."

<sup>2</sup> LEWIS, Michael. *Flash Boys*. Norton & Company. 1ère édition. 2014.

<sup>3</sup> GAYRAUD, Jean-François. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Odile Jacob. 2014. Page 239.

<sup>4</sup> BONNEAU, Thierry. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*. Droit de l'Union européenne. Bruylant. 2024. Page 1054.

<sup>5</sup> GIZARD, Bruno. *Le trading algorithmique : entre défis et défiance*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 24.

<sup>6</sup> THOUILLEZ, Thomas. *Processus d'automatisation des marchés financiers*. Marchés et organisations. 2024. N°49. Page 39.

<sup>7</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>8</sup> BONNEAU, Thierry. *Le trading algorithmique : qualification juridique et critères de distinction avec le trading haute fréquence*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 25.

stratégies d'investissement, réduisant ainsi l'intervention humaine<sup>9</sup>. Le trading algorithmique désigne l'ensemble des « mécanismes électroniques utilisant des automates algorithmiques de négociation, capables de détecter les écarts de cours entre différentes plateformes de négociation et d'envoyer et d'annuler de grandes quantités d'ordres dans un laps de temps parfois inférieur à la seconde »<sup>10</sup>. Toutefois, il est nécessaire d'aborder l'irruption d'une nouvelle technique de transaction sur les marchés financiers ; à savoir, le trading haute fréquence<sup>11</sup>.

En tant que « produit conjoint des évolutions des technologies de l'information et de l'organisation industrielle des marchés financiers »<sup>12</sup>, le trading haute fréquence constitue une sous-catégorie du trading algorithmique, dans lequel un système de négociation analyse à grande vitesse les signaux du marché et envoie ensuite une grande quantité d'ordres dans un délai très court relevant de la milliseconde, voire de la nanoseconde<sup>13</sup>. En d'autres termes, le trading haute fréquence est un système intelligent de détermination des ordres<sup>14</sup> qui repose sur l'utilisation de logiciels permettant un temps de réaction extrêmement raccourci et la passation d'un nombre d'ordres très important, donnant ainsi lieu à la réalisation de gains considérables<sup>15</sup>. Le facteur temporel constitue un enjeu central dans cette méthode de transaction, laquelle vise à réduire, autant que possible, le temps de latence entre deux ordres adressés au marché. Ainsi, cette « course à la vitesse » est favorisée par l'installation de réseaux mondiaux de câbles et de fibres optiques, comme l'illustre l'acquisition d'une tour de télécommunication à Houtem, en Belgique, par la firme de trading haute fréquence Jump Trading pour un montant de 5 millions d'euros en 2013<sup>16</sup>, ou encore la conception en 2015 du câble sous-marin Hibernia Express visant à réduire le temps de latence entre les marchés financiers de Londres et de New-York<sup>17</sup>. L'autre spécificité du trading haute fréquence réside dans le fait que l'intervention humaine est nulle, à l'inverse du trading algorithmique où celle-ci n'est que restreinte<sup>18</sup>. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que les ordinateurs seraient plus rationnels que l'être humain en n'étant

---

<sup>9</sup> Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 2), considérant 59.

<sup>10</sup> GALLAND, Maxime. *La régulation du trading haute fréquence*. Bull. Joly Bourse. Mars 2012. N°3. Page 129.

<sup>11</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 137.

<sup>12</sup> GOUPIL, Luc. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*. Revue d'économie financière. 2013. N°110. Page 277.

<sup>13</sup> Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 2), considérant 61.

<sup>14</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>15</sup> MARTIN, Didier. DEZEUZE, Éric. *Les abus de marché*. Droits & Professionnels. LexisNexis. 2021. Page 455.

<sup>16</sup> « Ces tours du trading haute fréquence qui foisonnent en Belgique ». *L'Écho*. 2016. Disponible sur Internet : <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/ces-tours-du-trading-a-haute-frequence-qui-foisonnent-en-belgique/9814904.html> (consulté le 15 février 2025).

<sup>17</sup> « Trading haute fréquence : une nouvelle voie rapide entre Londres et New-York ». *Les Échos*. 2015. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2015/09/trading-haute-frequence-une-nouvelle-voie-rapide-entre-londres-et-new-york-275330> (consulté le 15 février 2025).

<sup>18</sup> BONNEAU, Thierry. PAILLER, Pauline. *Droit financier*. Précis Domat. LGDJ. 2023. Page 224.

pas sujets aux fluctuations d'humeur. Ainsi, « le trader moderne a désormais l'apparence d'un robot intelligent »<sup>19</sup>.

L'essor du trading haute fréquence date de la fin des années 1990 lorsque des cadres de la société de courtage américaine *Datek Securities* ont détourné de sa vocation initiale le *Small Order Execution System* (SOES). Ce système a été mis en place en 1987 par le *National Association of Security Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) après le krach boursier de 1987 aux fins de garantir l'exécution automatisée des ordres de faible montant d'investisseurs particuliers. Les « SOES bandits » ont dissimulé leurs ordres par l'intermédiaire de comptes fictifs afin d'engranger des profits considérables du fait de l'exécution instantanée des ordres ainsi transmis. Cette stratégie s'est soldée par une transaction avec la *Securities Exchange Commission* (SEC) en 2002 d'un montant historique de 70 millions de dollars pour fraude financière<sup>20</sup>. L'émergence du trading haute fréquence s'est également traduite par l'adoption en 1998 de la *Regulation Alternative Trading System* (Reg ATS) par la SEC, visant à établir le cadre réglementaire des *alternative trading systems* (ATS). Parmi ces plateformes, il convient de mentionner *Island*, fondée par Joshua Levine, figure emblématique des « SOES Bandits ».

L'adoption d'initiatives réglementaires par les régulateurs européens et américains ouvre la voie légale au développement du trading haute fréquence, permettant l'interconnexion des plateformes de négociation et la mise en concurrence de ces dernières, conduisant à la réduction des coûts de transactions. D'une part, l'adoption de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 1)<sup>21</sup> a mis un terme au monopole des bourses traditionnelles en matière de centralisation des ordres et marque l'avènement de l'obligation de *best execution*. Cette règle impose aux intermédiaires financiers de prouver qu'ils ont comparé les prix sur différentes plateformes pour déterminer le meilleur lieu d'exécution pour chaque transaction<sup>22</sup>. D'autre part, l'adoption de la *Regulation National Market System* (Reg NMS) par la SEC en 2005 a permis de codifier la notion de *National Best Bid and Offer* (NBBO) afin de garantir aux investisseurs l'exécution de leurs ordres au meilleur prix disponible sur le marché américain. La *Trade-Through Rule* prévue par la *Reg NMS* impose aux prestataires de services d'investissement de comparer les cotations entre les différentes

---

<sup>19</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>20</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 239.

<sup>21</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 1).

<sup>22</sup> LENGLET, Marc. RIVA, Angelo. *Les conséquences inattendues de la régulation financière : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?* Revue de la régulation. 2<sup>ème</sup> semestre 2013 . N°14.

plateformes de négociation puis de rediriger les ordres vers les plateformes proposant le NBBO<sup>23</sup>. Néanmoins, ces réglementations ont favorisé la fragmentation des plateformes de négociations et ont permis l'apparition de divergences ponctuelles des prix entre les différents lieux d'exécution<sup>24</sup>, créant des opportunités d'arbitrage et marquant ainsi l'apogée du trading haute fréquence<sup>25</sup>.

La première médiatisation du trading haute fréquence se donne à voir à l'occasion d'affaires de vol de codes algorithmiques par d'anciens employés de firmes opérant dans ce domaine. En effet, il convient de mentionner le cas emblématique de Sergey Aleynikov, ancien programmeur informatique de Goldman Sachs, poursuivi en 2009 pour vol et espionnage industriel après avoir transmis le code source de son employeur à une firme de trading haute fréquence fondée par Mikhaïl Malyshev, Teza Technologies<sup>26</sup>. Après avoir été condamné à une peine d'emprisonnement de 97 mois, Sergey Aleynikov a finalement été acquitté en 2012<sup>27</sup>. Pour autant, l'existence du trading haute fréquence n'a véritablement été portée à la connaissance du public qu'à l'occasion du « Flash Crash » du 6 mai 2010<sup>28</sup>. En moins de 30 minutes, l'indice du *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) a connu une chute brutale de près de 9% sur le *New York Stock Exchange* (NYSE), suivie d'une récupération immédiate d'une grande partie des pertes, terminant la journée en baisse de 3,20%<sup>29</sup>.

Si la question de la responsabilité des firmes de trading haute fréquence dans l'occurrence du « Flash Crash » reste largement débattue, il est indéniable qu'elles y ont, à tout le moins, contribué<sup>30</sup>. Comme le souligne Paul Ehrlich, « l'erreur est humaine mais, pour

---

<sup>23</sup> GOMBER, Peter. BJORN, Arndt. LUTAT, Marco. UHLE, Tim. *High-Frequency Trading*. Université Goethe de Francfort-sur-le-Main. 2011. Page 39.

<sup>24</sup> NUSSENBAUM, Maurice. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ». In ROUSSILLE, Myriam. *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*. Joly. 2017. Page 593-604.

<sup>25</sup> GIVRY, Alexandra. *La régulation du trading haute fréquence*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 27.

<sup>26</sup> « Les geeks à la conquête de Wall Street ». *Le Monde*. 2009. Disponible sur Internet : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/09/02/les-geeks-a-la-conquete-de-wall-street\\_1234841\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/09/02/les-geeks-a-la-conquete-de-wall-street_1234841_3234.html) (consulté le 9 février 2025).

<sup>27</sup> « Former Goldman Sachs Programmer's Conviction Overturned ». *Forbes*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.forbes.com/sites/walterpavlo/2012/02/17/former-goldman-sachs-programmers-conviction-overturned/> (consulté le 9 février 2025).

<sup>28</sup> « Flash Crash du 6 mai 2010 : le jour où le temps s'est arrêté à Wall Street ». *Les Échos*. 2016. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2016/01/flash-crash-du-6-mai-2010-le-jour-ou-le-temps-sest-arrete-a-wall-street-191771> (consulté le 9 février 2025).

<sup>29</sup> Op. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*. Page 40.

<sup>30</sup> LEIS, Diego. *High Frequency Trading. Market manipulation and Systemic Risks from an EU perspective*. Working Paper. Université de Zurich. 2012. Page 60.

vraiment se planter, il faut un ordinateur »<sup>31</sup>. En effet, si l'erreur humaine de programmation d'un algorithme est toujours envisageable, le trading haute fréquence tend à démultiplier les conséquences dommageables découlant du phénomène de *fat finger*<sup>32</sup>. Dès lors, la nocivité potentielle du trading haute fréquence réside dans son risque d'amplification de perturbation des marchés<sup>33</sup>, avec une forte implication systémique pouvant déstabiliser l'ensemble du système financier par un effet de contagion inter-marchés<sup>34</sup>. Notamment, le recours à l'intelligence artificielle dans le trading haute fréquence alimente une « course aux armements algorithmiques »<sup>35</sup> visant à l'exploitation du « Big Data », laissant ainsi présager les contours de la prochaine crise financière mondiale. L'interconnexion des algorithmes les rend sensibles aux mêmes signaux de marché ; en cas d'événement imprévu, un « effet moutonnier »<sup>36</sup> pourrait déclencher des réactions en chaîne, amplifiant ainsi les perturbations et augmentant significativement le risque de crises systémiques. Dès lors, la potentielle délégation des décisions d'investissement à l'intelligence artificielle pose la question de l'imputation de la responsabilité liée aux décisions automatisées. Selon Michael Lewis<sup>37</sup>, « les individus ne sont plus véritablement responsables de ce qui se passe sur le marché, puisque ce sont désormais les ordinateurs qui prennent toutes les décisions »<sup>38</sup>.

Quand bien même le « débat débute alors que la partie semble déjà jouée [...] »<sup>39</sup>, il convient de s'interroger sur le point de savoir si le trading haute fréquence constitue « l'innovation de trop »<sup>40</sup>. En effet, l'ancien sénateur américain Ted Kaufman estime que le trading haute fréquence présente toute la potentialité requise pour provoquer une crise financière nouvelle<sup>41</sup>. De fait, la question de « l'inutilité sociale » du trading haute fréquence est soulevée par le prix Nobel d'économie Paul Krugman<sup>42</sup>, pour lequel la pratique ne revêt qu'une « dimension essentiellement spéculative »<sup>43</sup>. Par conséquent, l'interdiction du trading

---

<sup>31</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 137.

<sup>32</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 209.

<sup>33</sup> DEZEUZE, Éric. *Le trading algorithmique entre défis et défiance*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 30.

<sup>34</sup> BARNÈCHE, Frédéric. *Le trading haute fréquence sous haute surveillance*. Revue banque. Juillet-Août 2012. N°750. Page 58.

<sup>35</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 137.

<sup>36</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

<sup>37</sup> Op. cit. LEWIS. *Flash Boys*.

<sup>38</sup> "People no longer are responsible for what happens in the market, because computers make all the decisions."

<sup>39</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>40</sup> DURANA, Gabrielle. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*. Revue Esprit. Mars-Avril 2013. Page 177.

<sup>41</sup> ARNUK, Sal. SALUZZI, Joseph. *Broken Markets. How High Frequency Trading and Predatory Practices on Wall Street Are Destroying Investor Confidence and Your Portfolio*. Financial Times Prentice Hall. 2012.

<sup>42</sup> « Rewarding bad actors », *The New York Times*. 2009.

<sup>43</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 239.

haute fréquence sur les marchés financiers est régulièrement avancée par les professionnels et régulateurs, à l'instar de l'ancien président de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) Jean-Pierre Jouyet<sup>44</sup>. Ainsi, « il faut parfois savoir éteindre la lumière du casino » selon certains<sup>45</sup>. Si « [...] les entreprises de haute fréquence ont une extraordinaire capacité à affecter la stabilité et l'intégrité des marchés boursiers » selon l'ancienne présidente de la SEC Mary Shapiro<sup>46</sup>, une interdiction formelle de cette pratique semble toutefois difficilement envisageable, et ce en raison de son intégration profonde aux marchés financiers. En effet, une étude de la société américaine de conseil et de recherche sur la finance Tabb Group publiée en 2010 estime que le trading haute fréquence représente 50 à 70% des transactions sur le marché américain et 40% des transactions sur le marché européen<sup>47</sup>. Par conséquent, « abolir le trading de haute fréquence n'aurait pas de sens » selon le sénateur américain Charles E. Schumer<sup>48</sup>.

Par conséquent, l'encadrement du trading haute fréquence ne saurait se réduire à l'étude d'initiatives nationales isolées, dans la mesure où ce dernier constitue un enjeu réglementaire mondial. Dès lors, l'étude de la réglementation européenne et américaine du trading haute fréquence semble devoir s'imposer au regard de l'importance de ces places dans l'élaboration de standards internationaux en matière de régulation financière. S'il n'est pas question de défendre l'idée, régulièrement avancée, selon laquelle l'Union européenne se dirige vers un système politique fédéral à l'instar de celui adopté par les États-Unis, il peut néanmoins être questionné la pertinence de l'alignement de la réglementation européenne sur celle américaine en matière de trading haute fréquence. En effet, une tendance à l'américanisation de la réglementation financière peut être constatée dans la mesure où les États-Unis disposent d'une législation ancienne, particulièrement répressive et faisant l'objet d'une publicité internationale<sup>49</sup>. Selon certains, les « marchés de titres américains ont toujours été en avance et ont mené la marche vers [...] l'innovation »<sup>50</sup>.

---

<sup>44</sup> AMF. *4ème colloque de la Commission des sanctions*. 5 octobre 2011.

<sup>45</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>46</sup> SHAPIRO, Mary. *Remarks before the Security Traders Association*. Speech by SEC Chairman. 2010.

<sup>47</sup> « Trading algorithmique : mobilisation contre la « menace » des ordinateurs boursiers ». *Le Monde*. 2013. Disponible sur Internet : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers\\_3196716\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers_3196716_3234.html) (consulté le 9 février 2025).

<sup>48</sup> U.S. SENATE. *Hearing Before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. 2009. US Government Printing Office. Washington. 2010.

<sup>49</sup> CONAC, Pierre-Henri. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*. Bull. Joly Bourse. Février 2016. Page 71.

<sup>50</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 11.

Toutefois, la « léthargie » des régulateurs<sup>51</sup> n'est pas un phénomène purement européen et se rencontre également outre-Atlantique en raison de la faiblesse des pouvoirs de surveillance à la disposition des autorités. En effet, à la question de savoir « le gendarme est-il en mesure de courir aussi vite que le voleur ? »<sup>52</sup>, la réponse semble converger, aussi bien du côté européen qu'américain. L'ancienne présidente de la SEC Mary Shapiro reconnaît l'incapacité du régulateur à surveiller les marchés financiers à l'ère du trading haute fréquence<sup>53</sup> ; l'ancien sénateur Ted Kaufman reconnaissant, quant à lui, que « les développements technologiques ont dépassé de très loin les capacités de surveillance des régulateurs »<sup>54</sup>. Ainsi, selon certains, « le gendarme ne rattrapera jamais le voleur, si tant est que le gendarme puisse encore apercevoir le voleur, même de loin »<sup>55</sup>.

Par conséquent, le défaut de régulation efficiente du trading haute fréquence mène à se poser la question de la mise en place d'un cadre réglementaire hybride américano-européen<sup>56</sup>, dans la mesure où le phénomène financier dépasse les seules frontières nationales. En effet, un auteur estime que ces « lois nationales présentent une faiblesse évidente à l'ère de la mondialisation : celle d'un droit territorialisé face à des capitaux libres de toute entrave, pouvant circuler instantanément sur des dizaines de plateformes boursières disséminées sur la planète »<sup>57</sup>. Pourtant, il reste à déterminer si l'adoption d'un cadre réglementaire commun s'avère être pertinente au regard, notamment, de la diversité des systèmes juridiques en cause. Ainsi, l'instauration d'un *level playing field*<sup>58</sup> conduit à envisager la place de la coopération internationale entre les régulateurs européens et américains afin de faire face à ce phénomène mondial émergent qu'est le trading haute fréquence.

Dès lors, cette étude se propose de répondre à la problématique suivante : à l'ère de la sophistication des innovations technologiques et du progrès de l'intelligence artificielle, l'état actuel des réglementations européenne et américaine en matière de trading haute fréquence parvient-il à concilier la quête d'efficience des marchés financiers avec la nécessité de préserver leur stabilité et leur intégrité ?

---

<sup>51</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 175.

<sup>52</sup> Loc. cit. AMF. *4ème colloque de la Commission des sanctions*.

<sup>53</sup> « SEC's Shapiro says surveillance tools inadequate ». *The Wall Street Journal*. 2011.

<sup>54</sup> Loc. cit. U.S. SENATE. *Hearing Before the Subcommittee on Securities*.

<sup>55</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>56</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 76.

<sup>57</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 239.

<sup>58</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

Partant, il convient, tout d'abord, d'envisager une présentation générale du trading haute fréquence afin d'en appréhender les spécificités (Partie préliminaire). Ensuite, il incombe d'aborder la régulation du trading haute fréquence en tant qu'activité de marché (Partie 1). Enfin, il est nécessaire d'envisager la régulation du trading haute fréquence en tant que comportement manipulateur (Partie 2).

## **Partie préliminaire : Présentation générale du trading haute fréquence**

L'appréhension des spécificités du trading haute fréquence exige une présentation générale du phénomène, laquelle conduit à une étude de son cadre réglementaire (Chapitre 1), de ses modalités (Chapitre 2) et de ses effets (Chapitre 3).

### **Chapitre 1 : Le cadre réglementaire du trading haute fréquence**

L'établissement d'un cadre réglementaire du trading haute fréquence se reflète dans l'existence d'un encadrement européen unifié (I), en opposition à un encadrement américain fragmenté (II).

#### **I. Un encadrement européen unifié du trading haute fréquence**

La mise en place d'un encadrement européen unifié du trading haute fréquence s'est d'abord donnée à voir à travers les prémices d'une réglementation (Section 1), avant d'aboutir à un cadre réglementaire strict (Section 2).

##### **Section 1 : Les prémices d'une réglementation du trading haute fréquence**

Une première manifestation de la régulation du trading haute fréquence s'est illustrée par une tentative d'interdiction pure et simple de cette méthode de transaction, qualifiée par Aaron Levovitz de « pratique de trading perturbatrice »<sup>59</sup>. En effet, la proposition de prohibition du trading haute fréquence peut s'appuyer sur la distinction établie par Paul Jorion entre la spéculation économique et la spéculation financière<sup>60</sup>. Alors que la première, visant à se protéger contre les variations de prix, est considérée comme légitime, la seconde, désormais omniprésente, repose sur une série de paris spéculatifs effectués par des acteurs financiers sans intention réelle d'acquérir les actifs, contribuant ainsi à la déconnexion des marchés financiers de l'économie réelle. Dès lors, l'interdiction formelle du trading haute fréquence semble devoir s'imposer selon le prix Nobel d'économie Michael Spencer puisque « [...] nous ne comprenons pas l'impact des systèmes de trading de haute fréquence ; la chose la plus intelligente serait de les bannir jusqu'à ce que l'on puisse mesurer leurs effets »<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop.*

<sup>60</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel.*

<sup>61</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel.*

À ce titre, un rapport favorable à l'interdiction du trading haute fréquence a été présenté à l'Assemblée nationale le 14 juin 2010 par les députés Henri Emmanuelli et Jean-François Mancel<sup>62</sup>. La proposition n°15 du rapport propose ainsi « d'encadrer, voire interdire, de manière concertée, au moins à l'échelon européen, le trading algorithmique et le trading à haute fréquence, pratiques dépourvues d'utilité sociale »<sup>63</sup>. De même, une proposition de loi visant à interdire le trading haute fréquence a été déposée à l'Assemblée nationale le 19 janvier 2016 par le député Jacques Bompard<sup>64</sup>. Selon Jean-Paul Gauzès, la prohibition totale du trading haute fréquence vise à apporter une ébauche de réponse à la question suivante : « que faire face à des innovations technologiques qui font que la finance échappe progressivement à la maîtrise humaine ? »<sup>65</sup>.

Toutefois, l'interdiction pure et simple du trading haute fréquence ne semble pas être à l'ordre du jour<sup>66</sup>. La voie de l'encadrement est ainsi privilégiée par le législateur français<sup>67</sup>, lequel opère par une « régulation à petite touche »<sup>68</sup>.

Tout d'abord, la loi de finances rectificative du 14 mars 2012<sup>69</sup> a introduit une taxe sur les transactions financières visant à imposer les activités les plus spéculatives, dont le trading haute fréquence<sup>70</sup>. L'article 235 ter ZD bis du Code général des impôts prévoit l'application d'une taxe de 0,01% pour les ordres annulés ou modifiés dans un délai d'une demi-seconde et au-delà d'un seuil fixé à 80%. Si l'instauration d'une telle taxe a vocation à « réduire la rentabilité des stratégies d'arbitrage et limiter les incitations au développement du trading algorithmique » selon Jean-Pierre Jouyet<sup>71</sup>, force est de constater que le résultat est décevant. Un référé du Premier président de la Cour des comptes du 19 juin 2017 estime que « la taxation du trading haute fréquence a un rendement presque nul »<sup>72</sup>. En effet, la taxe ne s'applique

---

<sup>62</sup> EMMANUELLI, Henri. MANCEL, Jean-François. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*. N° 3034. 14 décembre 2010. Disponible sur Internet : <https://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp>

<sup>63</sup> Op. cit. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*. Page 224.

<sup>64</sup> BOMPARD, Jacques. *Proposition de loi visant à interdire le trading haute fréquence*. N°3414. 19 janvier 2016. Disponible sur Internet : <https://www.assemblee-nationale.fr/14/propositions/pion3414.asp>

<sup>65</sup> Loc. cit. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*.

<sup>66</sup> Loc. cit. GIZARD. *Le trading algorithmique : entre défis et défiance*.

<sup>67</sup> BONNEAU, Thierry. PAILLER, Pauline. *Droit financier*. Précis Domat. LGDJ. 2023. Page 328.

<sup>68</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>69</sup> Loi n°2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012.

<sup>70</sup> SÈVE, Margot. *La régulation financière face à la crise*. Droit et Économie. Bruylant. 2013. Page 487.

<sup>71</sup> Loc. cit. AMF. *4ème colloque de la Commission des sanctions*.

<sup>72</sup> Cour des comptes. Référé n° 2017-1860 sur la taxe sur les transactions financières et sa gestion. 19 juin 2017. Disponible sur Internet : <https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2017-07/20170704-refere-S2017-1860-taxe-transactions-financieres-et-dependances-fiscales.pdf>

qu'aux entreprises exerçant leurs opérations en France et l'activité de tenue de marché, particulièrement spéculative, est exemptée<sup>73</sup>. Ainsi, « la taxe n'a donc pas permis de faire disparaître les opérations nocives qu'elle visait : elle les a seulement déplacées dans d'autres pays »<sup>74</sup>. Un rapport du Centre d'Économie de la Sorbonne de juin 2024<sup>75</sup> propose deux alternatives visant à optimiser l'intérêt de cette « taxe sur les ordres annulés ». La première option réside dans l'abaissement du seuil de 80% à 50% et dans l'extension de la taxe aux opérations réalisées hors de France. La seconde option consiste à maintenir le système actuel tout en appliquant un taux unique revu à la hausse de 0,3%. Cette dernière solution a été retenue dans le cadre d'une proposition de loi déposée à l'Assemblée nationale le 15 octobre 2024 visant à sécuriser et à fiabiliser les recettes de la taxe sur les transactions financières<sup>76</sup>. Dans l'hypothèse de l'adoption d'une telle mesure, la question de l'instauration d'une taxe sur les transactions financières au niveau européen, voire mondial, s'avère être pertinente, quand bien même illusoire<sup>77</sup>.

Enfin, la loi de séparation et régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013<sup>78</sup> est venue encadrer le « négoce à haute fréquence » en imposant aux prestataires de services d'investissement opérant sur le territoire français le respect de certaines exigences. En effet, il leur est fait obligation de notifier leur activité à l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de disposer de dispositifs de contrôle, selon les anciens articles L. 451-4 et L. 533-10 du Code monétaire et financier (CMF), respectivement abrogé et modifié par l'ordonnance n°2016-827 du 23 juin 2016<sup>79</sup>. Toutefois, cette loi ne constitue qu'une « régulation à basse intensité » du trading haute fréquence<sup>80</sup> puisqu'elle présente la faiblesse d'une loi territorialisée<sup>81</sup> ; elle n'exerce donc pas « d'effet réel » sur le phénomène<sup>82</sup>.

---

<sup>73</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>74</sup> Loc. cit. Cour des comptes. Référé n°2017-1860.

<sup>75</sup> CAPPELLE-BLANCARD, Gunther. *La taxation des transactions financières : optimiser le dispositif français*. Centre d'Économie de la Sorbonne (CES). Juin 2024. Disponible sur Internet : <https://www.oxfamfrance.org/app/uploads/2024/06/Rapport-sous-embargo-La-taxation-des-transactions-financieres-Optimiser-le-dispositif-francais.pdf>

<sup>76</sup> NAEGELEN, Christophe. *Proposition de loi visant à sécuriser et à fiabiliser les recettes de la taxe sur les transactions financières*. N°371. 15 octobre 2024. Disponible sur Internet : [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371\\_proposition-loi.pdf](https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371_proposition-loi.pdf)

<sup>77</sup> « Un pas vers une taxe internationale sur les transactions financières serait une première historique ». *Le Monde*. 6 juin 2023. Disponible sur Internet : [https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/06/06/un-pas-vers-une-taxe-internationale-sur-les-transactions-financieres-serait-une-premiere-historique\\_6176430\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/06/06/un-pas-vers-une-taxe-internationale-sur-les-transactions-financieres-serait-une-premiere-historique_6176430_3232.html) (consulté le 9 février 2025).

<sup>78</sup> Loi n°2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (abrogée).

<sup>79</sup> Ordonnance n°2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers.

<sup>80</sup> Loc. cit. DEZEUZE. *Le trading algorithmique entre défis et défiance*.

<sup>81</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>82</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

Quand bien même ces deux initiatives nationales constituent un premier jalon vers la législation du trading haute fréquence<sup>83</sup>, un cadre réglementaire strict demeure nécessaire à l'échelle européenne.

## Section 2 : Un cadre réglementaire strict du trading haute fréquence

Une perspective d'harmonisation des initiatives réglementaires nationales, en vue de l'instauration d'un *level playing field* entre les États membres<sup>84</sup>, a conduit l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) à l'élaboration en février 2012 de lignes directrices relatives aux systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisée<sup>85</sup>, à la suite d'une consultation publique menée en juillet 2011<sup>86</sup>. Ces orientations visent à clarifier les obligations des acteurs en matière de négociation électronique sous l'empire de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 1)<sup>87</sup> et de la directive 2003/06/CE du 28 janvier 2003 relative aux opérations d'initiés et les manipulations de marché (« Abus de marché »)<sup>88</sup>. L'AEMF impose aux acteurs de marché de prévoir un certain niveau d'exigences organisationnelles pour leur système de négociation électronique, mettre en place des procédures et systèmes de contrôle en vue d'une négociation équitable et ordonnée, ainsi que des procédures visant à détecter d'éventuels abus de marché<sup>89</sup>, et ce afin d'assurer un cadre maîtrisé dans la conduite du trading algorithmique, et plus particulièrement du trading haute fréquence<sup>90</sup>.

L'application de cette *soft law* a abouti à l'adoption d'un cadre réglementaire unifié du trading haute fréquence, marquant l'aboutissement d'un consensus européen<sup>91</sup>. La directive

---

<sup>83</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>84</sup> VALENCE, Étienne. *La réglementation et ses conséquences pratiques pour les PSI*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 26.

<sup>85</sup> ESMA. *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*. 24 February 2012. ESMA/2012/2022. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2012\\_122\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2012_122_en.pdf)

<sup>86</sup> ESMA. *Consultation paper on the Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*. 20 July 2011. ESMA/2011/224. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_224.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_224.pdf)

<sup>87</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 1).

<sup>88</sup> Directive 2003/06/CE du 28 janvier 2003 relative aux opérations d'initiés et les manipulations de marché (« Abus de marché »).

<sup>89</sup> AMF. *Systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé*. Position DOC-2012-03. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2012-03#html-version-doctrine113883>

<sup>90</sup> Loc. cit. VALENCE. *La réglementation et ses conséquences pratiques pour les PSI*.

<sup>91</sup> Loc. cit. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*.

2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 2)<sup>92</sup> et le règlement n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marchés (MAR)<sup>93</sup> remplacent respectivement la directive MIF 1 à compter du 3 janvier 2018 et la directive « Abus de marché » à compter du 3 juillet 2016. Désormais, le cadre législatif européen prévoit une supervision accrue du trading haute fréquence<sup>94</sup>, laquelle concerne tant les marchés réglementés que les systèmes multilatéraux de négociation (SMN) et les systèmes organisés de négociation (OTF)<sup>95</sup>.

Si le considérant 63 de la directive MIF 2 estime que ce nouveau cadre réglementaire s'inscrit dans le prolongement de la réglementation informelle élaborée par l'AEMF en 2012<sup>96</sup>, l'œuvre créatrice du législateur européen ne peut être pour autant minimisée dans la mesure où ce dernier a posé une définition stricte de la négociation algorithmique.

En effet, le trading algorithmique est présenté comme un système dans lequel un algorithme informatique détermine automatiquement les paramètres des ordres, tels que leur opportunité, le moment de leur émission, leurs conditions de prix ou de quantité, ainsi que leur gestion après émission, avec une intervention humaine limitée, selon l'article 4§1(39) de la directive MIF 2. L'article 18 du règlement délégué n°2017/565 du 25 avril 2016 précise qu'un système est réputé avoir une intervention humaine limitée si, dans tout processus de création d'un ordre, de fixation d'un prix ou d'optimisation de l'exécution des ordres, un dispositif automatisé prend des décisions concernant l'engagement, la création, l'acheminement ou l'exécution d'un ordre ou d'un prix en fonction de paramètres prédéfinis<sup>97</sup>. À noter que le considérant 22 de ce même règlement indique que le trading algorithmique doit nécessairement reposer sur un système intelligent de routage des ordres (*smart order router*), lequel consiste à participer pleinement à la détermination des paramètres de l'ordre et ne se limite pas à un rôle

---

<sup>92</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 2).

<sup>93</sup> Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marchés (MAR).

<sup>94</sup> Loc. cit. SÈVE. *La régulation financière face à la crise*.

<sup>95</sup> Op. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*. Page 603.

<sup>96</sup> ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. 28 September 2021. ESMA70-156-4572. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572\\_mifid\\_ii\\_final\\_report\\_on\\_algorithmic\\_trading.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572_mifid_ii_final_report_on_algorithmic_trading.pdf). Page 12.

<sup>97</sup> Règlement délégué n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.

passif impliquant seulement de diriger l'ordre vers une plateforme<sup>98</sup>, mettant ainsi en œuvre une politique d'apprentissage automatique de l'algorithme (*machine learning*)<sup>99</sup>.

Quant au trading haute fréquence, il est décrit par l'article 4§1(40) de la directive MIF 2 comme étant une catégorie spécifique de trading algorithmique caractérisée par trois facteurs, à savoir (i) l'existence d'une infrastructure destinée à minimiser les latences informatiques, (ii) la détermination de l'engagement, la création, l'acheminement ou l'exécution des ordres sans intervention humaine et (iii) un débit intrajournalier élevé de messages qui constituent des ordres, des cotations ou des annulations. L'article 19 du règlement délégué n°2017/565 du 25 avril 2016 explicite la notion du « débit intrajournalier élevé de messages », lequel comprend la soumission d'au moins au moins deux messages par seconde en ce qui concerne tout instrument financier négocié sur une plateforme de négociation et d'au moins quatre messages par seconde en ce qui concerne l'ensemble des instruments financiers négociés sur une plateforme de négociation. Les critères de différenciation du trading haute fréquence du trading algorithmique résident dans le fait que le premier exclut toute intervention humaine, alors que le second la tolère, bien que de façon limitée<sup>100</sup>.

Dans une perspective d'établir une réglementation uniformisée, le règlement MAR définit la négociation algorithmique par renvoi aux articles 4§1(39) et 4§1(40) de la directive MIF 2, par ses articles 3§1(18) et 3§1(33). En outre, ces dispositions sont transposées en droit interne par l'article L. 533-10-3 du CMF.

À la suite d'une consultation publique menée en décembre 2020 en vue de recueillir l'avis des parties prenantes concernant l'efficacité du nouveau cadre réglementaire du trading haute fréquence<sup>101</sup>, l'AEMF dresse un bilan positif en estimant que les marchés européens ont bien fonctionné malgré la période de forte volatilité induite par le Covid-19 et appelle ainsi à ne pas modifier la réglementation actuelle<sup>102</sup>.

Si le trading haute fréquence dispose d'un cadre réglementaire unifié au niveau européen, son encadrement américain reste fragmenté.

---

<sup>98</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Le trading algorithmique : qualification juridique et critères de distinction avec le trading haute fréquence*.

<sup>99</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

<sup>100</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Le trading algorithmique : qualification juridique et critères de distinction avec le trading haute fréquence*.

<sup>101</sup> ESMA. *Consultation Paper on the MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. 18 December 2020. ESMA70-156-2368. Disponible sur Internet : <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-mifid-ii-mifir-review-report-algorithmic-trading>

<sup>102</sup> Op. cit. ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. Page 15.

## II. Un encadrement américain fragmenté du trading haute fréquence

L'institution d'un encadrement américain fragmenté du trading haute fréquence s'est exprimée à travers la carence d'un cadre réglementaire strict (Section 1), avant de tolérer une réglementation assouplie (Section 2).

### Section 1 : La carence d'un cadre réglementaire strict du trading haute fréquence

L'investiture de Donald Trump à la présidence des États-Unis en janvier 2025 peut laisser présager un allègement des obligations financières à la charge des acteurs de marché, à l'instar de l'adoption en mai 2018 de l'*Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act*, au risque d'instituer une « course au moins-disant »<sup>103</sup>.

En effet, une tendance traditionnelle des politiques financières américaines consiste en un phénomène de déréglementation, fondée sur un impératif d'efficacité des marchés. Cette déréglementation du secteur financier se donne à voir au travers d'un système fragmenté, lequel s'appuie sur des réglementations dispersées et mises en œuvre par un maillage de régulateurs sectoriels<sup>104</sup>. La réglementation financière américaine s'avère être fondée sur des principes généraux plutôt que sur des obligations rigides, présentant ainsi l'intérêt de s'adapter rapidement à l'évolution des marchés<sup>105</sup>.

De surcroît, l'instauration d'initiatives réglementaires par le législateur américain intervient généralement à l'issue de crises financières majeures<sup>106</sup>. De fait, le *Securities Exchange Act* de 1934<sup>107</sup> a été adopté en réponse au krach boursier du 24 octobre 1929<sup>108</sup>. Particulièrement, la crise des *subprimes* de 2007 a conduit à l'adoption d'une réforme financière en 2010 initiée par le *Dodd-Frank Act*<sup>109</sup>, lequel vise à réglementer le secteur bancaire et les

---

<sup>103</sup> « L'Europe financière face à la dérégulation américaine ». Les Échos. 22 février 2025. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-leurope-financiere-face-a-la-deregulation-americaine-2150305> (consulté le 8 mars 2025).

<sup>104</sup> GOLDMAN, Sarah. JEFFERS, Esther. *Ce que l'histoire économique nous enseigne sur la réglementation financière : l'exemple des États-Unis*. Revue d'économie financière. 2020. N°137. Page 49.

<sup>105</sup> Commodity Futures Trading Commission. *Statement of Chairman Heath P. Tarbert in Support of the Proposed Rule on Electronic Trading Risk Principles*. 2020. Disponible sur Internet. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/tarbertstatement062520b>

<sup>106</sup> Loc. cit. GOLDMAN. *Ce que l'histoire économique nous enseigne sur la réglementation financière : l'exemple des États-Unis*.

<sup>107</sup> U.S. Congress, *Securities Exchange Act*, 15 U.S.C. §78 et s. (1934).

<sup>108</sup> AVENEL, Jean David. PEYRARD, Max. *Marchés et instruments financiers en Europe et dans le monde*. Gualino. 2017. Page 194.

<sup>109</sup> U.S. Congress, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 124 Stat. 1376 (2010).

marchés de produits dérivés, engendrant donc un changement de paradigme pour le législateur américain<sup>110</sup>.

Si certains appelaient de leurs vœux une régulation formelle du trading haute fréquence, à l'instar de l'ancien membre de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) Bart Chilton<sup>111</sup>, la réforme financière de 2010 n'aborde qu'une seule fois le phénomène. En effet, le *Dodd-Frank Act* se garde d'évoquer frontalement ce dernier, constituant ainsi une réglementation « détournée » du trading haute fréquence<sup>112</sup>.

L'encadrement américain du trading haute fréquence diffère donc de celui européen ; à défaut d'un cadre réglementaire strict, le législateur fait le choix d'une réglementation assouplie.

## Section 2 : Une réglementation assouplie du trading haute fréquence

À l'instar de l'AEMF à travers ses lignes directrices de février 2012<sup>113</sup>, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a envisagé en octobre 2011<sup>114</sup> l'impact des évolutions technologiques sur l'efficacité des marchés financiers<sup>115</sup>. Si la fragmentation des marchés a servi de terreau au développement du trading haute fréquence<sup>116</sup>, ce dernier est devenu une composante significative des transactions modernes<sup>117</sup>.

Si l'heure ne semble pas être à la restriction de ce phénomène puisque « nager à contre-courant des développements tels que les marchés électroniques n'est pas une option » selon l'ancien président de la CFTC Heath Tarbert<sup>118</sup>, la question d'une réglementation spéciale du trading haute fréquence se pose.

---

<sup>110</sup> CONAC, Pierre-Henri. « La réforme financière aux États-Unis par la loi Dodd- Frank de 2010 ». In REVET, Thierry. *Annales de la régulation, vol. III : Les réformes des régulations financières*. Institut de recherche juridique de la Sorbonne (IRJS). 2012.

<sup>111</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 209.

<sup>112</sup> COSME, Orlando. *Regulating High-Frequency Trading: The Case for Individual Criminal Liability*. 109 J. Crim. L. & Criminology 365 (1019).

<sup>113</sup> Loc. cit. VALENCE. *La réglementation et ses conséquences pratiques pour les PSI*.

<sup>114</sup> OICV-IOSCO (technical committee). *Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*. CR 02/11. July 2011. Disponible sur Internet : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd354.pdf>

<sup>115</sup> BONNEAU, Thierry. *High Frequency Trading*. Revue de droit bancaire et financier. Novembre-Décembre 2011. Comm. 213.

<sup>116</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>117</sup> Loc. cit. OICV-IOSCO. *Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*.

<sup>118</sup> Commodity Futures Trading Commission. *Statement of Chairman Heath P. Tarbert in Support of the Proposed Rule on Electronic Trading Risk Principles*. 2020. Disponible sur Internet. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/tarbertstatement062520b>

À l'occasion d'un rapport rendu par la SEC en janvier 2010 sur la structure des marchés financiers<sup>119</sup>, le régulateur américain n'a pas établi de définition formelle du trading haute fréquence mais identifie cinq traits caractéristiques ; à savoir (i) l'utilisation de programmes informatiques rapides et sophistiqués pour générer, acheminer et exécuter les ordres, (ii) l'utilisation de services de colocalisation et de flux de données individuels offerts par les bourses pour minimiser temps latence, (iii) des délais très courts pour établir et liquider des positions, (iv) la soumission d'un grand nombre d'ordres annulés peu de temps après leur soumission et (v) la clôture de la journée de trading avec une position aussi neutre que possible.

Ces conditions n'étant pas cumulatives, un acteur de marché n'a pas besoin de respecter l'ensemble de ces critères pour être qualifié de professionnel ayant recours au trading haute fréquence<sup>120</sup>. Cette définition assouplie permet au régulateur de disposer d'une certaine marge de manœuvre dans la qualification du trading haute fréquence, rendant ainsi possible d'englober un plus grand nombre d'opérateurs. Si cette méthode de qualification repose sur une *case by case basis*<sup>121</sup>, elle se situe aux antipodes de la méthode choisie par le législateur européen, favorisant, quant à lui, une approche rigide du trading haute fréquence.

L'examen du cadre réglementaire du trading haute fréquence invite à l'étude de ses modalités de fonctionnement afin de cerner pleinement ce phénomène.

## **Chapitre 2 : Les modalités du trading haute fréquence**

Les modalités du trading haute fréquence se manifestent par une licéité des stratégies non-directionnelles (I) et par l'illicéité potentielle des stratégies directionnelles (II).

### **I. La licéité des stratégies non-directionnelles**

Le trading haute fréquence peut d'abord se donner à voir à travers des stratégies dites « non-directionnelles », lesquelles permettent à leurs auteurs de tirer parti des différences de prix d'une même valeur selon les plateformes de négociation<sup>122</sup>. Ces stratégies nécessitent un

---

<sup>119</sup> SEC. *Concept Release on Equity Market Structure*. 17 CFR PART 242. [Release No. 34-61358. File No. S7-02-10]. RIN 3235-AK47. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/rules/concept/2010/34-61358.pdf>

<sup>120</sup> Loc. cit. SEC. *Concept Release on Equity Market Structure*.

<sup>121</sup> SANDERS, John. *High-Frequency Traders : How the SEC Can Tighten Regulation While Maintaining the Benefits of a Competitive Market*. American University Business Law Review. Vol. 13. N°2. 2024.

<sup>122</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

repositionnement constant de l'« ordre support » en fonction de l'évolution des coûts, ainsi qu'un réajustement rapide des ordres passés pour suivre l'évolution de cet « ordre support »<sup>123</sup>.

Une première stratégie consiste en l'arbitrage, lequel vise à exploiter les écarts de prix d'une même valeur sur différentes plateformes de négociation<sup>124</sup>. Une seconde stratégie est la tenue de marché (*market making*), laquelle consiste à intercaler des ordres d'achat et de vente aux meilleures limites du carnet d'ordres, permettant à un vendeur de céder ses titres au prix souhaité, et ce tout en identifiant une position acheteuse pour déboucler sa propre position le plus rapidement possible<sup>125</sup>.

Dans la mesure où ces stratégies contribuent à la découverte des prix et à la liquidité des marchés financiers, il serait inique de leur imposer des contraintes excessives, au risque d'entraîner des effets contre-productifs à l'égard de la qualité des marchés<sup>126</sup>. Dès lors, il convient d'envisager un encadrement du trading haute fréquence plutôt qu'une interdiction formelle<sup>127</sup>.

Si ces stratégies « non-directionnelles » peuvent être considérées comme étant licites, tel n'est pas le cas des stratégies « directionnelles ».

## **II. L'illicéité potentielle des stratégies directionnelles**

Le trading haute fréquence peut ensuite donner lieu à des stratégies dites « directionnelles », lesquelles visent à parier sur la variation à très court terme de la valeur d'un actif<sup>128</sup>. La stratégie directionnelle par excellence est l'*order anticipation*, laquelle consiste à détecter et anticiper des mouvements de prix journaliers et à capter la différence de prix au détriment des investisseurs traditionnels ne disposant pas de la même rapidité d'exécution<sup>129</sup>.

Cette stratégie présente une potentialité de dérives manipulatoires, à l'instar des pratiques de *ping orders*, de *quote stuffing*, ou encore de *momentum ignition*<sup>130</sup>. À ce titre, dès

---

<sup>123</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>124</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

<sup>125</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>126</sup> Op. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*. Page 39.

<sup>127</sup> DRUMMOND, France. *Droit financier*. Corpus. Economica. 2020. Page 562.

<sup>128</sup> Loc. cit. AMF. *4ème colloque de la Commission des sanctions*.

<sup>129</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>130</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

lors que le trading haute fréquence est utilisé dans une perspective de stratégie directionnelle, le législateur prévoit son interdiction vigoureuse afin de restreindre son illicéité potentielle<sup>131</sup>.

L'étude des modalités du trading haute fréquence conduit à aborder ses effets sur les marchés financiers afin d'appréhender les enjeux de sa réglementation.

### **Chapitre 3 : Les effets du trading haute fréquence**

Les effets du trading haute fréquence se traduisent par une contribution à l'efficacité des marchés financiers (I), ainsi que par un risque d'atteinte à la stabilité et à l'intégrité des marchés financiers (II).

#### **I. Une contribution à l'efficacité des marchés financiers**

L'intérêt premier du trading haute fréquence réside dans le fait qu'il contribue à l'augmentation de la liquidité sur les marchés financiers, selon le considérant 62 de la directive MIF 2. En effet, l'importance des ordres générés et la rapidité dans l'exécution de ces ordres permet de réduire les écarts de prix (*bid-ask spread*), reflétant donc plus fidèlement les informations disponibles pour un actif donné<sup>132</sup>. Dès lors, le processus de formation des prix se trouve amélioré<sup>133</sup>, contribuant ainsi à l'efficacité des marchés financiers<sup>134</sup>.

Quand bien même le trading haute fréquence assure un rôle d'apporteur substantiel de liquidité, il semble en consommer davantage qu'il n'en fournit<sup>135</sup>. De fait, en cas de volatilité accrue, les acteurs ayant recours au trading haute fréquence se retirent avant les autres participants, lesquels ne bénéficient pas de la même rapidité de réaction. Également, le régulateur soulève l'existence d'un risque de « liquidité fantôme »<sup>136</sup>. Outre le fait qu'un ordre puisse apparaître simultanément sur plusieurs carnets d'ordres, ces derniers sont placés et annulés quasi instantanément, créant ainsi une apparence erronée de disponibilité des actifs<sup>137</sup>.

---

<sup>131</sup> Op. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*. Page 1050.

<sup>132</sup> DEFFAINS, Bruno. *L'impact de l'intelligence artificielle sur la stabilité des marchés financiers*. Revue de droit bancaire et financier. Septembre-Octobre 2024. N°5. Dossier 27.

<sup>133</sup> DECLERCK, Fanny. LESCOURRET, Laurence. *Dark pools et trading haute fréquence : une évolution utile ?* Revue d'économie financière. 2015. N°120. Page 113.

<sup>134</sup> Loc. cit. BARNÈCHE. *Le trading haute fréquence sous haute surveillance*.

<sup>135</sup> AMF. *Étude des comportements des traders à haute fréquence (HFT) sur Euronext Paris*. 26 janvier 2017. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu\\_simple/lettre\\_ou\\_cahier/risques\\_tendances/Comportement%20des%20traders%20a%20haute%20frequence%20sur%20Euronext%20Paris.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/lettre_ou_cahier/risques_tendances/Comportement%20des%20traders%20a%20haute%20frequence%20sur%20Euronext%20Paris.pdf)

<sup>136</sup> Loc. cit. AMF. *4ème colloque de la Commission des sanctions*.

<sup>137</sup> Loc. cit. GIVRY. *La régulation du trading haute fréquence*.

Si la contribution du trading haute fréquence à l'efficacité des marchés financiers peut être discutée, sa capacité à garantir leur stabilité et leur intégrité peut également être remise en cause.

## **II. Un risque d'atteinte à la stabilité et à l'intégrité des marchés financiers**

L'intérêt du trading haute fréquence peut être remis en cause en raison des risques notables qu'il fait peser sur les marchés financiers.

Tout d'abord, le trading haute fréquence est susceptible d'affecter la stabilité des marchés financiers et la confiance des investisseurs. En effet, l'utilisation intensive des algorithmes entraîne une volatilité accrue dans la mesure où ces derniers réagissent instantanément aux variations de prix, si faibles soient-elles<sup>138</sup>. De plus, l'interdépendance mondiale des marchés financiers peut conduire à une réaction en cascade<sup>139</sup>, et ce en raison d'une erreur de programmation de l'algorithme, du dysfonctionnement d'un logiciel ou encore d'une panne informatique<sup>140</sup>. À ce titre, le *Flash Crash* du 6 mai 2010 est un « exemple de la façon dont la technologie peut interagir avec la panique du marché » selon l'ancien président de la Réserve fédérale américaine Ben Bernanke<sup>141</sup>. En effet, le rapport conjoint formulé à la suite de l'évènement par la SEC et la CFTC en septembre 2010<sup>142</sup> mentionne un effet *hot potato* par lequel une tendance baissière s'est transformée en krach financier<sup>143</sup>. De surcroît, le risque systématique engendré par le trading haute fréquence se donne à voir par la multiplication de « mini-krachs » depuis 2010. À titre d'illustration, il convient de mentionner les affaires *BATS Global Markets*<sup>144</sup> et *Knight Capital*<sup>145</sup> intervenues en 2012, ainsi que l'affaire du faux tweet de l'attaque de Barack Obama<sup>146</sup> en 2013, à l'occasion desquelles s'est suivie une chute

---

<sup>138</sup> Loc. cit. OICV-IOSCO. *Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*.

<sup>139</sup> Loc. cit. DEFFAINS. *L'impact de l'intelligence artificielle sur la stabilité des marchés financiers*.

<sup>140</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

<sup>141</sup> Loc. cit. EMMANUELLI. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*.

<sup>142</sup> SEC. *Finding regarding the market events of May 6, 2010 : Report of the staffs of the CFTC and SEC to the joint advisory committee on emerging regulatory issues*. September 30, 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>

<sup>143</sup> Loc. cit. BARNÈCHE. *Le trading haute fréquence sous haute surveillance*.

<sup>144</sup> Loc. cit. DECLERCK. *Dark pools et trading haute fréquence : une évolution utile ?*

<sup>145</sup> Loc. cit. GIZARD. *Le trading algorithmique : entre défis et défiance*.

<sup>146</sup> Loc. cit. DEFFAINS. *L'impact de l'intelligence artificielle sur la stabilité des marchés financiers*.

spectaculaire de la capitalisation de ces firmes. Ces crises fulgurantes témoignent d'un système financier de plus en plus instable, au risque d'éroder la confiance des agents économiques<sup>147</sup>.

Ensuite, le trading haute fréquence est susceptible de compromettre l'intégrité des marchés financiers. En effet, la pertinence trading haute fréquence repose sur l'existence d'un avantage informationnel au profit des plus rapides, conduisant ainsi à une asymétrie concurrentielle entre les différents acteurs de marché<sup>148</sup>. Même si certains considèrent que cette iniquité se rencontre dans une multitude de secteurs et ne serait pas propre au trading haute fréquence<sup>149</sup>, la confiance des investisseurs dans la structure des marchés financiers s'en trouve érodée<sup>150</sup>. Par conséquent, l'émergence d'un marché financier à deux vitesses<sup>151</sup> pourrait conduire les investisseurs à se détourner du marché traditionnel<sup>152</sup>, au profit des *dark pools*<sup>153</sup>.

Bien que le trading haute fréquence participe à l'efficacité des marchés financiers et s'impose désormais comme une pratique omniprésente du trading moderne, il semble nécessaire de penser sa régulation. D'une part, les impératifs de stabilité des marchés et de confiance des investisseurs commandent d'envisager la régulation du trading haute fréquence comme activité de marché (Partie 1). D'autre part, l'exigence d'intégrité des marchés implique d'aborder la régulation du trading haute fréquence comme comportement manipulateur (Partie 2).

---

<sup>147</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop.*

<sup>148</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

<sup>149</sup> Loc. cit. BONNEAU. *High Frequency Trading.*

<sup>150</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop.*

<sup>151</sup> Loc. cit. SEC. *Concept Release on Equity Market Structure.*

<sup>152</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier.* Page 986.

<sup>153</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

## **Partie 1 : La régulation du trading haute fréquence comme activité de marché**

Les principes de stabilité des marchés financiers et de confiance des investisseurs conduisent à envisager la régulation du trading haute fréquence comme activité de marché. Il convient ainsi d'aborder les aspects « réglementaires » du trading haute fréquence (Chapitre 1), avant d'étudier ses aspects répressifs (Chapitre 2).

### **Chapitre 1 : Les aspects « réglementaires » du trading haute fréquence**

Les aspects « réglementaires » du trading haute fréquence s'illustre par l'obtention d'une autorisation préalable (I) et par le respect des règles organisationnelles (II).

#### **I. L'obtention d'une autorisation administrative préalable à l'exercice du trading haute fréquence**

L'obtention d'une autorisation administrative préalable à l'exercice du trading haute fréquence diffère en droit européen et américain puisque, s'il existe une exigence d'agrément formelle en droit européen (Section 1), l'exigence d'enregistrement est incertaine en droit américain (Section 2).

##### **Section 1 : Une exigence d'agrément formelle en droit européen**

Selon l'article L. 321-1 du CMF, la fourniture d'un service d'investissement constitue une activité réglementée soumise à agrément. Ce dernier est délivré par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), après approbation du programme d'activité par l'AMF, au prestataire de services d'investissement (PSI) délivrant ledit service. Cette exigence d'agrément s'applique aussi bien à l'activité pour compte de tiers, laquelle consiste à agir comme intermédiaire pour le compte d'un client d'après l'article D. 321-1 2° du CMF, qu'à l'activité pour compte propre, laquelle s'entend comme le fait de négocier en engageant ses propres capitaux un instrument financier en vue de conclure des transactions d'après l'article D. 321-1 3° du CMF.

Pourtant, la pratique distingue entre l'activité pour compte propre et l'activité de « pur compte propre »<sup>154</sup>, laquelle désigne le fait, pour un investisseur, de négocier pour son propre

---

<sup>154</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 515.

compte sans fournir d'autres services d'investissement. Cette activité n'étant pas constitutive d'un service d'investissement, tel que visé à l'article L. 321-1 du CMF, son exercice n'est pas réservé à un professionnel régulé soumis à agrément, conformément à l'exemption prévue par l'ancien article 2§1 (d) de la directive MIF 1. Toutefois, dans le cadre d'un avis technique en date de juillet 2010, le *Committee of European Securities Regulators (CESR)*<sup>155</sup> considère que l'exigence d'agrément devrait s'appliquer à tout investisseur apportant de manière significative de la liquidité aux marchés financiers, à l'instar de ceux ayant recours au trading haute fréquence.

Par conséquent, l'adoption de la directive MIF 2 en 2014 a conduit à la révision de l'article 2§1(d), lequel dispose désormais que ladite directive ne s'applique pas à l'exercice, par un investisseur, d'une activité de « pur compte propre » sauf si ce dernier a recours à la technologie du trading haute fréquence. Cette précision figure également à l'article L. 531-2 2°(i) du CMF<sup>156</sup>.

L'intérêt de la soumission de l'activité de trading haute fréquence à l'obtention d'un agrément réside dans le fait que les entreprises ayant recours à une telle technologie doivent respecter les exigences organisationnelles établies par la directive MIF 2 selon son considérant 63, tendant ainsi à faciliter la surveillance par les régulateurs nationaux<sup>157</sup>.

Si le droit européen pose une condition formelle d'agrément pour les prestataires de services d'investissement ayant recours au trading haute fréquence, l'exigence d'enregistrement retenue en droit américain semble davantage incertaine.

## Section 2 : Une exigence d'enregistrement incertaine en droit américain

Si une obligation générale d'enregistrement existe en droit américain (A), tel n'est pas le cas d'une obligation spécifique d'enregistrement des acteurs du trading haute fréquence (B). Néanmoins, en vue de remédier à cette incertitude, une nouvelle obligation d'enregistrement des apporteurs de liquidité a été adoptée (C).

---

<sup>155</sup> CESR. *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information*. Ref. 10-802. July 29, 2010. Disponible sur Internet :

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/compiled\\_version\\_technical\\_advice\\_and\\_additional\\_information\\_mifid\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/compiled_version_technical_advice_and_additional_information_mifid_review.pdf)

<sup>156</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>157</sup> Op. cit. AVENEL. *Marchés et instruments financiers en Europe et dans le monde*. Page 186.

### A. L'obligation générale d'enregistrement

À l'instar du droit européen, l'article 15(a) du *Securities Exchange Act*<sup>158</sup> prévoit une obligation d'enregistrement auprès de la SEC. En effet, l'article 15(a)(1) du *Securities Exchange Act* interdit à tout *broker* ou *dealer* de réaliser des transactions sur des instruments financiers, à moins qu'il ne soit enregistré conformément à la procédure prévue à l'article 15(b)<sup>159</sup>. Une telle exigence se double par une obligation supplémentaire d'enregistrement auprès de la CFTC si le *broker-dealer* exerce une activité sur les marchés de dérivés selon l'article 4(d) du *Commodity Exchange Act*<sup>160</sup>.

Cette obligation d'enregistrement s'applique aux intermédiaires financiers, à savoir les *brokers* et les *dealers* tels que définis par l'article 3(a) du *Securities Exchange Act*<sup>161</sup>. Les premiers sont des intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients sans engager leurs propres capitaux selon l'article 3(a)(4(A))<sup>162</sup>, alors que si les seconds agissent pour le compte de leurs clients, ils agissent également pour leur compte propre en engageant leurs capitaux d'après l'article 3(a)(5)(A)<sup>163</sup>.

L'obligation d'enregistrement des intermédiaires financiers entraîne l'exigence d'adhésion à la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), laquelle est placée sous la supervision de la SEC et chargée de surveiller les *broker-dealers*<sup>164</sup>, contribuant ainsi à la participation d'un maillage de régulateurs sectoriels. Toutefois, l'article 15(b)(8) du *Securities Exchange Act* établit une exemption d'adhésion des *broker-dealers* si ces derniers effectuent des transactions uniquement sur des titres de plateformes de négociation dont ils sont déjà membres<sup>165</sup>. La règle 15b9-1 du *Securities Exchange Act*<sup>166</sup> précise que certains *dealers* agissant pour compte propre, dont font partie les acteurs ayant recours au trading haute fréquence, peuvent bénéficier de cette exemption, quand bien même ils effectuent des

---

<sup>158</sup> 15 U.S.C. § 78o.

<sup>159</sup> "It shall be unlawful for any broker or dealer to [...] effect any transactions in [...] any security, unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section."

<sup>160</sup> 7 U.S.C. § 6d.

<sup>161</sup> 15 U.S.C. § 78c.

<sup>162</sup> "[...] any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others."

<sup>163</sup> "[...] any person engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account through a broker or otherwise."

<sup>164</sup> VILMORIN, Olivier. BERDOU, Arnaud. *Éléments comparatifs et perspectives européennes et américaines*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 28.

<sup>165</sup> "It shall be unlawful for any registered broker or dealer to effect any transaction in [...] any security, unless such broker or dealer is a member of a securities association registered or effects transactions in securities solely on a national securities exchange of which it is a member."

<sup>166</sup> 17 C.F.R. §240.15b9-1.

transactions sur des titres de plateformes de négociation dont ils ne sont pas membres. Par conséquent, cette mesure préférentielle accordée à ces intermédiaires financiers leur permet d'échapper aux coûts liés à l'adhésion à la FINRA<sup>167</sup>, au détriment des autres acteurs de marché.

Néanmoins, la SEC a modifié cette règle en août 2023 afin de restreindre drastiquement l'exemption prévue par l'article 15(b)(8) du *Securities Exchange Act*<sup>168</sup>. Entrée en vigueur en novembre 2023, cette règle prévoit désormais que les intermédiaires financiers ayant recours au trading haute fréquence sont soumis à l'obligation d'adhésion à la FINRA, à l'instar des autres acteurs de marché.

Si le régulateur américain a généralisé l'obligation d'adhésion à la FINRA, il n'a pas pour autant institué une obligation spécifique d'enregistrement des acteurs utilisant une telle technologie.

#### B. L'absence d'obligation spécifique d'enregistrement des acteurs du trading haute fréquence

À défaut d'adoption d'une obligation spécifique d'enregistrement des intermédiaires financiers ayant recours au trading haute fréquence, le droit américain a élaboré plusieurs pistes réglementaires visant à faciliter l'identification de ces acteurs, bien que ne traitant pas directement du phénomène.

Tout d'abord, la *Regulation Alternative Trading System (Reg ATS)* a été adoptée en 1998 afin de garantir un cadre réglementaire applicable aux systèmes de négociation alternatifs<sup>169</sup>. À cet effet, la règle 301(b)(1) de la *Reg ATS*<sup>170</sup> dispose que le système de négociation alternatif doit faire l'objet d'un enregistrement auprès de la SEC au titre de l'article 15 du *Securities Exchange Act*<sup>171</sup>. Les acteurs du trading haute fréquence sont concernés par cette réglementation, certes indirectement, dans la mesure où ils utilisent des *electronic communication networks* (ECN), qui sont des réseaux électroniques de négociation constituant une sous-catégorie des systèmes de négociation alternatifs.

---

<sup>167</sup> MARTY, Frédéric. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence*. Droit et Société. 2020. N°104. Page 71.

<sup>168</sup> SEC Commission. *SEC Adopts Amendments to Exemption from National Securities Association Membership*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-154> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>169</sup> 17 C.F.R. §242.300.

<sup>170</sup> 17 C.F.R. §242.301(b)(1).

<sup>171</sup> "The alternative trading system shall register as a broker-dealer under section 15 of the Act."

Ensuite, la CFTC a proposé en 2015 l'adoption de la *Regulation Automated Trading* (*Reg AT*) dans la perspective d'établir un cadre réglementaire du trading automatisé sur les marchés de dérivés enregistrés auprès de la CFTC, dénommés *designated contract markets* (DCM)<sup>172</sup>. Ce projet de réglementation prévoyait en particulier une obligation d'enregistrement des *floor traders*, soient des intermédiaires agissant pour compte propre et engagés dans le trading algorithmique sur les DCM. Toutefois, cette proposition a été abandonnée en 2020 à la suite de nombreuses critiques, notamment en raison des coûts résultant de l'obligation d'enregistrement des *floor traders*<sup>173</sup>, illustrant ainsi la force du lobbyisme financier en droit américain<sup>174</sup>.

Enfin, l'adoption du *Large Trader Reporting System* en juillet 2011<sup>175</sup> a permis de renforcer la capacité du régulateur américain à connaître l'ensemble des acteurs intervenants sur les marchés financiers<sup>176</sup>, notamment les intermédiaires financiers ayant recours au trading haute fréquence. En effet, la règle 13h-1 du *Securities Exchange Act*<sup>177</sup> dispose que les acteurs de taille significative doivent s'enregistrer auprès de la SEC en tant que *large trader* lorsqu'ils négocient (i) au moins deux millions d'actions ou l'équivalent de 20 millions de dollars en une journée ou (ii) au moins vingt millions d'actions ou l'équivalent de 200 millions de dollars en un mois<sup>178</sup>.

Ainsi, ces pistes réglementaires constituent des palliatifs traditionnels au défaut d'obligation spécifique d'enregistrement des acteurs ayant recours au trading haute fréquence. Toutefois, le régulateur américain est récemment intervenu dans la perspective d'imposer une obligation d'enregistrement des apporteurs de liquidité.

### C. L'instauration d'une nouvelle obligation d'enregistrement des apporteurs de liquidité

Si la distinction entre l'activité pour compte de tiers et l'activité pour compte propre est bien présente en droit américain, l'activité de « pur compte propre » n'est pas formellement

---

<sup>172</sup> CFTC. *CFTC Unanimously Approves Proposed Rule on Automated Trading*. 2015. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7283-15> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>173</sup> Federal Register. *Regulation Automated Trading : Withdrawal*. 2020-14383 (85 FR 42755). 2020. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2020/07/15/2020-14383/regulation-automated-trading-withdrawal> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>174</sup> Loc. cit. DECLERCK. *Dark pools et trading haute fréquence : une évolution utile ?*

<sup>175</sup> Federal Register. *Large Trader Reporting*. 2011-19419 (76 FR 46960). 2011. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2011/08/03/2011-19419/large-trader-reporting> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>176</sup> Loc. cit. GIVRY. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>177</sup> 17 C.F.R. §240.13h-1.

<sup>178</sup> Op. cit. SÈVE. *La régulation financière face à la crise*. Page 631.

retranscrite, laissant ainsi présager une incertitude concernant l'obligation d'enregistrement des *broker-dealers* ayant recours au trading haute fréquence.

Or, la notion américaine de *proprietary trading* résultant de la typologie élaborée par Joel Hasbrouck et Gideon Saar<sup>179</sup> couvre l'hypothèse dans laquelle un *dealer* agit pour son compte en engageant ses propres capitaux, à l'exclusion de toute intermédiation au profit d'un client, correspondant ainsi à l'activité de « pur compte propre » de droit européen.

Ce concept vise les apporteurs de liquidité significatifs<sup>180</sup>, dont font partie les acteurs de marché ayant recours au trading haute fréquence, et ne semble pas être directement concerné par l'obligation générale d'enregistrement prévue par l'article 15 du *Securities Exchange Act*<sup>181</sup>. En effet, l'article 3(a)(5)(B) du *Securities Exchange Act* exclut de la définition de *dealer* toute personne qui achète ou vend des valeurs mobilières pour son propre compte [...] dans le cadre d'une activité autre que régulière<sup>182</sup>. Dès lors, la soumission d'un acteur de marché ayant recours au trading haute fréquence à l'obligation générale d'enregistrement résulte de la qualification retenue des termes « activité régulière ».

Par conséquent, une modification de la définition de *dealer* est intervenue en février 2024 afin d'en préciser la portée<sup>183</sup>. Entrée en vigueur en avril 2024, la règle 3a5-4 du *Securities Exchange Act*<sup>184</sup> énonce désormais qu'un investisseur agissant pour « pur compte propre » exerce une activité régulière au sens de l'article 3(a)(5)(B) lorsqu'il s'engage dans l'achat et vente de valeurs mobilières ayant pour effet de fournir de manière significative de la liquidité au marché<sup>185</sup>. Cette modification permet d'intégrer l'intermédiaire financier ayant recours au

---

<sup>179</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>180</sup> Federal Register. *Further Definition of "As a Part of a Regular Business" in the Definition of Dealer and Government Securities Dealer in Connection with Certain Liquidity Providers*. 2024-02837 (89 FR 14938). 2024. Disponible sur Internet : [https://www.federalregister.gov/documents/2024/02/29/2024-02837/further-definition-of-as-a-part-of-a-regular-business-in-the-definition-of-dealer-and-government#:~:text=Section%203\(a\)\(5,own%20account%2C%20either%20individually%20or](https://www.federalregister.gov/documents/2024/02/29/2024-02837/further-definition-of-as-a-part-of-a-regular-business-in-the-definition-of-dealer-and-government#:~:text=Section%203(a)(5,own%20account%2C%20either%20individually%20or) (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>181</sup> "In recent years, market participants regularly engaging in significant liquidity provision have not registered as "dealers" under section 15 of the Exchange Act. [...] This is particularly true in the U.S. Treasury market where certain market participants, particularly those commonly known as proprietary trading firms account for about half of the daily volume in the interdealer market and yet are not registered as dealers [...]."

<sup>182</sup> "[...] a person that buys or sells securities for such person's own account, [...] but not as a part of a regular business."

<sup>183</sup> SEC Commission. *SEC Adopts Rules to Include Certain Significant Market Participants as "Dealers" or "Government Securities Dealers"*. 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-14> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>184</sup> 17 C.F.R. §240.3a5-4.

<sup>185</sup> "A person that is engaged in buying and selling securities for its own account is engaged in such activity "as a part of a regular business" as the phrase is used in section 3(a)(5)(B) of the Act if that person [...] engages in a regular pattern of buying and selling securities that has the effect of providing liquidity to other market participants [...]."

trading haute fréquence dans la définition de *dealer*, marquant ainsi l'aboutissement d'une obligation uniforme d'enregistrement des acteurs de marché selon l'ancien président de la SEC Gary Gensler<sup>186</sup>.

Ainsi, une observation chauvine consisterait à souligner que l'obligation américaine d'enregistrement des traders haute fréquence a été instaurée une décennie après celle européenne par la directive MIF 2. Pour autant, l'élaboration de règles organisationnelles visant à encadrer le trading haute fréquence n'a pas attendu l'adoption de cette réforme récente.

## II. Le respect des règles organisationnelles dans l'exercice du trading haute fréquence

Le respect des règles organisationnelles dans l'exercice du trading haute fréquence visent aussi bien à préserver la stabilité (Section 1), qu'à assurer la transparence des marchés financiers (Section 2).

### Section 1 : Des règles organisationnelles visant à préserver la stabilité des marchés financiers

Le respect des règles organisationnelles visant à préserver la stabilité des marchés financiers s'appliquent tant aux entreprises d'investissement (A), qu'aux plateformes de négociation (B).

#### A. Les obligations applicables aux entreprises d'investissement

Dans le cadre du respect des règles organisationnelles incombant aux entreprises d'investissement, ces dernières sont tenues de mettre en place des dispositifs de contrôle des risques (1). À noter, il existe une spécificité de la réglementation européenne, laquelle consiste en une obligation de tenue de marché en continu (2).

##### 1. L'exigence de mise en place de dispositifs de contrôle des risques

---

<sup>186</sup> Loc. cit. Securities and Exchange Commission. *SEC Adopts Rules to Include Certain Significant Market Participants as "Dealers" or "Government Securities Dealers"*.

Si l'intérêt de l'adoption de dispositifs de contrôle des risques réside dans leur capacité à prévenir la surcharge des systèmes en raison d'un volume significatif d'ordres<sup>187</sup> il en résulte que les entreprises d'investissement sont contraintes dans l'usage des nouvelles technologies<sup>188</sup>. En effet, une immixtion de la réglementation dans le fonctionnement des prestataires de services d'investissement est notable, visant ainsi à uniformiser l'intervention de ces derniers dans le secteur financier<sup>189</sup>.

À ce titre, l'article 17§1 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-4 du CMF, dispose que toute entreprise d'investissement ayant recours au trading haute fréquence doit mettre en place des systèmes et des dispositifs de contrôle des risques efficaces et adaptés à la nature de son activité, afin d'assurer la résilience et la capacité suffisante de ses systèmes de négociation. L'article poursuit en énonçant que ces systèmes doivent être assortis de seuils et de limites de négociation appropriés et conçus de manière à prévenir l'émission d'ordres erronés ou tout dysfonctionnement susceptible d'engendrer ou d'aggraver une perturbation du marché. Enfin, il est précisé que le prestataire de services d'investissement doit disposer de plans de continuité pour faire face à toute défaillance de ces systèmes de négociation. Également, le règlement délégué n°2017/589 du 19 juillet 2016<sup>190</sup> détaille les moyens techniques pouvant être mis en œuvre, tels que l'adoption de dispositifs de gouvernance adaptés, de tests de conformité, de contrôles de déploiement des algorithmes ou encore de procédures d'auto-évaluation<sup>191</sup>.

Ces exigences organisationnelles relatives à la mise en place de dispositifs de contrôle des risques sont réitérées à l'égard des plateformes de négociation admettant le recours au trading haute fréquence par l'article 48§1 de la directive MIF 2, lui-même repris à l'article L. 420-3 du CMF. De même, le règlement délégué n°2017/584 du 14 juillet 2016<sup>192</sup> précise les mesures techniques pouvant être adoptées en vue de compléter les dispositions techniques prévues par ladite directive<sup>193</sup>.

À l'inverse, le droit américain n'établit pas de réglementation prescriptive visant à imposer l'adoption de dispositifs de contrôle des risques, et ce afin d'éviter un défaut de

---

<sup>187</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 562.

<sup>188</sup> BONNEAU, Thierry. PAILLER, Pauline. *Droit financier*. Précis Domat. LGDJ. 2023. Page 224.

<sup>189</sup> Loc. cit. BONNEAU. PAILLER. *Droit financier*.

<sup>190</sup> Règlement délégué n°2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.

<sup>191</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>192</sup> Règlement délégué n°2017/584 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.

<sup>193</sup> Loc. cit. BONNEAU. PAILLER. *Droit financier*.

flexibilité face à innovation technologique. En effet, la proposition d'adoption de la *Reg AT*<sup>194</sup> visait à établir une série de dispositifs contraignants de contrôle des risques applicables aux intermédiaires financiers opérant sur les marchés de dérivés. Cette réglementation n'a finalement pas été adoptée en raison de critiques formulées à l'encontre d'une disposition prévoyant la mise à disposition du régulateur des codes sources algorithmiques<sup>195</sup>. La CFTC a finalement adopté en janvier 2021 des *Electronic Trading Risk Principles*<sup>196</sup>, constituant des règles de *soft law* non contraignantes devant être observées lors de la gestion des risques liés au trading haute fréquence. Cette *principle-based regulation* prévoit (i) la mise en œuvre de règles de marché applicables aux participants afin de prévenir, détecter et atténuer les perturbations du marché, (ii) l'adoption de contrôles des risques pré-négociation et (iii) la notification à la CFTC de toute perturbation importante affectant les marchés de dérivés<sup>197</sup>. Toutefois, cette régulation n'est pas exempte de critique puisque le président de la CFTC Rostin Behnam estime que « les principes proposés aujourd'hui tiennent en trois phrases [...]. Ce n'est pas un exploit de concision [...]. Cela montre simplement que la proposition n'apporte aucun changement substantiel »<sup>198</sup>.

Le régulateur américain est tout de même venu poser des exigences réglementaires rigides concernant la gestion des systèmes automatisés par l'adoption de la *Regulation Systems Compliance and Integrity (Reg SCI)* en 2014<sup>199</sup>. Cette réglementation prévoit que les plateformes de négociation, dénommées *SCI entities*, doivent disposer de procédures conçues pour garantir que leurs systèmes disposent de niveaux adéquats de résilience afin de maintenir leur capacité opérationnelle et de promouvoir le maintien de marchés équitables et ordonnés<sup>200</sup>. Une proposition d'amendement a été déposée en 2023 afin de soumettre les entreprises

---

<sup>194</sup> Loc. cit. CFTC. *CFTC Unanimously Approves Proposed Rule on Automated Trading*.

<sup>195</sup> Loc. cit. DECLERCK. *Dark pools et trading haute fréquence : une évolution utile ?*

<sup>196</sup> Commodity Futures Trading Commission. *CFTC Approves Two Final Rules and Two Proposed Rules at June 25 Open Meeting*. 2020. Disponible sur Internet : [https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8188-20?utm\\_source=govdelivery](https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8188-20?utm_source=govdelivery) (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>197</sup> 17 CFR §38.251 (e), (f) et (g).

<sup>198</sup> Commodity Futures Trading Commission. *Dissenting Statement of Commissioner Rostin Behnam Regarding Electronic Trading Risk Principles*. 2020. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/behnamstatement062520b> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>199</sup> Federal Register. *Regulation Systems Compliance and Integrity*. 2014-27767 (79 FR 72252). 2014. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2014/12/05/2014-27767/regulation-systems-compliance-and-integrity> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>200</sup> 17 CFR §242.1001.

d'investissement ayant recours au trading haute fréquence à ces mêmes obligations, en intégrant ces *SCI broker-dealers* dans le champ de la définition des *SCI entities*<sup>201</sup>.

Si les entreprises d'investissement européennes et américaines semblent être soumises à la même exigence de mise en place de dispositifs de contrôle des risques, tel n'est pas le cas concernant l'obligation de tenue de marché en continu.

## 2. L'obligation européenne de tenue de marché en continu

Le droit européen contient une spécificité réglementaire concernant la mise en œuvre d'une stratégie de tenue de marché par une entreprise d'investissement ayant recours au trading haute fréquence. Cette stratégie de tenue de marché est définie par l'article 17§4 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-3 3° du CMF, comme le fait d'afficher simultanément des prix à l'achat et à la vente pour des transactions de taille comparable relatifs à un instrument financier sur une ou plusieurs plateformes de négociation. Dès lors, cette entreprise est tenue (i) d'effectuer cette tenue de marché en continu pendant une proportion déterminée des heures de négociation de la plateforme de négociation et (ii) conclut avec la plateforme de négociation un accord écrit contraignant précisant les obligations dont elle est redevable selon l'article 17§3 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-6 du CMF.

Cette obligation faite à l'entreprise d'investissement ayant recours au trading haute fréquence se justifie par le fait qu'une telle stratégie permet un apport régulier de liquidité au marché. En effet, une telle exigence implique que l'acteur se maintient sur le marché, sauf circonstances exceptionnelles mentionnées par l'article 17§3 précité, même en période de stress induisant une forte volatilité.

À ce jour, il ne semble pas qu'une telle exigence soit retranscrite en droit américain. Pourtant, une obligation de tenue de marché en continu pourrait être envisagée afin d'assurer un niveau minimal de liquidité et ainsi renforcer la résilience des marchés financiers<sup>202</sup>.

Bien que ces exigences organisationnelles visant à garantir la stabilité des marchés financiers s'appliquent en premier lieu aux entreprises d'investissement, les plateformes de négociation sont également tenues de s'y conformer.

---

<sup>201</sup> Securities and Exchange Commission. *Regulation Systems Compliance and Integrity : Public comments*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/rules-regulations/2023/03/regulation-systems-compliance-integrity> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>202</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

## B. Les obligations applicables aux plateformes de négociation

Dans le cadre du respect des règles organisationnelles incombant aux plateformes de négociation, ces dernières doivent instaurer des systèmes « coupe-circuits » (1), prévenir la survenance d'ordres erronés (2), mettre en place des contrôles algorithmiques et se soumettre au marquage des ordres (3). À noter, il existe une particularité dans la réglementation américaine, laquelle consiste en l'interdiction des *stub quotes* (4).

### 1. L'instauration de systèmes « coupe-circuits »

Bien que l'instauration de mécanismes de coupe-circuits ne soit pas une initiative nouvelle, ces derniers doivent s'adapter à l'évolution des marchés financiers résultant de la présence d'acteurs ayant recours au trading haute fréquence<sup>203</sup>.

En effet, l'article 48§5 de la directive MIF 2 énonce que les infrastructures de marché doivent disposer de systèmes coupe-circuits capables de suspendre ou limiter temporairement la négociation en cas de fluctuation importante du prix d'un instrument financier, voire d'annuler, modifier ou corriger une transaction. Concernant cette dernière exigence, il est précisé que la plateforme de négociation doit notifier à l'AMF les paramètres ayant conduit à la suspension de la négociation. Toutefois, l'article ne contient aucune mention d'un système coupe-circuits paneuropéen, pourtant envisagé par le Rapport Swinburne de novembre 2010<sup>204</sup>, visant à interrompre les négociations sur l'ensemble des places financières de l'Union européenne en cas de forte volatilité.

Le droit américain, quant à lui, a perfectionné ses mécanismes de *circuit breakers* après leur défaillance à l'occasion du *Flash Crash* du 6 mai 2010<sup>205</sup>. À ce titre, la SEC a élaboré deux systèmes coupe-circuits distincts applicables à la chute d'un indice de marché et à celle du prix d'un titre financier, lesquels ont été adoptés en mai 2012 et mis en place à compter de février

---

<sup>203</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 67.

<sup>204</sup> Parlement européen. *Rapport sur la réglementation des transactions sur les instruments financiers*. 16 novembre 2010. A7-0326/2010. Disponible sur Internet : [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2010-0326\\_FR.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2010-0326_FR.html)

<sup>205</sup> Op. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*. Page 40.

2013 pour une phase expérimentale d'une durée d'un an<sup>206</sup>, avant d'être définitivement approuvés par la SEC en 2019<sup>207</sup>.

Concernant le premier mécanisme, il s'agit d'un système coupe-circuits ayant vocation à couvrir l'ensemble du marché, dénommé *market-wide circuit breakers*. Ce mécanisme réagit à la baisse journalière de l'indice S&P 500 ; une baisse de 7 % par rapport à la clôture précédente est considérée comme une chute de niveau 1, une baisse de 13 % correspond à une chute de niveau 2 et une baisse de 20 % correspond à une chute de niveau 3. À noter, une chute de niveau 1 ou 2 suspend les échanges sur toutes les plateformes de négociation pendant 15 minutes ; à l'inverse, une chute de niveau 3 suspend les transactions pour le reste de la journée de trading.

Concernant le second mécanisme, il est question d'un système coupe-circuits ne couvrant qu'un seul titre financier déterminé, dénommé *single-stock circuit breakers*. Il s'agit d'un mécanisme de « limite-haute limite-basse » (*Limit Up-Limit Down Plan*) empêchant les transactions sur un titre en dehors des plafonds et des planchers de prix pour ce titre, lesquels sont fixés entre 5% ou 10% selon la liquidité de ce dernier. Dès lors, le système est enclenché par des mouvements à la hausse ou à la baisse pendant une période de 15 secondes en dehors de ces seuils, entraînant une suspension de la cotation du titre sur l'ensemble des plateformes de négociation pendant 5 minutes.

Si les plateformes de négociation sont tenues par l'obligation d'instaurer des systèmes coupe-circuits, elles sont également soumises à une exigence de prévention des ordres erronés.

## 2. La prévention des ordres erronés

Le risque d'envoi d'ordres erronés ou dupliqués aux plateformes de négociation est accru du fait de la présence d'acteurs ayant recours au trading haute fréquence<sup>208</sup>, susceptible de conduire à des marchés financiers désordonnés selon le considérant 62 de la directive MIF 2. En effet, le vocable d'« ordre erroné » correspond à l'hypothèse dans laquelle une transaction s'écarte considérablement du prix du titre fixé par le marché, devant être annulée

---

<sup>206</sup> Securities and Exchange Commission. *SEC Approves Proposals to Address Extraordinary Volatility in Individual Stocks and Broader Stock Market*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2012-2012-107htm>

<sup>207</sup> Federal Register. *Joint Industry Plan : Order Approving the Eighteenth Amendment to the National Market System Plan to Address Extraordinary Market Volatility*. 2019-07637 (84 FR 16086). 2019. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2019/04/17/2019-07637/joint-industry-plan-order-approving-the-eighteenth-amendment-to-the-national-market-system-plan-to>

<sup>208</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

ou corrigée afin d'éviter une diffusion de ce prix erroné à l'ensemble des marchés financiers. Ainsi, l'article 48§4 de cette directive prévoit que les plateformes de négociation doivent disposer de mécanismes permettant de rejeter les ordres dépassant certains seuils de volume et de prix préalablement établis ou les ordres manifestement erronés. Cette exigence de gestion des ordres erronés est également applicable aux prestataires de services d'investissement selon l'article 17§1 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-4 du CMF.

La réglementation concernant la prévention des *clearly erroneous trades* n'est pas ignorée des plateformes de négociation américaines. En effet, l'adoption de nouvelles règles relatives à l'annulation des ordres erronés par plusieurs plateformes de négociation a été approuvée par la SEC en octobre 2009, afin de réduire la confusion des investisseurs en cas de forte volatilité selon l'ancienne présidente de la SEC Mary Chapiro<sup>209</sup>. Ces règles permettent aux plateformes d'annuler une transaction dans un délai de 30 minutes si le prix envisagé excède le prix de la dernière transaction d'un pourcentage déterminé ; 10 % pour les titres dont le prix est inférieur à 25 \$, 5 % pour ceux dont le prix est compris entre 25 \$ et 50 \$ et 3 % pour ceux dont le prix est supérieur à 50 \$.

À l'instar de celle prévue pour les systèmes coupe-circuits, cette réglementation s'est pourtant avérée insuffisante lors de la survenance du *Flash Crash* du 6 mai 2010. Par conséquent, les plateformes de négociation ont modifié les règles précédemment instaurées, à la demande de la SEC, afin de clarifier la procédure à suivre pour l'annulation des transactions erronées<sup>210</sup>. Ces règles ont été mises en place à compter de septembre 2010 pour une phase expérimentale d'une durée de trois mois, avant d'être constamment prolongées jusqu'en juillet 2022, à l'instar de la règle 7.10 du New York Stock Exchange (NYSE)<sup>211</sup>, avant d'être définitivement adoptée par la plateforme de négociation en septembre 2022<sup>212</sup>.

---

<sup>209</sup> SEC. *SEC Approves New Exchange Rules for Breaking Clearly Erroneous Trades*. 2009. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-215.htm> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>210</sup> SEC. *SEC Approves Rules Expanding Stock-by-Stock Circuit Breakers and Clarifying Process for Breaking Erroneous Trades*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-167.htm> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>211</sup> Federal Register. *Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change To Extend the Current Pilot Program Related to Rule 7.10 (Clearly Erroneous Executions)*. 2022-15657 (87 FR 43921). 2022. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2022/07/22/2022-15657/self-regulatory-organizations-new-york-stock-exchange-llc-notice-of-filing-and-immediate#footnote-18-p43922> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>212</sup> Federal Register. *Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change To Amend Rule 7.10*. 2022-20592 (87 FR 58140). 2022. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2022/09/23/2022-20592/self-regulatory-organizations-new-york-stock-exchange-llc-notice-of-filing-and-immediate> (consulté le 7 janvier 2025).

Si le droit américain a fait le choix d'une réglementation consolidée *step-by-step*, le droit européen se distingue, là encore, par son approche plus catégorique. Ce dernier se différencie également par son exigence de contrôles algorithmiques et de marquage des ordres.

### 3. L'obligation européenne de contrôle algorithmique et de marquage des orders

Dans l'exercice de son pouvoir gestionnaire, les plateformes de négociation sont tenues d'adopter des mesures visant à respecter les exigences de contrôle algorithmique et de marquage des ordres imposées par le législateur européen.

Tout d'abord, l'article 48§6 de la directive MIF 2 met à la charge de ces plateformes une obligation de test des algorithmes utilisés par un participant de marché, lequel doit procéder à des essais afin de garantir des conditions de négociation de nature à ne pas perturber le bon ordre du marché. Également, l'article poursuit en énonçant que les plateformes de négociation doivent limiter la proportion des ordres non exécutés par rapport aux transactions susceptibles d'être introduites dans le système par un participant, en application de l'*order-to-trade ratio* (OTR).

Enfin, une particularité réglementaire se découvre à la lecture de l'article 48§10 de la directive MIF 2, lequel prévoit que la plateforme de négociation doit être en mesure d'identifier les ordres générés par algorithme au moyen d'un marquage individualisé effectué par le participant de marché. Ce marquage permet d'assurer une surveillance efficace des marchés financiers et facilite la reconstitution par le régulateur des stratégies mises en œuvre par les acteurs ayant recours au trading haute fréquence, lesquels sont identifiés comme étant les initiateurs des ordres passés selon le considérant 67 de la directive MIF 2.

Quand bien même le droit américain semble ne pas connaître d'obligation de marquage propre au trading haute fréquence, il recèle une spécificité réglementaire qui lui est propre, à savoir, l'interdiction des *stub quotes*.

### 4. L'interdiction américaine des *stub quotes*

Une particularité du droit américain réside dans le fait qu'il formule une interdiction des *stub quotes* à la charge des plateformes de négociation. Ce vocable<sup>213</sup> désigne la pratique

---

<sup>213</sup> Op. cit. SEC. *Finding regarding the market events of May 6, 2010 : Report of the staffs of the CFTC and SEC to the joint advisory committee on emerging regulatory issues*. Page 8.

consistant à placer un ordre d'achat ou de vente d'un titre à un prix si éloigné de celui fixé par le marché<sup>214</sup> qu'aucun investisseur raisonnable n'est enclin à conclure une telle transaction. Ces ordres sont utilisés par les teneur de marchés afin de se conformer de manière non-engageante à l'obligation qui leur est faite de maintenir une cotation bidirectionnelle continue en vue de fournir une liquidité régulière au marché, à défaut d'une obligation de tenue de marché en continu à l'instar du droit européen.

Or, la survenance du *Flash Crash* du 6 mai 2010 a mis en exergue les limites d'une telle pratique puisque la perte soudaine de liquidité en raison du retrait des teneurs de marché ayant recours au trading haute fréquence a conduit à l'exécution, subie de ces *stub quotes*<sup>215</sup>. Dès lors, la SEC est venue poser une interdiction des *stub quotes* en novembre 2010<sup>216</sup>, obligeant les teneurs de marché à afficher une cotation se situant à l'intérieur d'une fourchette prédéfinie autour du NBBO<sup>217</sup>, évitant ainsi l'exécution de transactions à des prix irrationnels selon l'ancienne présidente de la SEC Mary Shapiro<sup>218</sup>.

Si les prestataires de services d'investissement et les plateformes de négociation sont soumis à des exigences particulières afin de préserver la stabilité des marchés financiers, ils sont également tenus au respect de règles organisationnelles visant à assurer la transparence de ces derniers.

## Section 2 : Des règles organisationnelles visant à assurer la transparence des marchés financiers

Le respect des règles organisationnelles visant à assurer la transparence des marchés financiers s'appliquent tant aux entreprises d'investissement (A), qu'aux plateformes de négociation (B).

### A. Les obligations applicables aux entreprises d'investissement

Dans le cadre du respect des règles organisationnelles incombant aux entreprises d'investissement, ces dernières sont tenues à une obligation de *reporting* et de traçabilité des

---

<sup>214</sup> “[...] which are quotes generated by market makers at levels far away from the current market [...]”.

<sup>215</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 60.

<sup>216</sup> SEC. *SEC Approves New Rules Prohibiting Market Maker Stub Quotes*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-216.htm> (Consulté le 7 janvier 2025).

<sup>217</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>218</sup> Loc. cit. SEC. *SEC Approves New Rules Prohibiting Market Maker Stub Quotes*.

transactions (1), doivent encadrer l'accès direct aux marchés (2), ainsi que prévoir une réglementation du *payment for order flow* (3).

### 1. L'obligation de *reporting* et de traçabilité des transactions

La surveillance des marchés financiers par le régulateur est mise à mal du fait du développement du trading haute fréquence dans la mesure où l'informatisation des ordres contribue à l'anonymisation des acteurs opérant sur ces marchés<sup>219</sup>. Dès lors, l'instauration d'une obligation de *reporting* à la charge de ces acteurs, assurant de ce fait une traçabilité des transactions, semble devoir s'imposer. À cet effet, l'article 17§2 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-5 du CMF, prévoit que le prestataire de services d'investissement ayant recours à une technologie de trading haute fréquence est tenu de le notifier à l'autorité nationale compétente, permettant ainsi une meilleure identification de ces acteurs par le régulateur<sup>220</sup>.

L'article 17§2 de la directive MIF 2 poursuit en exigeant que le prestataire doit documenter la nature de sa stratégie de négociation et fournir des informations précises relatives à ses paramètres. Cette obligation vise à permettre une transmission journalière ou *ad hoc* de la stratégie de trading algorithmique employée par le prestataire<sup>221</sup>. Ces données sont ensuite exploitées par le système informatique de surveillance de l'AMF, visant ainsi à générer des alertes en cas d'anomalies constatées. À noter, ce système de surveillance a fait l'objet d'une modernisation notable en 2018 grâce à l'exploitation du programme ICY, permettant ainsi d'analyser un volume croissant de données du fait de l'utilisation d'algorithmes de *machine learning*<sup>222</sup>. Également, si le régulateur estime être insuffisamment informé, il peut requérir des informations complémentaires sur la stratégie de négociation employée, imposant ainsi à la charge du prestataire une véritable obligation de transparence<sup>223</sup>.

Toujours selon l'article 17§2 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-7 du CMF, le prestataire de services d'investissement ayant recours à une technologie de trading haute fréquence doit tenir un registre précis et chronologique faisant mention de tous les ordres générés, qu'ils aient été annulés ou exécutés, et le met à disposition du régulateur à sa demande.

---

<sup>219</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 551.

<sup>220</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>221</sup> Op. cit. ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. Page 37.

<sup>222</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>223</sup> Loc. cit. BONNEAU. PAILLER. *Droit financier*.

Une telle exigence permet d'associer un ordre généré à un algorithme, facilitant ainsi la mise en jeu de la responsabilité du prestataire en cas de manquement professionnel<sup>224</sup>.

Enfin, il convient de mentionner que la directive MIF 2 et le règlement MIFIR<sup>225</sup> ébauchent un cadre réglementaire relatif aux *consolidated tape providers* (CTP), lesquels visent à consolider des rapports de négociation, recueillis auprès des plateformes de négociation, afin de rendre public les prix et les volumes des transactions selon l'article 59 de la directive MIF 2. Si ces systèmes consolidés de publication s'inscrivent dans la perspective d'amélioration de la transparence post-négociation<sup>226</sup>, une révision de leur régime par la directive 2024/790/UE<sup>227</sup> et le règlement n°2024/791 du 28 février 2024<sup>228</sup> s'est avérée nécessaire afin de garantir leur pleine effectivité. L'objectif affiché est donc de mettre en place un carnet d'ordres européen consolidé en vue de réduire la disparité entre les acteurs dans l'accès à l'information<sup>229</sup>.

Cette préoccupation est également partagée par le régulateur américain, lequel a adopté plusieurs initiatives réglementaires à la suite du *Flash Crash* du 6 mai 2010 dans la mesure où cet événement a mis en exergue l'importance de l'identification et de la surveillance des acteurs de marché ayant recours aux technologies algorithmiques. Tout d'abord, la SEC a mis en place le *Large Trader Reporting System* par l'adoption de la règle 13h-1 du *Securities Exchange Act*<sup>230</sup> en juillet 2011<sup>231</sup>. Outre une obligation d'enregistrement, ce système instaure une obligation de *reporting* à la charge des *broker-dealers* en vue de permettre la reconstitution des transactions réalisées à la suite d'une période de volatilité inhabituelle. En effet, un numéro d'identification unique est attribué à l'acteur de taille significative s'étant préalablement enregistré auprès le SEC, entraînant ainsi une triple obligation pour son *broker-dealer*<sup>232</sup>. À ce titre, l'intermédiaire est tenu (i) d'une obligation de tenue de registre (*recordkeeping*) consistant à conserver toutes les données relatives aux transactions effectuées, (ii) d'une obligation de déclaration (*reporting*) visant à transmettre au régulateur les données demandées le lendemain transaction et (iii) d'une obligation de surveillance (*monitoring*) afin de surveiller le respect,

---

<sup>224</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>225</sup> Règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIFIR).

<sup>226</sup> SUBIGER, Pierre. *MIF 2 : les changements apportés par la révision de la directive et du règlement sur les marchés d'instruments financiers*. Bull. Joly Bourse. Juillet 2024. N°4. Page 15.

<sup>227</sup> Directive 2024/790/UE du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers.

<sup>228</sup> Règlement n°2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement n°600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

<sup>229</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

<sup>230</sup> 17 C.F.R. §240.13h-1.

<sup>231</sup> Op. cit. Federal Register. *Large Trader Reporting*.

<sup>232</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

par son client, des exigences qui lui incombent. Si d'aucuns mettaient en garde à contre une disparité compétitive au détriment des marchés financiers américains, l'adoption par le législateur européen d'une obligation de *reporting* similaire a conduit à un alignement des réglementations en matière de surveillances des acteurs du trading haute fréquence.

Ensuite, ce système de *reporting* a été complété par l'adoption du *Consolidated Audit Trail* (CAT) en juillet 2012<sup>233</sup>. En effet, la règle 613 du *Securities Exchange Act*<sup>234</sup> vise à mettre en place un système de suivi garantissant un enregistrement centralisé de toutes les transactions intervenant sur les marchés financiers américains, et ce dans le but de faciliter la surveillance et l'analyse par le régulateur des activités des participants du marché en temps réel<sup>235</sup>. Cette base de données consolidée permet à la SEC de disposer d'une « photographie de haute vitesse »<sup>236</sup> de l'intégralité du cycle de vie des ordres, de leur émission jusqu'à leur annulation, modification ou exécution<sup>237</sup>. Dès lors, le système de centralisation des données financières européen ne semble pas être l'exact équivalent du CAT dans la mesure où le premier est axé uniquement sur la publication des prix et le volume des transactions, alors que le second instaure un suivi de la traçabilité des ordres afin d'assurer une surveillance détaillée des transactions. Si le CAT garantit une meilleure résilience des marchés financiers américains<sup>238</sup>, il n'est pourtant pas exempt de critiques. D'une part, le mode de financement de ce système repose sur un partage proportionnel des coûts entre les acteurs de marché en fonction de leur volume de transaction, en application de l'*Executed Share Model* adopté en septembre 2023<sup>239</sup>. En d'autres termes, ce partage revient à faire peser la charge financière en partie sur les acteurs ayant recours au trading haute fréquence, lequel représente un volume important des transactions, pourtant quasi-systématiquement annulées. À ce titre, une action en justice a été introduite en octobre 2023 par Citadel Securities, un acteur important du trading haute fréquence, afin de contester la constitutionnalité du CAT<sup>240</sup>, lequel a été qualifié de « régime

---

<sup>233</sup> Federal Register. *Consolidated Audit Trail*. 2012-17918 (77 FR 45722). 2012. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2012/08/01/2012-17918/consolidated-audit-trail> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>234</sup> 17 C.F.R. §240.613.

<sup>235</sup> Loc. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*.

<sup>236</sup> Op. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Page 175.

<sup>237</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>238</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>239</sup> Securities and Exchange Commission. *SEC Approves Funding Amendment to National Market System Plan Governing the Consolidated Audit Trail*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-169> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>240</sup> "Citadel Trade Group Sue SEC Over Data-Reporting Cost". *Bloomberg*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-17/citadel-securities-trade-group-sue-sec-over-data-reporting-cost> (consulté le 9 février 2025).

de surveillance orwellien » par l'ancien procureur général des États-Unis William P. Barr<sup>241</sup>. D'autre part, le maintien du *Large Trader Reporting System* malgré l'adoption du CAT conduirait à un chevauchement des obligations de *reporting* à la charge des *broker-dealers*, accentuant ainsi la fragmentation de la réglementation américaine. Pourtant, la SEC considère le *Large Trader Reporting System* ne concerne que les acteurs de taille significative, les données recueillies venant ainsi alimenter le CAT sans pouvoir s'y substituer.

Enfin, l'effort du régulateur américain s'est poursuivi par l'adoption du *Market Information Data Analytics System* (MIDAS) en 2013<sup>242</sup>. En effet, ce programme permet d'analyser en temps réel les transactions réalisées par les acteurs ayant recours au trading haute fréquence<sup>243</sup>, renforçant ainsi la résilience des marchés financiers. Pourtant, d'aucuns reprochent à la SEC une certaine impartialité puisque cette dernière a fait l'acquisition de MIDAS auprès de la firme Tradework, opérant elle-même dans le secteur du trading haute fréquence<sup>244</sup>. Néanmoins, il ne s'agit que d'un aveu de faiblesse de la part du régulateur américain, lequel admet ne disposer que d'une technologie rudimentaire selon Nathaniel Popper<sup>245</sup>.

Ainsi, si la traçabilité des transactions effectuées par les acteurs du trading haute fréquence constitue une préoccupation commune au régulateur européen et américain, il en est de même de l'encadrement de l'accès direct au marché.

## 2. L'encadrement de l'accès direct aux marchés

Si l'accès d'un investisseur aux marchés financiers s'opère traditionnellement par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement, le développement des procédés de négociation algorithmique marque l'essor du *direct electronic access* (DEA)<sup>246</sup>.

---

<sup>241</sup> “The Securities and Exchange Commission is watching you”. The Wall Street Journal. 2024. Disponible sur Internet : [https://www.wsj.com/articles/the-securities-and-exchange-commission-is-watching-you-surveillance-4e782f82?mod=opinion\\_lead\\_pos7](https://www.wsj.com/articles/the-securities-and-exchange-commission-is-watching-you-surveillance-4e782f82?mod=opinion_lead_pos7) (consulté le 9 février 2025).

<sup>242</sup> SEC. *MIDAS: Market Information Data Analytics System*. 2013. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/securities-topics/market-structure-analytics/midas-market-information-data-analytics-system> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>243</sup> Loc. cit. VILMORIN. BERDOU. *Éléments comparatifs et perspectives européennes et américaines*.

<sup>244</sup> “To regulate rapid traders, SEC turns to one of them”. The New York Times. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.nytimes.com/2012/10/08/business/sec-regulators-turn-to-high-speed-trading-firm.html> (consulté le 9 février 2025).

<sup>245</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>246</sup> COURET, Alain. LE NABASQUE, Hervé. *Droit financier*. Précis. Dalloz. 2019. Page 39.

L'article 4§1 (41) de la directive MIF 2, repris par l'article L. 420-1 du CMF, définit l'accès électronique direct comme le mécanisme par lequel un investisseur « utilisateur » transmet électroniquement et directement à une plateforme de négociation des ordres relatifs à un instrument financier en utilisant le code de négociation d'un prestataire de services d'investissement, lequel est membre de ladite plateforme. L'article poursuit en précisant que l'accès électronique direct comprend le *direct market access* (DMA), lequel consiste en un accès direct au marché de l'investisseur par recours à l'infrastructure du prestataire, et le *sponsored access*, lequel consiste en un accès parrainé sans utilisation de l'infrastructure du prestataire. La transaction est réalisée sous le numéro d'identification du prestataire de services d'investissement, limitant donc la capacité d'identification de l'investisseur par le régulateur<sup>247</sup>.

Par conséquent, le considérant 66 de la directive MIF 2 estime qu'il convient d'interdire aux prestataires de services d'investissement de fournir un accès électronique direct à leurs clients lorsque cet accès n'est pas soumis à des systèmes et contrôles adéquats. Ainsi, l'article 17§5 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 533-10-8 du CMF, pose plusieurs obligations à la charge des prestataires de services d'investissement fournissant un accès électronique direct à une plateforme de négociation. En effet, ces prestataires doivent (i) mettre en place des systèmes efficaces pour évaluer les investisseurs « utilisateurs » du service, limiter leurs seuils de négociation, surveiller leurs opérations et prévenir tout risque de perturbation du marché, (ii) s'assurer que ces utilisateurs respectent les exigences réglementaires, (iii) surveiller les transactions afin de détecter toute violation de ces exigences, (iv) conclure un contrat écrit avec ces investisseurs, (v) le notifier à l'Autorité des marchés financiers, (vi) fournir régulièrement au régulateur une description des systèmes et contrôles mis en place et (vii) conserver un enregistrement des activités concernées. L'article mentionne enfin que les prestataires de services d'investissement fournissant un accès électronique direct à une plateforme de négociation demeurent responsables des transactions réalisées par leurs clients<sup>248</sup>. À noter, ces exigences sont également applicables aux plateformes de négociation autorisant un accès électronique direct selon l'article 48§7 de la directive MIF 2.

De manière similaire, les marchés financiers américains n'ignorent pas le phénomène d'accès électronique direct puisqu'ils ont été confrontés à l'émergence d'une forme spécifique de *sponsored access*<sup>249</sup>. Si ce dernier permet à un investisseur d'opérer sur des plateformes de

---

<sup>247</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>248</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>249</sup> Loc. cit. VILMORIN. BERDOU. *Éléments comparatifs et perspectives européennes et américaines*.

négociation en utilisant l'identifiant de leur *broker-dealer* tout en ayant employant ses propres algorithmes, la pratique du *naked access*, également appelé *unfiltered sponsored access*, consiste à éviter les contrôles de gestion des risques normalement applicables<sup>250</sup>. De ce fait, le temps de latence s'en trouve considérablement réduit, à la satisfaction des acteurs ayant recours au trading haute fréquence<sup>251</sup>.

L'implication du *naked access* dans la survenance du *Flash Crash* du 6 mai 2010 a été questionnée, dans la mesure où ce dernier revient à « [...] donner les clefs de sa voiture à un ami qui n'a pas de permis et le laisser conduire sans surveillance » selon l'ancienne présidente de la SEC Mary Shapiro<sup>252</sup>. Par conséquent, la règle 15c3-5 du *Securities Exchange Act*<sup>253</sup> a été adoptée en novembre 2010 afin d'interdire la pratique du *naked access* en vue d'atténuer le risque systémique sur les marchés financiers américains<sup>254</sup>. Désormais, les *broker-dealers* sont tenus de mettre en place des contrôles de gestion des risques avant fournir à leurs clients un accès au marché et demeurent responsables des transactions réalisées sous leur identifiant<sup>255</sup>.

Si les réglementations européenne et américaine paraissent alignées en matière d'encadrement de l'accès direct au marché, elles divergent concernant la réglementation du *payment for order flow*.

### 3. La réglementation du *payment for order flow*

Dans le prolongement de la directive MIF 1, l'article 27§1 de la directive MIF 2 établit une obligation de meilleure exécution des ordres à la charge des prestataires de services d'investissement<sup>256</sup>. En effet, ces derniers doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients lors de l'exécution des ordres, visant à garantir que les ordres sont exécutés dans des conditions optimales, en tenant compte des meilleures opportunités disponibles sur le marché<sup>257</sup>.

---

<sup>250</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>251</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>252</sup> SEC. *SEC Adopts New Rule Preventing Unfiltered Market Access*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-210.htm>

<sup>253</sup> 17 C.F.R. §240.15c3-5.

<sup>254</sup> Loc. cit. SEC. *SEC Adopts New Rule Preventing Unfiltered Market Access*.

<sup>255</sup> Federal Register. *Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access*. 2010-28303 (75 FR 69792). 2010. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2010/11/15/2010-28303/risk-management-controls-for-brokers-or-dealers-with-market-access> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>256</sup> Op. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*. Page 39.

<sup>257</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

Pourtant, la pratique du *payment for order flow* (PFOF), laquelle consiste, pour une plateforme de négociation, à verser une rémunération à un prestataire de services d'investissement afin de l'inciter à acheminer des ordres, tend à générer une situation de conflit d'intérêts entre le prestataire et son client<sup>258</sup>. À titre d'exemple, le modèle *maker-taker rebate* est celui par lequel une plateforme de négociation impose des frais (*fees*) au prestataire ayant un besoin de liquidité (*taker*) et permet à celui en apportant (*maker*) d'opérer à moindre coût, tout en lui octroyant une remise (*rebate*), laquelle est financée par les frais d'accès payés par le *taker*<sup>259</sup>. Ce modèle est ainsi particulièrement profitable aux acteurs ayant recours au trading haute fréquence dans la mesure où ces derniers sont des apporteurs significatifs de liquidité. Si cette pratique est particulièrement bénéfique pour les acteurs du trading haute fréquence, lesquels sont des apporteurs significatifs de liquidité, elle risque de nuire à leur obligation de meilleure exécution, en raison de l'influence exercée sur le choix de la plateforme vers laquelle les ordres sont acheminés. Par conséquent, le règlement n°2024/791 du 28 février 2024 est venu modifier le règlement MIFIR, lequel pose désormais à son article 39 bis un principe d'interdiction du *payment for order flow*<sup>260</sup>.

À l'inverse, le législateur américain n'a pas érigé d'obligation de meilleure exécution mais a codifié le *National Best Bid and Offer* (NBBO) afin de garantir aux investisseurs l'exécution de leurs ordres au meilleur prix disponible<sup>261</sup>. Si la problématique de conflit d'intérêts entre les *broker-dealers* et leurs clients résultant de la pratique du *payment for order flow* se rencontre également en droit américain, cette dernière n'est pas pour autant interdite. En effet, elle ne fait l'objet que d'un encadrement en vertu des règles 605 et 606 de la *Reg NMS*<sup>262</sup>, lesquelles disposent que les *broker-dealers* sont tenus de divulguer des informations sur le routage des ordres de leurs clients et sur le fait de savoir s'ils ont reçu des paiements pour l'acheminement de ces ordres. Bien que la SEC ait tenté d'instaurer en mars 2018 un programme pilote visant à supprimer l'incitation financière résultant du modèle *maker-taker rebate*<sup>263</sup>, le régulateur américain n'a pas été en mesure de mener cette initiative réglementaire à son terme, laquelle a été abandonnée en juin 2020<sup>264</sup>.

---

<sup>258</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>259</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*.

<sup>260</sup> Loc. cit. SUBIGER. *MIF 2 : les changements apportés par la révision de la directive et du règlement sur les marchés d'instruments financiers*.

<sup>261</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>262</sup> 17 C.F.R. §242.605 et 17 C.F.R. §242.606.

<sup>263</sup> SEC. SEC Adopts Transaction Fee Pilot for NMS Stocks. 2018. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-298> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>264</sup> Loc. cit. SANDERS. *High-Frequency Traders : How the SEC Can Tighten Regulation While Maintaining the Benefits of a Competitive Market*.

Si les prestataires de services d'investissement sont soumis à des exigences particulières afin de préserver la transparence des marchés financiers, il en est de même des plateformes de négociation.

## B. Les obligations applicables aux plateformes de négociation

Dans le cadre du respect des règles organisationnelles incombant aux plateformes de négociation, ces dernières doivent prévoir un encadrement du pas de cotation (1), mettre en place une réglementation de la colocalisation (2) et fixer des règles de tarification (3). À noter, il existe une particularité dans la réglementation américaine, laquelle consiste en une interdiction des *flash orders* (4). Enfin, l'introduction progressive de dispositifs de ralentissement des ordres semble devoir être abordée (5).

### 1. L'encadrement du pas de cotation

L'émergence du trading haute fréquence a conduit à une pression concurrentielle exacerbée sur les marchés financiers<sup>265</sup>. En effet, la réduction drastique du *tick size*, lequel constitue l'écart minimal autorisé entre le cours d'achat et de vente<sup>266</sup>, a favorisé certaines opportunités d'arbitrage, attirant ainsi les flux du trading haute fréquence<sup>267</sup>. Toutefois, un pas de cotation trop réduit décourage les investisseurs de publier un ordre dans la mesure où un autre participant pourrait systématiquement obtenir la priorité dans l'exécution de la transaction en affichant un ordre légèrement plus avantageux pour un écart monétairement négligeable. À ce titre, l'article 49 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 420-8 du CMF, a instauré, à la charge des plateformes de négociation, un régime harmonisé des pas de cotation<sup>268</sup>, lequel est déterminé selon la liquidité et la fourchette de cotation de l'instrument financier en question<sup>269</sup>. Par conséquent, la mise en place d'un pas de cotation minimal a contribué à réduire le repositionnement des ordres par les acteurs de marché en fonction des fluctuations de l'écart de cotation, désormais plus stable<sup>270</sup>.

---

<sup>265</sup> Loc. cit. EMMANUELLI. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies.*

<sup>266</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence.*

<sup>267</sup> Loc. cit. GIVRY. *La régulation du trading haute fréquence.*

<sup>268</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier.* Page 806.

<sup>269</sup> Loc. cit. VILMORIN. BERDOU. *Éléments comparatifs et perspectives européennes et américaines.*

<sup>270</sup> Op. cit. ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading.* Page 80.

Quant à lui, le législateur américain encadre le pas de cotation par la règle 612 de la *Reg NMS (Sub-Penny rule)*<sup>271</sup>, laquelle constitue l'une des composantes de la *Reg NMS*. Cette règle de tarification, laquelle établit un pas de cotation minimal à 0,01 dollar pour une action dont le prix est supérieur à un dollar, vise à éviter une fragmentation excessive des prix<sup>272</sup>.

Pourtant, si l'augmentation du pas de cotation contribue à l'amélioration du processus de formation des prix, elle pourrait également conduire à une augmentation artificielle du *spread* entre l'offre et la demande, engendrant ainsi des coûts de transaction plus élevés<sup>273</sup>. Ainsi, la *Sub-Penny rule* a été modifiée en septembre 2024 par un amendement visant réduire le *tick size* à 0,005 dollar pour une action dont le prix est supérieur à un dollar<sup>274</sup>, et ce afin de favoriser la compétitivité des acteurs sur les marchés financiers américains.

Si l'encadrement du pas de cotation diffère en droit européen et américain, il en est de même en matière de réglementation de la colocalisation.

## 2. La réglementation de la colocalisation

La vitesse d'exécution est un facteur primordial dans le succès du trading haute fréquence, lequel repose notamment sur la capacité d'optimisation du temps de latence<sup>275</sup>. Puisqu'un gain de quelques millisecondes permet de réaliser des gains considérables, la colocalisation offre un avantage concurrentiel significatif aux acteurs du trading haute fréquence<sup>276</sup>. En effet, cette pratique permet à une plateforme de négociation d'offrir à ses membres la possibilité de louer des espaces jouxtant ses propres serveurs, et ce afin de minimiser le délai de transmission des données de marché<sup>277</sup>.

À ce titre, l'article 48§8 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 420-5 du CMF, exige des plateformes de négociation qu'elles mettent en place, dans le cadre de leur pouvoir gestionnaire, des règles relatives à la colocalisation qui soient transparentes, équitables et non

---

<sup>271</sup> 17 C.F.R. §242.612.

<sup>272</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 11.

<sup>273</sup> SEC. *SEC Adopts Rules to Amend Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and to Enhance the Transparency of Better Priced Orders*. 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-137> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>274</sup> Federal Register. *Regulation NMS : Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders*. 2024-21867 (89 FR 81620). 2024. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2024/10/08/2024-21867/regulation-nms-minimum-pricing-increments-access-fees-and-transparency-of-better-priced-orders> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>275</sup> Loc. cit. THOUILLEZ. *Processus d'automatisation des marchés financiers*.

<sup>276</sup> Op. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*. Page 40.

<sup>277</sup> Loc. cit. LENGLET. *Les conséquences inattendues de la régulation financière : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?*

discriminatoires, et ce en vue d'assurer des conditions de concurrence équitables entre les systèmes<sup>278</sup>.

Si le droit américain n'ignore pas l'influence de la *colocation* (*proximity hosting services*) sur la structure des marchés financiers, il ne pose pas de réglementation formelle de cette pratique<sup>279</sup>. En effet, la CFTC a proposé en juin 2010 l'adoption d'une règle visant à garantir un accès équitable des acteurs de marché aux services de *colocation* dispensés par les plateformes de négociation<sup>280</sup>. Ces dernières devraient établir des tarifs uniformes applicables à l'ensemble de ses membres et toute tarification préférentielle pour certains participants, dont les acteurs du trading haute fréquence, serait exclue<sup>281</sup>. À noter, cette proposition n'a pas été formellement adoptée.

Néanmoins, le défaut de réglementation de la colocation par le régulateur américain est pallié par la fixation de règles de tarification.

### 3. La fixation des règles de tarification

Si la transparence des marchés financiers repose sur la réglementation du *payment for order flow* perçu par les prestataires de services d'investissement, elle implique également l'encadrement des règles de tarification appliquées par les plateformes de négociation. En effet, les dérives du trading haute fréquence se sont manifestées par une surcharge du système en raison de l'annulation quasi-systématique des ordres émis<sup>282</sup>.

À ce titre, le considérant 65 et l'article 48§9 de la directive MIF 2, repris par l'article L. 420-6 du CMF, exigent que les plateformes de négociation, dans le cadre de leur pouvoir gestionnaire, (i) mettent en place des structures tarifaires transparentes, équitables et non discriminatoires en vue de ne pas inciter à des perturbations de marché et (ii) appliquent des frais plus élevés aux ordres annulés, aux prestataires soumettant une proportion élevée d'ordres annulés par rapport aux ordres exécutés et à ceux qui recourent au trading haute fréquence.

---

<sup>278</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 801.

<sup>279</sup> Loc. cit. SANDERS. *High-Frequency Traders : How the SEC Can Tighten Regulation While Maintaining the Benefits of a Competitive Market*.

<sup>280</sup> CFTC. *CFTC Proposes Rulemaking Regarding Co-location/Proximity Hosting Services*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/5832-10> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>281</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>282</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

De la même manière, le législateur américain encadre les frais de tarification pratiqués par les plateformes de négociation par la règle 610 de la *Reg NMS (Access rule)*<sup>283</sup>, laquelle vise à promouvoir un accès équitable et non discriminatoire à ces plateformes par une limitation des frais d'accès. Dans le cadre du modèle *maker-taker rebate*, le plafond des frais d'accès est ainsi fixé à 0, 30 dollar pour 100 actions dont le prix unitaire dépasse un dollar<sup>284</sup>.

Toutefois, le régulateur américain est venu réduire ce plafond applicable aux frais d'accès à 0, 10 dollar par un amendement en septembre 2024, visant à réduire les coûts de transaction pour les participants du marché, notamment ceux ayant recours au trading haute fréquence<sup>285</sup>.

Si le législateur américain se distingue par sa réglementation des frais de tarification, il se démarque également par son interdiction des *flash orders*.

#### 4. L'interdiction américaine des *flash orders*

Dans la perspective de renforcer la transparence des marchés financiers, le droit américain contient une spécificité réglementaire concernant l'interdiction des *flash orders*. En effet, la règle 611 de la *Reg NMS (Trade-Through rule)*<sup>286</sup> impose aux plateformes de négociation l'obligation de rediriger les ordres entrants vers d'autres plateformes si elles ne parviennent pas à les exécuter NBBO, garantissant ainsi que les ordres soient traités au meilleur prix disponible sur le marché<sup>287</sup>. Également, la règle 602 de la *Reg NMS*<sup>288</sup> oblige les plateformes de négociation à afficher publiquement la meilleure offre d'achat et de vente pour chaque titre ; ces informations devant être intégrées aux flux de données de cotation consolidées et être accessibles à tous les participants du marché, assurant ainsi la transparence des prix<sup>289</sup>.

Or, les *flash orders* constituent une exception à la règle 602 de la *Reg NMS* puisque ces ordres sont exécutés immédiatement après leur transmission ou annulés s'ils ne sont pas

---

<sup>283</sup> 17 C.F.R. §242.610.

<sup>284</sup> Federal Register. *Regulation NMS*. 05-11802 (70 FR 37496). 2005. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2005/06/29/05-11802/regulation-nms> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>285</sup> SEC. *SEC Adopts Rules to Amend Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and to Enhance the Transparency of Better Priced Orders*. 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-137> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>286</sup> 17 C.F.R. §242.611.

<sup>287</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>288</sup> 17 C.F.R. §242.602.

<sup>289</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

exécutés dans un certain délai, qualifiés de « cotations éphémères »<sup>290</sup>. Ainsi, dans le cas où un ordre ne peut pas être exécuté au NBBO, la plateforme de négociation a recours au *flash trading*. Cette pratique consiste à « flasher » l'ordre à un groupe de participants utilisant des technologies algorithmiques à basse latence, à l'instar des acteurs du trading haute fréquence, lesquels disposent d'un accès exclusif à l'ordre pendant une fraction de seconde avant qu'il ne soit rendu public<sup>291</sup>.

Ainsi, le régulateur américain a proposé une interdiction des *flash orders* en septembre 2009<sup>292</sup> dans la mesure où cette pratique contribue à l'émergence d'un « marché à deux vitesses » selon l'ancienne présidente de la SEC Mary Shapiro<sup>293</sup>. Malgré la survenance du *Flash Crash* du 6 mai 2010, la proposition de prohibition des *flash orders* n'a pas été formellement adoptée<sup>294</sup>. Toutefois, la plupart des plateformes de négociation américaines ont renoncé à mettre en œuvre une telle pratique<sup>295</sup>.

À ce jour, il ne semble pas qu'une telle initiative ait été reprise en droit européen. Pourtant, une interdiction formelle des *flash orders*, aussi bien par le législateur européen qu'américain, pourrait être envisagée afin d'assurer un accès équitable à l'information.

Néanmoins, l'introduction progressive de dispositifs de ralentissement des ordres par le régulateur européen et américain pourrait contribuer à un tel objectif de transparence des marchés financiers.

##### 5. L'introduction progressive de dispositifs de ralentissement des orders

Si le recours au *flash orders* par les participants du marché tend à constituer une entrave à l'accès équitable à l'information, la question se pose dans les mêmes termes concernant l'usage des *data feeds*. En effet, ces derniers sont des flux de données en temps réel provenant des carnets d'ordres des plateformes de négociation, auxquels les participants peuvent souscrire en vue d'une exploitation automatisée des informations de marché<sup>296</sup>.

---

<sup>290</sup> SEC. *Banning Marketable Flash Orders Open Meeting of the Securities and Exchange Commission*. 2009. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201-factsheet.htm> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>291</sup> Loc. cit. GOMBER. *High-Frequency Trading*.

<sup>292</sup> Federal Register. *Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS (proposed rule)*. E9-22911 (74 FR 48632). 2009. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2009/09/23/E9-22911/elimination-of-flash-order-exception-from-rule-602-of-regulation-nms> (consulté le 7 janvier 2025).

<sup>293</sup> Loc. cit. SEC. *Banning Marketable Flash Orders Open Meeting of the Securities and Exchange Commission*.

<sup>294</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>295</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>296</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

Les plateformes de négociation européennes, étant tenues à l'adoption de règles visant à garantir une négociation équitable et ordonnée en vertu de l'article 47§1 de la directive MIF 2, introduisent progressivement des dispositifs de ralentissement des ordres, au moyen de la mise en place de *speedbumps*<sup>297</sup>. Ces derniers sont des mécanismes visant à retarder brièvement le traitement des ordres émis par les acteurs du trading haute fréquence ; en introduisant un court délai, ils assurent des conditions de négociation égales pour tous les participants<sup>298</sup>. À l'instar des plateformes de négociation européennes, les plateformes américaines envisagent également la mise en place d'*order delay* en vue d'augmenter faiblement le temps de latence, afin de soumettre l'ensemble des acteurs de marché à un délai minimal d'exécution des ordres<sup>299</sup>.

Si l'encadrement du trading haute fréquence semble être satisfaisant au regard de ses aspects « réglementaires », il convient d'envisager ses aspects répressifs en cas de manquement aux règles organisationnelles afin de juger de l'effectivité de ce cadre réglementaire.

## **Chapitre 2 : Les aspects répressifs du trading haute fréquence**

En tant qu'activité de marché aujourd'hui généralisée, l'exercice du trading haute fréquence est soumis à des exigences organisationnelles strictes, dont le non-respect expose les professionnels régulés au pouvoir de sanction de l'AMF. En effet, l'article L. 621-15 II du CMF dispose que l'AMF est compétente pour sanctionner les acteurs régulés au titre d'un manquement à leurs obligations professionnelles dès lors que ce manquement est commis sur le territoire français. Également, l'article L. 621-15 III du CMF énonce deux types de sanctions pouvant être prononcées par l'AMF en cas de manquement professionnel. D'une part, la Commission des sanctions peut prononcer des sanctions non-pécuniaires, lesquelles s'illustrent par un avertissement, un blâme ou encore une interdiction à titre temporaire ou définitif d'exercer les services fournis. D'autre part, des sanctions pécuniaires peuvent s'y ajouter, lesquelles ne peuvent aller au-delà de 15 millions d'euros pour une personne physique ou de 100 millions d'euros pour une personne morale, ou de dix fois le montant de l'avantage retiré du manquement professionnel.

---

<sup>297</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*.

<sup>298</sup> Op. cit. ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. Page 96.

<sup>299</sup> ORIOL, Nathalie. LADLEY, Daniel. VERYZHENKO, Iryna. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*. University of Leicester School of Business. November 29, 2024.

À titre d'illustration, il convient d'évoquer l'affaire *Virtu* du 4 décembre 2015<sup>300</sup> par laquelle l'AMF a sanctionné Euronext Paris à hauteur de cinq millions d'euros pour manquement à son obligation professionnelle d'exercer ses activités avec neutralité et impartialité, dans le respect de l'intégrité du marché, en application de l'article L. 421-11 I 1<sup>o</sup> du CMF<sup>301</sup>. En effet, l'entreprise de marché, agissant en tant que professionnel régulé, a accordé une exemption des pénalités applicables en cas de dépassement du ratio entre le nombre d'ordres passés et le nombre de transactions exécutées pour un même titre sur une même journée<sup>302</sup>. Par conséquent, l'AMF a retenu qu'il s'agissait d'un avantage discrétionnaire, lequel n'a pas été porté à la connaissance des autres acteurs du marché, ne garantissant donc pas une égalité de traitement de ses membres<sup>303</sup>.

La qualification d'un manquement professionnel permet ainsi de sanctionner le défaut de respect des obligations organisationnelles, au rang desquelles figurent, notamment, la surveillance des systèmes algorithmiques et l'existence de contrôles adéquats au titre de l'article 17§1 de la directive MIF 2. Pourtant, le dysfonctionnement d'un algorithme a été qualifié de manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses par la Commission des sanctions à l'occasion de l'affaire *Getco* du 8 juillet 2016<sup>304</sup>. En effet, une erreur de programmation d'un algorithme par une entreprise d'investissement ayant recours au trading haute fréquence a conduit à l'émission d'ordres « scintillants », lesquels entraient en résonance avec eux-mêmes et brouillaient la lecture du carnet d'ordres par les autres participants<sup>305</sup>. La Commission des sanctions a ainsi retenu une manipulation de cours puisque ces ordres « scintillants » étaient susceptibles d'avoir pour effet de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre ou la demande des instruments financiers visés<sup>306</sup>, contrairement aux préconisations de son rapporteur, lequel concluait à un simple manquement professionnel et à l'absence de manipulation de cours en raison du défaut d'atteinte à l'intégrité des marchés

---

<sup>300</sup> Commission des sanctions, 4 décembre 2015, SAN-2015-20, *Virtu Financial Europe Ltd*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%20l%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%20l%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf)

<sup>301</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>302</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 440.

<sup>303</sup> « Euronext et Virtu sévèrement sanctionnés par l'AMF ». Les Échos. 9 décembre 2015. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2015/12/euronext-et-virtu-severement-sanctionnes-par-lamf-263757> (consulté le 12 avril 2025).

<sup>304</sup> Commission des sanctions, 8 juillet 2016, SAN-2016-11, *Getco Europe Ltd*. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-12/getco-anonymisee-publication-site.pdf>

<sup>305</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 992.

<sup>306</sup> BARRIÈRE, François. *L'algorithme fou*. Bull. Joly Bourse. Octobre 2016. N°10. Page 410.

financiers<sup>307</sup>. Un auteur estime à ce titre qu'il « est singulier que l'astuce et la maladresse se trouvent placées sur le même pied, associées au terme de manipulation qui, dans la vérité des mots, ne saurait avoir de portée répressive en renvoyant à la maladresse »<sup>308</sup>.

À l'inverse, le droit américain n'établit pas de dichotomie entre le pouvoir de sanction des manquements professionnels et celui des comportements manipulateurs liés au trading haute fréquence, le régulateur étant compétent de manière générale en cas de violation de toute règle fédérale applicable aux marchés financiers, tel que le *Securities Exchange Act* de 1934<sup>309</sup>. Dès lors, l'étude du pouvoir de sanction du régulateur américain sera abordée dans les développements consacrés à la répression des pratiques manipulateurs.

Ainsi, la régulation du trading haute fréquence en tant qu'activité de marché est essentielle afin d'assurer la stabilité des marchés financiers et la confiance des investisseurs. Pourtant, elle demeure insuffisante à elle seule. Dès lors, la régulation du trading haute fréquence en tant que comportement manipulateur semble devoir s'imposer afin de garantir pleinement l'intégrité des marchés financiers.

---

<sup>307</sup> « Le trader haute fréquence Getco mis en cause par l'AMF ». Les Échos. 6 juin 2016. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2016/06/le-trader-haute-frequence-getco-mis-en-cause-par-lamf-223223> (consulté le 12 avril 2025).

<sup>308</sup> CHACORNAC, Jérôme. *Abus de marché – Manipulation de cours*. Revue de droit bancaire et financier. Septembre-Octobre 2016. N°5. Comm 218.

<sup>309</sup> CONAC, Pierre-Henri. *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*. Bull. Joly Bourse. Février 2005. N°2. Page 99.

## **Partie 2 : La régulation du trading haute fréquence comme comportement manipulateur**

L'impératif d'intégrité des marchés financiers commande d'aborder la régulation du trading haute fréquence comme comportement manipulateur. Il convient ainsi d'envisager la qualification des pratiques manipulateurs (Chapitre 1), avant d'étudier leur répression (Chapitre 2).

### **Chapitre 1 : La qualification des pratiques manipulateurs**

La qualification des pratiques manipulateurs implique d'analyser la mobilisation de l'interdiction de la manipulation de cours (I), la typologie des pratiques manipulateurs caractéristiques du trading haute fréquence (II), ainsi que la mobilisation secondaire de l'*electronic frontrunning* (III).

#### **I. La mobilisation de l'interdiction de la manipulation de cours**

La mobilisation de l'interdiction de la manipulation de cours diffère en droit européen et américain puisque, s'il existe un cadre réglementaire européen substantiel (Section 1), celui américain tend à être davantage rudimentaire (Section 2).

##### **Section 1 : Un cadre réglementaire européen substantiel**

Le trading haute fréquence, abordé sous le prisme du comportement manipulateur, justifie l'existence d'un cadre réglementaire européen substantiel. En effet, cette pratique est « porteuse des germes de manipulation de marché »<sup>310</sup> en ce qu'elle porte atteinte à l'intégrité des marchés financiers et altère le bon fonctionnement de ces derniers<sup>311</sup>. En tant que « déviance du jeu spéculatif »<sup>312</sup>, le trading haute fréquence est dans la ligne de mire du gendarme boursier<sup>313</sup>.

Par conséquent, le législateur européen a adopté le règlement n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marchés (MAR)<sup>314</sup> et la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative

---

<sup>310</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>311</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 986.

<sup>312</sup> Op. cit. COURET. *Droit financier*. Page 1462.

<sup>313</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>314</sup> Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marchés.

aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (MAD)<sup>315</sup>, remplaçant ainsi la directive 2003/06/CE du 28 janvier 2003 relative aux opérations d'initiés et les manipulations de marché (« Abus de marché »)<sup>316</sup>.

Ce nouveau corpus réglementaire témoigne d'une triple extension du domaine de la protection de l'intégrité des marchés financiers<sup>317</sup>. Tout d'abord, le règlement MAR s'applique à l'ensemble des plateformes de négociation, soit tant aux marchés réglementés qu'aux SMN (systèmes multilatéraux de négociation) et OTF (systèmes organisés de négociation), en vertu de l'article 2§1 dudit règlement. Ensuite, les États membres ont dû compléter leur arsenal répressif en se dotant de sanctions pénales selon le considérant 6 de la directive MAD, et ce dans une optique de punition et dissuasion. Enfin, l'article 15 du règlement MAR réprime la tentative de manipulation de marché, sanctionnant ainsi le commencement d'exécution n'ayant pas abouti au résultat trompeur escompté.

En outre, l'adoption du règlement MAR présente l'intérêt, tel que souligné par le considérant 38, d'établir une liste non exhaustive des pratiques manipulatoires, permettant ainsi d'anticiper les constantes évolutions technologiques et d'adapter le cadre répressif à l'émergence de nouvelles formes de manipulation.

Si la répression de la manipulation de cours a longtemps été le « parent pauvre du droit boursier »<sup>318</sup>, tel ne semble plus être le cas au regard de l'arsenal répressif prévu par le règlement MAR. En effet, l'article 12§1 du règlement présente une définition générale de la manipulation de cours, laquelle peut être définie comme le fait d'établir le cours à un niveau différent de celui qui résulte de la rencontre de l'offre et de la demande sur le marché<sup>319</sup>.

L'article établit une distinction entre deux formes de manipulations de cours, laquelle est reprise par l'article L. 465-3-1 du CMF ; la manipulation par entrave à la formation du cours et la manipulation par recours à un procédé fictif ou tromperie<sup>320</sup>. La première consiste à agir sur l'offre, la demande ou le prix pour entraver la fixation du cours selon l'article 12§1 (a),

---

<sup>315</sup> Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

<sup>316</sup> Directive 2003/06/CE du 28 janvier 2003 relative aux opérations d'initiés et les manipulations de marché (« Abus de marché »).

<sup>317</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>318</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>319</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>320</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 1036.

alors que la seconde vise à prendre une position à l'achat ou à la vente et à diffuser un avis sur les instruments concernés de façon à provoquer une évolution du cours selon l'article 12§1 (b).

Le législateur européen a dégagé une méthode originale de caractérisation de la manipulation de cours puisque la définition générale posée à l'article 12§1 est complétée par l'« Annexe 1 » du règlement MAR, lequel prévoit une liste d'indicateurs, et par l'« Annexe 2 » du règlement délégué n°2016/522 du 17 décembre 2015, lequel énonce une liste de pratiques illustrant les indicateurs<sup>321</sup>. La démarche répressive est donc la suivante : lorsque le régulateur suspecte un comportement manipulateur, il confronte d'abord ce comportement à une pratique énoncée par le règlement délégué, puis à un indicateur énoncé par le règlement MAR, avant de recourir à la définition générale posée à l'article 12§1 dudit règlement<sup>322</sup>.

Enfin, le règlement MAR prévoit une forme spéciale de manipulation de cours à l'article 12§2 (c), selon lequel est présumée être une manipulation de cours l'utilisation manipulateur du trading algorithmique, faisant ainsi référence au trading haute fréquence. À noter, cette disposition facilite la mission du régulateur puisqu'il est dispensé de suivre la méthodologie dégagée par le législateur européen quant à la caractérisation du comportement manipulateur<sup>323</sup>.

Ainsi, le cadre réglementaire européen du trading haute fréquence semble contenir les outils juridiques nécessaires pour sanctionner tout comportement manipulateur en ce que son arsenal répressif est substantiel. À l'inverse, le cadre réglementaire américain du trading haute fréquence semble être davantage rudimentaire.

## Section 2 : Un cadre réglementaire américain rudimentaire

Alors que le cadre réglementaire européen du trading haute fréquence repose sur un arsenal répressif substantiel, celui américain semble être davantage rudimentaire. En effet, la régulation américaine du trading haute fréquence comme comportement manipulateur est fondée sur une disposition unique visant à réprimer la manipulation de cours sur les marchés financiers.

---

<sup>321</sup> Règlement délégué n°2016/522 de la Commission du 17 décembre 2015 complétant le Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014.

<sup>322</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 986.

<sup>323</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

De fait, l'article 10(b) du *Securities Exchange Act*<sup>324</sup> établit une disposition générale anti-abus par la règle 10b-5<sup>325</sup>. Cette disposition *catch-all* vise à prohiber tout dispositif manipulateur ou trompeur<sup>326</sup> dans le cadre de l'achat ou de la vente d'un instrument financier donné. Il est ainsi interdit (i) d'employer tout stratagème ou artifice en vue de frauder, (ii) de faire une déclaration fautive concernant un fait matériel ou d'omettre de déclarer un fait matériel, ou (iii) de se livrer à tout acte qui opère ou pourrait opérer comme une fraude ou une tromperie envers tout investisseur, en lien avec l'achat ou la vente d'un instrument financier<sup>327</sup>. Une disposition équivalente s'applique aux marchés de dérivés se trouve par l'article 6(c)(1) du *Commodity Exchange Act*<sup>328</sup>.

À l'inverse du législateur européen qui pose une définition claire de la manipulation de cours en lien avec le trading haute fréquence et établit une liste des pratiques manipulatoires, la règle 10b-5 du *Securities Exchange Act* reste suffisamment souple, présentant ainsi l'intérêt d'appréhender tout comportement manipulateur émergent non codifié par le cadre réglementaire<sup>329</sup>.

Bien que le droit européen repose davantage sur une approche codifiée, là où le droit américain favorise une approche extensive, tous deux connaissent des mêmes pratiques manipulatoires caractéristiques du trading haute fréquence en raison de l'interconnexion des marchés financiers.

## **II. La typologie des pratiques manipulatoires caractéristiques du trading haute fréquence**

La régulation du trading haute fréquence comme comportement manipulateur vise à prévenir l'atteinte à l'intégrité des marchés financiers. À ce titre, il convient d'analyser différentes pratiques caractéristiques, telles que les *ping orders* (Section 1), le *quote stuffing* (Section 2), le *momentum ignition* (Section 3), ainsi que le *spoofing* et *layering* (Section 4).

---

<sup>324</sup> 15 U.S.C. §78j.

<sup>325</sup> 17 C.F.R. §240.10b-5.

<sup>326</sup> "Manipulative and deceptive devices"

<sup>327</sup> "It shall be unlawful for any person (i) to employ any scheme or artifice to defraud, (ii) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact, or (iii) to engage in any act which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person in connection with the purchase or sale of any security."

<sup>328</sup> 7 U.S.C. §9.1.

<sup>329</sup> Loc. cit. ORIOL. LADLEY. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*.

### Section 1 : *Ping orders*

À titre préliminaire, il convient d'indiquer que l'essentiel des pratiques manipulatoires liées au trading haute fréquence repose sur le schéma d'*order anticipation*. Il s'agit d'une stratégie directionnelle par laquelle un acteur de marché détecte et anticipe l'existence d'un ordre substantiel de la part d'un investisseur, souvent institutionnel, avant que les canaux d'information traditionnels n'aient pu informer les autres participants du marché<sup>330</sup>.

Cette stratégie peut être mise en œuvre à travers la pratique des *ping orders* (ordres test), laquelle consiste en l'envoi répété de petits ordres, ayant vocation à être exécutés immédiatement ou annulés en l'absence de contrepartie, dans le but de sonder la liquidité non affichée du marché en vertu de la section 1.1 (c) de l'« Annexe 2 » du règlement délégué. Selon la méthode du législateur européen, cette pratique illustre l'indicateur de la section A(a) de l'« Annexe 1 » du règlement MAR, d'après lequel les ordres passés représentent une proportion importante du volume quotidien de transactions réalisé sur un instrument financier donné, notamment lorsque cette activité entraîne une variation sensible du cours de l'instrument.

Cette pratique permet donc à l'acteur de marché d'anticiper un intérêt important à l'achat ou à la vente, ainsi que de mesurer le temps de latence et la réactivité des autres plateformes de négociation<sup>331</sup>. Dès lors que cette technique est mise en œuvre dans le cadre du trading haute fréquence, elle risque d'avoir un effet perturbateur en inondant le marché de bruit informationnel, faussant ainsi la perception de la liquidité disponible<sup>332</sup>.

Bien qu'elle puisse relever initialement d'une stratégie légale de détection, la pratique systématique des *ping orders* peut revêtir un caractère manipulatoire, dès lors qu'elle vise à désorienter ou tromper les autres participants sur l'état réel du marché<sup>333</sup>. Cette logique manipulatoire est intensifiée par la pratique du *quote stuffing*.

### Section 2 : *Quote stuffing*

La stratégie d'*order anticipation* peut également être mise en œuvre par une autre pratique manipulatoire associée au trading haute fréquence, à savoir le *quote stuffing*. Alors que

---

<sup>330</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>331</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>332</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 481.

<sup>333</sup> Loc. cit. SEC. *Concept Release on Equity Market Structure*.

les *ping orders* visent à sonder la liquidité disponible sur le marché, le *quote stuffing* cherche à saturer les carnets d'ordres afin de désorganiser le marché.

Le *quote stuffing* (bourrage d'ordres) consiste en l'envoi massif et rapide d'ordres sur un instrument financier, sans intention réelle de les exécuter. Cette pratique est utilisée par un acteur de marché dans le but de camoufler ses intentions et de créer une incertitude parmi les autres participants en vertu de la section 1.4 (e) de l'« Annexe 2 » du règlement délégué. Selon la méthode du législateur européen, cette pratique illustre l'indicateur de la section A(d) de l'« Annexe 1 » du règlement MAR, d'après lequel les ordres envoyés, modifiés ou annulés se manifestent par des renversements de position sur une courte période et représentent une proportion importante du volume quotidien de transactions réalisées sur l'instrument financier concerné, entraînant ainsi une variation sensible de son cours.

En saturant temporairement les carnets d'ordres par des cotations artificielles, cette pratique ralentit les systèmes de traitement des plateformes de négociation et complique l'analyse des conditions de marché par les autres participants<sup>334</sup>. Le *quote stuffing* relève donc d'une pratique manipulative en ce que cette surcharge informationnelle vise à induire les participants en erreur et à désorganiser leurs stratégies de marché<sup>335</sup>.

Si le *quote stuffing* vise à tirer profit de cette perturbation purement technique du marché, la pratique de *momentum ignition* tend à déclencher intentionnellement un mouvement de prix.

### Section 3 : Momentum ignition

La stratégie d'*order anticipation* peut également être mise en œuvre par une autre pratique manipulative en lien avec le trading haute fréquence, à savoir le *momentum ignition*. Alors que le *quote stuffing* cherche à saturer le marché, le *momentum ignition* vise à la création artificielle d'un mouvement de prix.

Le *momentum ignition* (création d'un mouvement de prix) consiste à la passation intentionnelle d'une série d'ordres afin de créer ou d'exacerber une tendance de prix sur un instrument financier donné en vertu de la section 1.4 (f) de l'« Annexe 2 » du règlement

---

<sup>334</sup> Loc. cit. MARTIN, DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>335</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

délégué, lequel renvoie au même indicateur que le *quote stuffing* selon la section A(d) de l'« Annexe 1 » du règlement MAR.

L'acteur de marché ayant recours à une telle pratique, notamment dans le cadre du trading haute fréquence, cherche à provoquer une réaction en chaîne des autres participants afin d'accélérer la dynamique initiée<sup>336</sup>. Le *momentum ignition* favorise l'apparition d'un mouvement directionnel de prix, lequel s'écarte du fonctionnement naturel de l'offre et de la demande.

Par conséquent, l'acteur profite de la tendance qu'il a lui-même suscitée en se positionnant tôt, notamment en achetant à des prix inférieurs lorsque l'intérêt artificiel qu'il a induit se concrétise sur le marché<sup>337</sup>. Le *momentum ignition*, dont s'inspire la pratique du *smoking*<sup>338</sup>, peut donc être considérée comme manipulatoire puisqu'elle repose sur une distorsion intentionnelle du mécanisme de formation des prix, induisant ainsi les autres participants en erreur quant à la tendance actuelle du marché.

Si le *momentum ignition* a pour objectif d'initier une dynamique de marché visible, le *spoofing* et *layering* visent à manipuler le carnet d'ordres en donnant une illusion de liquidité.

#### Section 4 : *Spoofing et layering*

Le recours au trading haute fréquence s'accompagne quasi-systématiquement de deux pratiques manipulatoires mises en œuvre par les acteurs de marché, à savoir le *spoofing* et *layering*. Ces deux techniques, omniprésentes sur les marchés financiers, sont régulièrement sanctionnées, tant par le régulateur français à l'occasion des affaires *Kraay Trading* du 12 mai

---

<sup>336</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficacité des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>337</sup> Loc. cit. SEC. *Concept Release on Equity Market Structure*.

<sup>338</sup> « Annexe 2 » Section 1.6(j) du règlement délégué et « Annexe 1 » section A(f) du règlement MAR.

2011<sup>339</sup> et *Virtu* du 4 décembre 2015<sup>340</sup>, que par le régulateur américain lors de l'affaire *Michael Coscia* d'octobre 2014<sup>341</sup>.

Le *spoofing* (émission d'ordres trompeurs) consiste à émettre plusieurs ordres visibles, généralement massifs, du côté achat ou vente du carnet d'ordres, sans réelle intention de les exécuter, donnant ainsi une illusion de profondeur du marché, en vertu de la section 1.5 (e) de l'« Annexe 2 » du règlement délégué. Selon la méthode du législateur européen, cette pratique illustre l'indicateur de la section A(e) de l'« Annexe 1 » du règlement MAR, d'après lequel les ordres passés sont concentrés sur un bref laps de temps et entraînent une variation de cours ensuite inversée.

Ces ordres sont placés à des niveaux de prix suffisamment proches du marché pour paraître crédibles et susciter une réaction. Le but recherché est de fausser la perception de la pression acheteuse ou vendeuse, incitant les autres participants à ajuster leurs propres ordres en réponse à cette apparente variation de l'offre ou de la demande<sup>342</sup>.

Il convient de mentionner que, contrairement aux autres pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, le *spoofing* fait l'objet d'une interdiction formelle par le droit américain depuis l'adoption du *Dodd-Frank Act* de 2010<sup>343</sup>, dès lors que ce dernier se rencontre sur les marchés de dérivés, selon l'article 4(c)(a)(5) du *Commodity Exchange Act*<sup>344</sup>.

Quant au *layering*, s'il a également pour objet de manipuler la perception de la liquidité afin de déstabiliser temporairement le marché, il se distingue du *spoofing* en ce qu'il consiste à insérer un grand nombre d'ordres à différents niveaux de prix d'un même côté du carnet d'ordres. En empilant ces ordres à des seuils stratégiques, l'acteur de marché simule une profondeur de marché artificielle, donnant l'illusion d'un intérêt progressif et soutenu à l'achat

---

<sup>339</sup> Commission des sanctions, 12 mai 2011, SAN-2011-09, *Kraay Trading*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf)

<sup>340</sup> Commission des sanctions, 4 décembre 2015, SAN-2015-20, *Virtu Financial Europe Ltd*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%201%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%201%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf)

<sup>341</sup> *United States v. Michael Coscia*, No. 14 CR 551, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : [https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002\\_01a.pdf](https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002_01a.pdf)

<sup>342</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficacité des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>343</sup> Loc. cit. COSME. *Regulating High-Frequency Trading: The Case for Individual Criminal Liability*.

<sup>344</sup> 7 U.S.C. § 6c(a)(5).

ou à la vente. Cette accumulation donne l'illusion d'un intérêt croissant pour l'achat ou la vente, incitant les autres participants à ajuster leur comportement<sup>345</sup>.

En générant artificiellement une pression apparente à l'achat ou à la vente, ces techniques induisent en erreur les autres participants du marché, y compris les algorithmes, lesquels réagissent à ces signaux trompeurs<sup>346</sup>. Une fois le mouvement de prix amorcé dans la direction souhaitée par l'acteur de marché, ce dernier annule ses ordres initiaux, lesquels n'avaient pas vocation à être exécutés. L'acteur profite donc d'une dynamique artificiellement créée pour réaliser une transaction à un prix temporairement et faussement avantageux<sup>347</sup>.

Si ces pratiques manipulatoires, visant à l'obtention d'un avantage concurrentiel au détriment des autres participants du marché, sont traditionnellement sanctionnées par la qualification de manipulation de cours, celle de délit d'initié n'est pas à exclure.

### **III. La mobilisation secondaire de l'*electronic frontrunning***

Si l'obtention d'un avantage concurrentiel peut découler de l'émission de signaux trompeurs constitutifs d'une manipulation de cours, elle peut également résulter de l'accès à une information privilégiée dans le cadre d'un délit d'initié.

En effet, un tel comportement est caractérisé lorsqu'un acteur de marché qui détient une information privilégiée en fait usage en acquérant ou en cédant, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, des instruments financiers auxquels cette information se rapporte, selon l'article 8§1 du règlement MAR. À l'instar du législateur européen, le droit américain sanctionne le délit d'initié sur le fondement de la règle 10b-5 du *Securities Exchange Act*.

Appliqué au trading à haute fréquence, le délit d'initié peut se manifester sous la forme de l'*electronic frontrunning*, lequel s'inscrit dans une stratégie d'*order anticipation*, à l'instar des pratiques manipulatoires relevant de la manipulation de cours. L'*electronic frontrunning* est le comportement par lequel un acteur de marché prend connaissance, avant tout autre participant au marché, d'ordres imminents émis par son client et déduit de cette information

---

<sup>345</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>346</sup> Loc. cit. ORIOL. LADLEY. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*.

<sup>347</sup> Loc. cit. SANDERS. *High-Frequency Traders : How the SEC Can Tighten Regulation While Maintaining the Benefits of a Competitive Market*.

que des ordres similaires seront placés<sup>348</sup>. L'acteur se dirige vers d'autres plateformes de négociation pour acquérir en amont l'instrument financier concerné, afin de le revendre à un prix plus élevé une fois les ordres du client exécutés<sup>349</sup>. En plaçant ainsi ses transactions avant que le nouveau prix ne soit reflété sur l'ensemble des plateformes, l'acteur réalise un bénéfice et tire donc profit de la rapidité d'exécution caractéristique du trading à haute fréquence.

Si la « course à l'information » n'est pas illégitime en soi<sup>350</sup>, la question de l'égalité dans l'accès à l'information se pose nécessairement dans la mesure où le recours à l'*electronic frontrunning* confère un avantage informationnel à certains participants du marché<sup>351</sup>. Cette dissémination asymétrique de l'information au profit des acteurs ayant recours au trading haute fréquence est favorisée par l'instauration de *data feeds*, lesquels consistent en des flux de données en temps réel enrichis des carnets d'ordres<sup>352</sup>, ou encore par le recours aux *flash orders* dont l'interdiction peine à être formalisée, tant en droit européen qu'américain<sup>353</sup>.

Bien que l'*electronic frontrunning* soit considéré comme une forme sophistiquée de délit d'initié, le trading haute fréquence n'est pas, à ce jour, sanctionné sur ce fondement. Cette absence de répression se justifie en raison du doute concernant la nature de l'information exploitée. L'article 7§1 du règlement MAR définit l'information privilégiée comme étant celle i) concernant directement ou indirectement un émetteur ou un instrument financier, (ii) n'ayant pas été rendue publique, (iii) suffisamment précise et (iv) sensible. Or, l'information mobilisée dans le cadre de l'*electronic frontrunning* ne semble pas correspondre pleinement à cette définition stricte, notamment au regard du critère de confidentialité. En effet, cette information est accessible à tout investisseur disposant des moyens technologiques nécessaires<sup>354</sup>. Également, la doctrine considère que l'information est publique dès lors qu'elle est aisément accessible, sans nécessité de diffusion officielle ni de connaissance généralisée par l'ensemble des investisseurs. Par conséquent, même s'il existe un avantage informationnel au profit de

---

<sup>348</sup> Loc. cit. DURANA. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop.*

<sup>349</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>350</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel.*

<sup>351</sup> Loc. cit. GIVRY. *La régulation du trading haute fréquence.*

<sup>352</sup> Loc. cit. GOUPIL. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation.*

<sup>353</sup> Loc. cit. GIVRY. *La régulation du trading haute fréquence.*

<sup>354</sup> BOONEN, Heleen. *High Frequency Trading, Electronic Frontrunning and Structural Insider Trading Under the EU Market.* NYU Journal of Law and Business. November 27, 2017. Disponible sur Internet : <https://www.nyujlb.org/single-post/2017/11/27/high-frequency-trading-electronic-frontrunning-and-structural-insider-trading-under-the-e>

l'acteur de marché, celui-ci ne suffit pas à constituer une information privilégiée au sens du délit d'initié puisqu'il repose sur une information déjà présente sur le marché, ainsi publique<sup>355</sup>.

Néanmoins, l'argument fondé sur l'accessibilité de l'information ne saurait suffire à écarter la qualification de délit d'initié. La notion d'« information publique » ne peut être appréhendée de manière uniforme dans la mesure où coexistent des acteurs à basse fréquence et haute fréquence. Si l'information exploitée dans le cadre de l'*electronic frontrunning* est effectivement accessible, elle ne l'est pas de manière équivalente pour tous les participants du marché. L'acteur ayant recours au trading haute fréquence bénéficie d'un avantage structurel, lié à ses ressources technologiques avancées, lesquelles lui permettent de capter en temps réel des données avant qu'elles ne deviennent véritablement utilisables par les autres participants. Ainsi, ce « délit d'initié structurel » devrait être sanctionné sur le fondement du délit d'initié traditionnel, et ce en raison de l'avantage informationnel indûment octroyé à l'acteur de marché ayant recours au trading haute fréquence<sup>356</sup>.

À titre subsidiaire, il convient de souligner que, dans sa conception européenne, l'interdiction du délit d'initié repose sur la protection du principe d'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs. Dès lors, l'*electronic frontrunning* pourrait être réprimé sur ce fondement, dans la mesure où il vise à corriger l'avantage indûment acquis par l'acteur de marché au détriment des autres participants<sup>357</sup>. En revanche, une telle qualification semble moins évidente en droit américain puisque la répression du délit d'initié repose davantage sur la violation d'un devoir fiduciaire, soit la trahison d'une relation de confiance entre l'acteur et son client. Or, dans le cas de l'*electronic frontrunning*, une telle méconnaissance n'est pas constatée<sup>358</sup>.

Ainsi, indépendamment de la qualification retenue pour caractériser les pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, ces dernières font l'objet d'une répression en raison de l'atteinte portée à l'intégrité des marchés financiers.

---

<sup>355</sup> BOONEN, Heleen. *High Frequency Trading, Electronic Frontrunning and Structural Insider Trading Under the EU Market*. NYU Journal of Law and Business. November 27, 2017. Disponible sur Internet : <https://www.nyuilb.org/single-post/2017/11/27/high-frequency-trading-electronic-frontrunning-and-structural-insider-trading-under-the-e>

<sup>356</sup> YADAV, Yesha. *Insider Trading and Market Structure*. UCLA Law Review. Vol. 63. 2016. Page 968. Disponible sur Internet : <https://www.uclalawreview.org/wp-content/uploads/2019/09/Yadav-63-4.pdf>

<sup>357</sup> Loc. cit. BOONEN. *High Frequency Trading, Electronic Frontrunning and Structural Insider Trading Under the EU Market*.

<sup>358</sup> Loc. cit. BOONEN. *High Frequency Trading, Electronic Frontrunning and Structural Insider Trading Under the EU Market*.

## **Chapitre 2 : La répression des pratiques manipulatoires**

La répression des pratiques manipulatoires conduit à étudier les mécanismes de prévention (I) ainsi que la mise en œuvre de la répression de ces pratiques manipulatoires (II), avant d'envisager l'optimisation de cette répression par la voie de la coopération internationale (III).

### **I. Les mécanismes de prévention des pratiques manipulatoires**

Les mécanismes de prévention des pratiques manipulatoires se donnent à voir par le signalement externe (Section 1) et interne des pratiques manipulatoires (Section 2).

#### **Section 1 : Le signalement externe des pratiques manipulatoires**

La spécificité des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence réside dans la complexité à les détecter en amont. Dès lors, la prévention de ces pratiques semble s'avérer nécessaire, dans la mesure où l'article L. 533-1 du CMF impose aux prestataires de services d'investissement de veiller à l'intégrité du marché. Cette exigence s'illustre, notamment, par une obligation de participer à la lutte contre les comportements manipulatoires<sup>359</sup>.

À ce titre, l'article 16 du règlement MAR impose aux prestataires de services d'investissement de déclarer sans délai à l'AMF toute opération suspecte réalisée par un client, y compris en cas de simple tentative d'abus de marché. L'opérateur de marché est ainsi tenu de notifier au régulateur tout ordre présentant des caractéristiques anormales susceptibles de relever d'une pratique manipulatoire.

À cet égard, le règlement délégué n°2016/957 du 9 mars 2016<sup>360</sup> précise les modalités d'exécution de cette obligation. Outre la mise en place de systèmes et procédures garantissant une surveillance effective des marchés, les prestataires de services d'investissement doivent assurer la transmission de *suspicious transaction and order reports* (STOR) selon l'article 2 du

---

<sup>359</sup> Op. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*. Page 634.

<sup>360</sup> Règlement délégué n°2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014.

règlement délégué, lesquels désignent des déclarations de transactions et d'ordres suspects devant être envoyés dès lors qu'existent des soupçons raisonnables de pratiques manipulatoires d'après l'article 6§1 dudit règlement.

À l'instar du droit européen, le droit américain impose aux *broker-dealers* une obligation équivalente de déclaration de soupçon, laquelle se donne à voir par le dépôt de *suspicious activity reports* (SAR), dès lors qu'un comportement manipulatoire est suspecté<sup>361</sup>.

Si la prévention des pratiques manipulatoires liées au trading à haute fréquence peut reposer sur un mécanisme de signalement externe, elle peut également impliquer la mise en place d'un dispositif de signalement interne, au sein même de l'acteur de marché susceptible de mettre en œuvre de telles pratiques.

## Section 2 : Le signalement interne des pratiques manipulatoires

La technicité des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence rend délicat leur détection par un tiers, illustrant ainsi les limites du mécanisme de signalement externe.

Dès lors, l'article 32 du règlement MAR impose au régulateur de mettre en place un dispositif de signalement interne permettant de révéler toute violation, avérée ou potentielle, des dispositions encadrant les comportements manipulatoires. À ce titre, le mécanisme de *whistleblowing* contraint les entreprises d'investissement, notamment celles ayant au recours au trading haute fréquence, à instaurer un système permettant à toute personne de signaler une infraction. À noter, ce dispositif doit nécessairement reposer sur des canaux autonomes et confidentiels, assurant ainsi l'efficacité du processus de signalement<sup>362</sup>.

Si l'article 12§4 du règlement MAR prévoit la faculté de laisser la faculté de prévoir une incitation financière au profit des lanceurs d'alertes fournissant des informations pertinentes, le droit français écarte résolument cette possibilité. En effet, cette solution repose sur une conception du signalement interne comme un acte désintéressé, exclusivement fondé sur le devoir de vigilance citoyenne incombant à chaque acteur de marché. La mise en place d'une

---

<sup>361</sup> 31 C.F.R. §1023.320.

<sup>362</sup> CONAC, Pierre-Henri. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*. Bull. Joly Bourse. Février 2016. Page 71.

telle rémunération risquerait de favoriser une prolifération de dénonciations abusives, motivées non par l'intégrité, mais par « l'appât du gain »<sup>363</sup>.

À l'inverse, le droit américain se distingue par une politique de valorisation du *whistleblowing* en accordant une récompense pécuniaire aux lanceurs d'alertes dénonçant une pratique manipulative<sup>364</sup>. De fait, le *Dodd-Frank Act* de 2010 a renforcé les pouvoirs de détection de la SEC en lui accordant la possibilité de rémunérer ses informateurs<sup>365</sup>.

À ce titre, l'article 21F du *Securities Exchange Act*<sup>366</sup> prévoit le versement d'une prime proportionnelle, allant de 10 % à 30 % du montant de toute sanction excédant un million de dollars, à toute personne apportant des renseignements probants sur une violation d'une disposition du droit fédéral américain relatif aux abus de marché<sup>367</sup>.

Si la prévention des pratiques manipulatoires constitue une première ligne de défense, celle-ci demeure insuffisante à dissuader pleinement de tels comportements en l'absence d'une répression rigoureuse.

## **II. La mise en œuvre de la répression des pratiques manipulatoires**

La mise en œuvre de la répression des pratiques manipulatoires conduit à envisager la mise en œuvre du pouvoir transactionnel (Section 1), avant d'envisager celle du pouvoir répressif (Section 2).

### **Section 1 : La mise en œuvre du pouvoir transactionnel**

La répression des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence peut emprunter la voie du pouvoir transactionnel, donnant lieu à un accord entre le régulateur et l'acteur de marché mis en cause.

---

<sup>363</sup> BOURSIER, Marie-Emma. *L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marchés*. Bull. Joly Bourse. Septembre 2016. N°9. Page 382.

<sup>364</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*.

<sup>365</sup> Loc. cit. CONAC. « La réforme financière aux États-Unis par la loi Dodd- Frank de 2010 ».

<sup>366</sup> 15 U.S.C. §78u-6.

<sup>367</sup> Loc. cit. BOURSIER. *L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marchés*.

Si la directive MAD reste silencieuse sur la possibilité de recourir à une procédure transactionnelle en matière d'abus de marché<sup>368</sup>, le législateur français est intervenu par la loi du 22 octobre 2010<sup>369</sup> en introduisant le dispositif de « composition administrative ». Initialement destinée au traitement des manquements professionnels, cette modalité de règlement amiable a vu son champ d'application s'étendre aux abus de marché par la loi du 21 juin 2016<sup>370</sup>.

Codifiée à l'article L. 621-14-1 du CMF, la composition administrative participe à la diffusion d'une culture de conformité au sein des participants du marché, s'inscrivant ainsi pleinement dans la politique moderne de régulation de l'AMF<sup>371</sup>. En effet, le recours à cette procédure transactionnelle permet à l'acteur de marché mis en cause de réduire les coûts liés à sa défense et de limiter les conséquences réputationnelles d'une éventuelle décision contentieuse, tout en offrant au régulateur une garantie de célérité et d'efficacité en allégeant la charge administrative inhérente à une procédure classique<sup>372</sup>.

À ce titre, 7 transactions homologuées ont été conclues en 2022, représentant ainsi un total de 1 020 800 euros de sanctions pécuniaires<sup>373</sup>. En 2023, ce dispositif a de nouveau été mobilisé pour un montant total de 1 350 000 euros, avec 10 accords homologués recensés dans le rapport annuel de 2023 de l'AMF<sup>374</sup>. En 2024, 12 accords ont été homologués selon le rapport annuel de 2024 de l'AMF<sup>375</sup>, pour un montant total de 2,39 millions d'euros.

Si le recours à la transaction par le régulateur français apparaît en développement, son importance demeure relative comparée à la fréquence et à l'intensité avec lesquelles ce mécanisme est mobilisé en droit américain.

---

<sup>368</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché.*

<sup>369</sup> Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

<sup>370</sup> Loi n°2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

<sup>371</sup> Loc. cit. MARTY. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence.*

<sup>372</sup> Loc. cit. MARTY. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence.*

<sup>373</sup> AMF. *Rapport annuel.* 26 juin 2023. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/ra\\_amf\\_2022\\_fr.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/ra_amf_2022_fr.pdf)

<sup>374</sup> AMF. *Rapport annuel.* 23 mai 2024. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-08/amf\\_ra2023\\_bd.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-08/amf_ra2023_bd.pdf)

<sup>375</sup> AMF. *Rapport annuel.* 26 mai 2025. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2025-05/amf\\_rapport\\_annuel\\_2024\\_0.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2025-05/amf_rapport_annuel_2024_0.pdf)

De fait, la transaction est largement pratiquée par la SEC, laquelle voit sa capacité répressive décupler d'efficacité<sup>376</sup>. Le régulateur américain peut transiger tant en matière civile qu'en matière pénale, à travers des *consent decrees* ou des *plea bargains*<sup>377</sup>.

La pratique américaine se distingue de celle européenne en ce qu'elle témoigne d'une mise en œuvre active du pouvoir transactionnel ; près de 98% des poursuites engagées à la suite de la crise financière de 2008 ont été résolues par la voie d'accords négociés afin d'éviter les sanctions disciplinaires et pécuniaires encourues par les dirigeants personnes physiques depuis l'adoption du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002<sup>378</sup> et du *Dodd-Frank Act* de 2010<sup>379</sup>.

Également, un élément saillant du droit américain réside dans l'importance des sanctions pécuniaires infligées à l'occasion d'une procédure transactionnelle. À titre d'exemple, il est possible de mentionner les transactions conclues par Barclays et le Crédit Suisse en février 2016 pour avoir favorisé certaines pratiques abusives sur leurs systèmes de négociation alternatifs, lesquels sont notamment utilisés par les acteurs de marché ayant recours au trading haute fréquence<sup>380</sup>. La SEC et le Procureur général de l'État de New-York ont ainsi imposé aux deux banques d'investissement des sanctions pécuniaires respectives de 70 millions de dollars et de 60 millions de dollars<sup>381</sup>.

Malgré l'intérêt de la procédure transactionnelle, qu'elle soit utilisée de manière prudente par le droit européen ou systématique par le droit américain, deux limites à ce dispositif peuvent être identifiées<sup>382</sup>. D'une part, le recours fréquent à la transaction pourrait vider la sanction de sa portée dissuasive, laquelle ne devient qu'un simple « coût d'activité » intégré par l'acteur de marché dans les risques liés à l'exploitation de son activité. D'autre part, un affaiblissement de la qualité de la réglementation pourrait se manifester en raison de la raréfaction des décisions contentieuses.

---

<sup>376</sup> Loc. cit. CONAC. *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*.

<sup>377</sup> Loc. cit. CONAC. *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*.

<sup>378</sup> U.S. Congress, *Sarbanes-Oxley Act*, 116 Stat. 745 (2002).

<sup>379</sup> Loc. cit. MARTY. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence*.

<sup>380</sup> SEC. *Barclays, Credit Suisse Charged With Dark Pool Violations*. 2016. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2016-16> (consulté le 23 mai 2025).

<sup>381</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>382</sup> Loc. cit. MARTY. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence*.

Si le recours au pouvoir transactionnel s'avère être un outil efficace dans le traitement des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, il ne saurait pour autant se substituer à la nécessaire mise en œuvre du pouvoir répressif.

## Section 2 : La mise en œuvre du pouvoir répressif

La mise en œuvre du pouvoir répressif implique d'envisager les pouvoirs procéduraux des autorités de poursuite (A), la caractérisation des éléments constitutifs (B), ainsi que la pratique décisionnelle des régulateurs (C).

### A. Les pouvoirs procéduraux des autorités de poursuite

Les pouvoirs procéduraux reconnus aux autorités de poursuite européennes se caractérisent par une portée limitée (1), contrastant avec l'ampleur des pouvoirs conférés à leurs homologues américains (2).

#### 1. Des pouvoirs procéduraux européens restreints

L'enjeu de la répression des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence réside dans la faiblesse des moyens procéduraux alloués pour sanctionner de tels comportements. En effet, les régulateurs ne disposent pas des moyens humains et informatiques pour identifier des comportements potentiellement manipulatoires<sup>383</sup>. À ce titre, le Gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau estime que « la négociation à haute fréquence reste un champ où les régulateurs semblent en retard persistant par rapport aux opérateurs et à la technologie »<sup>384</sup>, et ce malgré l'adoption du règlement MAR<sup>385</sup>.

De prime abord, l'AMF dispose d'une compétence extraterritoriale étendue pour sanctionner les abus de marché, conformément à l'article L. 621-15 II du CMF, participant ainsi à l'efficacité de son arsenal procédural. En effet, l'AMF peut intervenir dès lors que l'instrument financier en cause est admis à la négociation sur une plateforme située en France,

---

<sup>383</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>384</sup> VILLEROY DE GALHAU, François. *Construire le triangle de compatibilité de la finance numérique : innovations, stabilité, régulation*. Revue de la stabilité financière. Avril 2016. N°20. Page 7.

<sup>385</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*.

indépendamment du lieu d'accomplissement du comportement litigieux. À l'inverse, lorsque l'instrument est négocié sur une plateforme étrangère, la compétence de l'AMF n'est reconnue que si les faits ont été commis sur le territoire national. À noter, une intervention demeure possible si l'instrument concerné entretient un lien étroit avec un instrument négocié sur un marché français.

Toutefois, l'insuffisance des moyens procéduraux du régulateur s'illustre par un cadre juridique limitant la portée de la répression, notamment du fait de l'absence de cumul des sanctions administratives et pénales prononcées à l'encontre d'un acteur de marché ayant recours au trading haute fréquence.

De fait, le principe *non bis in idem*, consacré à l'article 4 du protocole n°7 de la Convention européenne des droits de l'homme (CEDH), interdit en principe la double répression administrative et pénale pour une même infraction. Or, le juge européen a estimé que les sanctions pécuniaires infligées par une autorité administrative de régulation revêtent un caractère pénal<sup>386</sup>, le principe *non bis in idem* trouvant donc à s'appliquer<sup>387</sup>. Toutefois, le juge européen a nuancé sa position en retenant qu'une double poursuite administrative et pénale est possible si les deux procédures sont unies par un « lien matériel et temporel suffisamment étroit »<sup>388</sup> et si le cumul est « strictement nécessaire afin de réaliser l'objectif d'intérêt général »<sup>389</sup>.

Si la directive MAD ne traite pas de la question du principe de *non bis in idem*<sup>390</sup>, le législateur français est néanmoins intervenu à l'occasion de la loi du 21 juin 2016 afin d'instaurer une procédure d'aiguillage entre l'AMF et le Parquet national financier (PNF), excluant ainsi le cumul des sanctions administratives et pénales en matière financière<sup>391</sup>.

---

<sup>386</sup> CEDH. 27 août 2002. N°58188/00. *Didier c. France*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/eng#%7B%22appno%22%3A%5B%5C%2258188%2F00%22%5D%2C%22itemid%22%3A%5B%5C%22001-43692%22%5D%7D>

<sup>387</sup> CEDH. 4 mars 2014. N°18640/10. *Grande Stevens c. Italie*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/fre#%7B%22itemid%22%3A%5B%5C%22001-141370%22%5D%7D>

<sup>388</sup> CEDH. 15 novembre 2016. N°24130/11. *A et B c. Norvège*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/fre#%7B%22itemid%22%3A%5B%5C%22001-168973%22%5D%7D>

<sup>389</sup> CJUE. 20 mars 2018. C-524/15. *Menci*. Disponible sur Internet : <https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=20C32AF35C81F501372158FEB99ED381?text=&docid=200404&pageIndex=0&doclang=FR&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=4194187>

<sup>390</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*.

<sup>391</sup> Op. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*. Page 603.

Par ailleurs, cette insuffisance des moyens procéduraux se manifeste par la faiblesse des peines infligées aux acteurs de marché, y compris ceux ayant recours au trading haute fréquence.

À ce titre, deux types de sanctions peuvent être prononcées à l'encontre d'un acteur de marché ayant commis une pratique manipulative. D'une part, des sanctions administratives peuvent être imposées, pouvant prendre la forme de sanctions non pécuniaires, à l'instar de celles appliquées en cas de manquement professionnel, ou de sanctions pécuniaires. Concernant ces dernières, l'article L. 621-15 III du CMF prévoit une amende ne pouvant aller au-delà de 15 millions d'euros pour une personne physique ou de 100 millions d'euros pour une personne morale, ou de dix fois le montant de l'avantage retiré du manquement professionnel. En outre, les décisions nominatives de sanction peuvent être publiées par le régulateur au terme de l'article L. 621-15 V du CMF. D'autre part, des sanctions pénales peuvent être infligées selon l'article L. 465-1 du CMF, lequel prescrit une peine d'emprisonnement de 5 ans, ainsi qu'une sanction pécuniaire ne pouvant aller au-delà de 100 millions d'euros pour une personne physique ou du quintuple pour une personne morale, ou de dix fois le montant de l'avantage retiré de l'abus.

Si l'adoption du règlement MAR a certes renforcé les moyens procéduraux conférés au régulateur européen, ceux-ci demeurent néanmoins en retrait au regard de l'ampleur des prérogatives accordées à leur homologue américain.

## 2. Des pouvoirs procéduraux américains étendus

Si le droit américain n'est pas exempté de la difficulté tenant à l'identification des pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, il se distingue néanmoins du droit européen par la vigueur de ses moyens procéduraux.

En effet, la SEC dispose d'une réglementation anti-abus de marché particulièrement répressive<sup>392</sup>, laquelle bénéficie d'une application extraterritoriale renforcée. Bien que la Cour Suprême des États-Unis (USSC) ait conféré une portée territoriale à la règle 10b-5 du *Securities Exchange Act*<sup>393</sup>, le *Dodd-Frank Act* de 2010 est venu modifier cette interprétation

---

<sup>392</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché.*

<sup>393</sup> *Morrison v. National Australia Bank*, 561 U.S. 247 (2010), No. 08-1191. Disponible sur Internet : <https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/2009/08-1191.pdf>

jurisprudentielle<sup>394</sup> par l'adoption de l'article 929P(b) du *Dodd-Frank Act*<sup>395</sup>. Désormais, le juge fédéral américain est compétent pour connaître de la violation d'une disposition anti-abus dès lors que (i) cette violation intervient sur le territoire américain, même si la transaction est réalisée à l'étranger et ne concerne que des investisseurs étrangers ou si (ii) cette violation est commise à l'étranger mais est susceptible de produire un effet substantiel sur le territoire américain<sup>396</sup>.

Également, la force des moyens procéduraux accordés au régulateur américain réside dans la possibilité du cumul des sanctions administratives et pénales en cas de violation d'une disposition anti-abus de marché<sup>397</sup>. De fait, le juge suprême américain a retenu que le cumul de sanction ne constitue pas une atteinte au principe de *double jeopardy* figurant au 5<sup>ème</sup> amendement de la Constitution des États-Unis, pendant du principe européen de *non bis in idem*<sup>398</sup>. Dès lors, un acteur de marché ayant commis un abus est susceptible d'être soumis à une double répression, à la fois administrative et pénale.

Par ailleurs, l'étendue des moyens procéduraux reconnus au régulateur américain se donne à voir par la sévérité des peines infligées aux acteurs de marché, y compris ceux ayant recours au trading haute fréquence.

À ce titre, trois types de sanctions peuvent être prononcées à l'encontre d'un acteur de marché ayant commis une pratique manipulative<sup>399</sup>. Tout d'abord, des poursuites pénales peuvent être engagées par le département américain de la Justice (DOJ) contre l'auteur de la pratique, lequel s'expose à une peine d'emprisonnement pouvant aller jusqu'à vingt ans, ainsi qu'à une amende susceptible d'atteindre 5 millions de dollars pour une personne physique ou 25 millions de dollars pour une personne morale selon l'article 32(a) du *Securities Exchange Act*<sup>400</sup>.

---

<sup>394</sup> Loc. cit. CONAC. « La réforme financière aux États-Unis par la loi Dodd-Frank de 2010 ».

<sup>395</sup> 15 U.S.C. §78aa(b).

<sup>396</sup> “The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action [...] alleging a violation of the antifraud provisions involving (i) conduct within the United States [...], even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors or (ii) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States.”

<sup>397</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*.

<sup>398</sup> *Hudson v. United States*, 522 U.S. 93 (1997), No. 96-976. Disponible sur Internet : [https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1997/96-976\\_10-08-1997.pdf](https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1997/96-976_10-08-1997.pdf)

<sup>399</sup> FRANÇOIS, Bénédicte. « La répression et l'indemnisation aux États-Unis ». In REYGROBELLET, Arnaud. *La réforme du contentieux boursier : répression des abus de marché en France et solutions étrangères*. Bruxelles. Larcier. 2016. Page 145.

<sup>400</sup> 15 U.S. Code §78ff.

Ensuite, la SEC dispose d'un pouvoir de répression administrative (*administrative action*), lequel se manifeste par des sanctions aussi bien non pécuniaires que pécuniaires. D'une part, le régulateur peut prononcer des sanctions non pécuniaires, telles qu'une injonction administrative (*cease and desist order*) ou encore en une interdiction temporaire ou définitive d'exercer des fonctions de direction au sein de l'entité concernée<sup>401</sup>. D'autre part, la SEC peut imposer des sanctions pécuniaires (*civil monetary penalties*) à tout *broker-dealer* enregistré auprès d'elle. À noter, le *Dodd-Frank Act* de 2010 a étendu le pouvoir de sanction du régulateur américain<sup>402</sup> puisque ce dernier peut désormais sanctionner tout acteur de marché commettant un abus en application de l'article 929P(a) du *Dodd-Frank Act*<sup>403</sup>. À noter, le prononcé d'une sanction pécuniaire administrative par la SEC est subordonné à la saisine du juge fédéral américain se prononçant dans le cadre d'une action civile<sup>404</sup>.

Enfin, la SEC est dotée d'un pouvoir de sanction civile (*civil action*) présentée devant le juge fédéral américain, également illustré par des sanctions non pécuniaires et pécuniaires. D'une part, le régulateur peut solliciter des sanctions non pécuniaires, telles qu'une injonction judiciaire de ne pas réitérer le comportement reproché ou encore la nomination d'un administrateur judiciaire en charge de gérer l'entité concernée<sup>405</sup>. D'autre part, la SEC peut demander au juge fédéral d'imposer des sanctions pécuniaires (*civil fines*) susceptible d'atteindre 100 000 de dollars pour une personne physique ou 500 000 de dollars pour une personne morale en application de l'article 21(d)(3) du *Securities Exchange Act*<sup>406</sup>.

Il est nécessaire de préciser que l'article établit une gradation en trois niveaux des sanctions susceptibles d'être appliquées, fondée sur des critères cumulatifs tenant (i) à la gravité de la violation (selon qu'elle résulte ou non d'une fraude), (ii) à la qualité de son auteur et (iii) à l'ampleur des du risque induit pour les autres participants de marché. Également, le montant des amendes étant fixé par violation, leur cumul peut aisément conduire à des sanctions s'élevant à plusieurs dizaines, voire centaines de millions de dollars<sup>407</sup>. Il convient de souligner que la SEC peut aussi exiger que l'acteur de marché restitue le profit retiré de l'infraction (*disgorgement*), afin d'affecter le produit des sanctions pécuniaires à l'indemnisation des

---

<sup>401</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché.*

<sup>402</sup> Loc. cit. CONAC. « La réforme financière aux États-Unis par la loi Dodd- Frank de 2010 ».

<sup>403</sup> 15 U.S.C. §78u-2.

<sup>404</sup> *Securities Exchange Commission v. Jarkesy*, 603 U.S. \_\_ (2024), No. 22-859. Disponible sur Internet : [https://www.supremecourt.gov/opinions/23pdf/22-859\\_1924.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/23pdf/22-859_1924.pdf)

<sup>405</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché.*

<sup>406</sup> 15 U.S. Code §78u.

<sup>407</sup> Loc. cit. CONAC. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché.*

participants du marché lésés selon l'article 308 du *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. À noter, un projet de loi a été introduit en septembre 2024<sup>408</sup> afin de renforcer le montant des sanctions pécuniaires administratives et civiles demandées par la SEC, illustrant ainsi la rigueur du régime répressif américain.

Si l'examen des pouvoirs procéduraux reconnus aux autorités de poursuite européennes et américaines a permis de mettre en lumière la palette des outils juridiques mobilisables pour réprimer les pratiques manipulatoires liées au trading haute fréquence, l'étude de la caractérisation des éléments constitutifs s'impose, dans la mesure où elle conditionne l'engagement même des poursuites à l'encontre de l'acteur de marché.

## B. La caractérisation des éléments constitutifs

La caractérisation des éléments constitutifs d'une pratique manipulatoire associée au trading haute fréquence soulève deux difficultés que le régulateur, tant européen qu'américain, peine à surmonter ; à savoir, la preuve de l'élément matériel (1) et l'exigence d'un élément intentionnel (2).

### 1. La preuve de l'élément matériel

La difficulté probatoire liée à l'élément matériel d'une pratique manipulatoire tient à la reconstitution *a posteriori* de la transaction litigieuse, dans la mesure où l'opération frauduleuse est « dissimulée dans un océan de transactions ultrarapides »<sup>409</sup>.

Dans le cadre du trading haute fréquence, la preuve ne peut pas être administrée par la seule reconstitution circonstanciée des ordres en raison de la densité des flux, le régulateur étant contraint de concentrer son attention sur une séquence restreinte<sup>410</sup>. La question est donc de savoir si l'identification d'une telle séquence peut caractériser la pratique manipulatoire sur toute la période concernée<sup>411</sup>. En effet, à défaut de procéder à une telle extension de preuve, le

---

<sup>408</sup> *Stronger Enforcement of Civil Penalties Act of 2024*, H.R.9451, 118th Congress (2024). Disponible sur Internet : <https://www.congress.gov/bill/118th-congress/house-bill/9451>

<sup>409</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>410</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 486.

<sup>411</sup> Op. cit. DRUMMOND. *Droit financier*. Page 992.

régulateur ne saisit qu'une partie de la pratique, occultant ainsi l'ampleur réelle de cette dernière<sup>412</sup>.

Par conséquent, dans sa décision *Kraay Trading* du 12 mai 2011<sup>413</sup>, l'AMF a admis que l'illicéité de la pratique peut être établie au moyen d'un sondage aléatoire, à défaut de prouver l'usage d'un logiciel algorithmique configuré dans un but manipulateur<sup>414</sup>. Ainsi, la démonstration de comportements irréguliers à des instants sélectionnés de manière aléatoire permet de présumer le caractère illicite de l'ensemble des ordres passés sur la période considérée. En d'autres termes, une fraude caractérisée sur un intervalle restreint suffit à fonder une pratique manipulateur plus importante commise sur une période plus longue, sans être examinée dans le détail par le régulateur<sup>415</sup>.

Il convient de souligner que la démarche probatoire adoptée par le régulateur américain ne s'écarte pas de celle retenue en droit européen. Ainsi, à l'occasion de l'affaire Trillium de septembre 2010<sup>416</sup>, la FINRA a prononcé une amende d'un million de dollars à l'encontre de l'acteur de marché pour *layering*. Confronté aux mêmes obstacles probatoires que son homologue européen, le régulateur américain privilégie semble privilégier une approche pragmatique, tolérant le recours à des éléments estimatifs en l'absence de cadre méthodologique formalisé<sup>417</sup>.

Si l'administration de la preuve de l'élément matériel d'une pratique manipulateur en lien avec le trading haute fréquence constitue déjà un obstacle pour le régulateur, ce dernier est également confronté à l'exigence d'un élément intentionnel.

## 2. L'exigence d'un élément intentionnel

<sup>412</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>413</sup> Commission des sanctions, 12 mai 2011, SAN-2011-09, *Kraay Trading*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf)

<sup>414</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>415</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>416</sup> FINRA, Letter of Acceptance, Waiver and Consent, *Trillium Brokerage Services LLC*, No. 20070076782-01. Disponible sur Internet : [https://www.finra.org/sites/default/files/fda\\_documents/2007007678201\\_FDA\\_JM992354%20%282019-1563209360531%29.pdf](https://www.finra.org/sites/default/files/fda_documents/2007007678201_FDA_JM992354%20%282019-1563209360531%29.pdf)

<sup>417</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

La difficulté probatoire liée à l'élément intentionnel d'une pratique manipulative réside dans l'identification de l'auteur de l'infraction. Dans le cadre du trading haute fréquence, la démonstration d'une volonté de manipuler le marché demeure délicate dans la mesure où la frontière entre initiative humaine et comportement autonome est ténue. Dès lors, se pose la question de l'imputabilité de l'intention manipulative, en ce que l'auteur direct est un « robot intelligent »<sup>418</sup>.

Si la caractérisation de l'élément intentionnel constitue une exigence pour le délit pénal de manipulation de cours, en vertu de l'article 5§1 de la directive MAD, la réponse demeure plus incertaine s'agissant du manquement administratif.

En effet, il convient de déterminer si l'élément intentionnel est présumé dans le cadre de la caractérisation des éléments constitutifs du manquement, ou s'il est expressément exclu, conférant à ce dernier un caractère purement objectif<sup>419</sup>.

À cet égard, le considérant 23 de la directive MAD dispose que le manquement de manipulation de cours demeure une infraction objective pour la caractérisation de laquelle aucun élément intentionnel n'a à être démontré<sup>420</sup>. Dans le prolongement de cette approche, l'AMF a admis, dans sa décision *Virtu* du 4 décembre 2015<sup>421</sup>, que la manipulation de cours constitue « un manquement objectif qui peut être caractérisé sans qu'il soit besoin d'établir que l'auteur des faits avait une intention manipulative »<sup>422</sup>.

Toutefois, un doute subsiste puisque la décision *Virtu* du 19 mai 2017 du Conseil d'État<sup>423</sup> est venue tempérer la solution retenue par l'AMF. Bien que le juge administratif ait confirmé la qualification objective retenue par le régulateur, il précise qu'il « n'est pas nécessaire de rechercher si le comportement reproché procédait d'une intention manipulative lorsque son auteur ne peut ignorer que les ordres qu'il passe ont nécessairement pour effet de donner des indications fausses ou trompeuses »<sup>424</sup>. En d'autres termes, l'intention peut être

---

<sup>418</sup> Loc. cit. GAYRAUD. *Le Nouveau capitalisme criminel*.

<sup>419</sup> Loc. cit. DRUMMOND. *Droit financier*.

<sup>420</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 455.

<sup>421</sup> Loc. cit. Commission des sanctions, 4 décembre 2015, *Virtu Financial Europe Ltd*.

<sup>422</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>423</sup> Conseil d'État, 19 mai 2017, n°396698, *Virtu Financial Europe Ltd*. Disponible sur Internet : <https://www.legifrance.gouv.fr/ceta/id/CETATEXT000034797211>

<sup>424</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

écartée lorsque la conscience de l'effet manipulateur est manifeste ; à l'inverse, en l'absence d'une telle conscience, la démonstration d'une intention manipulateur semble alors exigée<sup>425</sup>.

D'aucuns considèrent que l'introduction d'un critère d'intentionnalité dans la caractérisation d'une pratique manipulateur présenterait l'intérêt de permettre la neutralisation *ab initio* des programmes algorithmiques conçus pour émettre et annuler des ordres dans le seul dessein de perturber le bon fonctionnement du marché, notamment dans le cadre du trading haute fréquence<sup>426</sup>.

Dans le prolongement de cette approche, il convient de souligner que le droit américain subordonne la qualification de manipulation de cours sur le fondement de la règle 10b-5 du *Securities Exchange Act* à la démonstration d'une intention frauduleuse. En ce sens, la Cour suprême des États-Unis<sup>427</sup> a défini le *scienter* comme un « état d'esprit impliquant l'intention de tromper, de manipuler ou de frauder » les autres participants du marché<sup>428</sup>. Cette exigence subjective permet dès lors d'opérer une ligne de démarcation entre les pratiques licites relevant d'une stratégie non-directionnelle et les pratiques manipulateurs relevant d'une stratégie directionnelle, notamment dans le cadre du trading haute fréquence.

Une fois la caractérisation des éléments constitutifs d'une pratique manipulateur en lien avec le trading haute fréquence établie, il convient d'analyser sa mise en œuvre effective par les régulateurs européens et américains à travers leur pratique décisionnelle.

### C. La pratique décisionnelle des régulateurs

L'approche contentieuse des autorités de régulation européennes et américaines se distingue par une pratique décisionnelle européenne sporadique (1), à rebours de celle américaine davantage prolifique (2).

#### 1. Une pratique décisionnelle européenne sporadique

---

<sup>425</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>426</sup> Loc. cit. GALLAND. *La régulation du trading haute fréquence*.

<sup>427</sup> *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976), No. 74-1042. Disponible sur Internet : [https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1975/74-1042\\_12-03-1975.pdf](https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1975/74-1042_12-03-1975.pdf)

<sup>428</sup> "A mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud."

La discrétion jurisprudentielle européenne en matière de trading haute fréquence peut s'expliquer par les caractéristiques structurelles du système de *civil law*, lequel est marqué par la primauté des textes sur l'interprétation casuistique et contribue ainsi à une certaine inertie de la répression<sup>429</sup>.

Le régulateur européen intervient de manière ponctuelle afin de sanctionner certaines pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, parmi lesquelles figure notamment le *layering*, révélé par l'affaire *Kraay Trading* du 12 mai 2011<sup>430</sup>. Bien que l'AMF n'ait pas caractérisé le comportement de *layering* en l'espèce, et ce en raison de difficultés probatoires, cette décision constitue une première sensibilisation des acteurs de marché au trading haute fréquence envisagé sous le prisme de ses potentiels effets manipulatoires<sup>431</sup>. Par la suite, l'AMF est de nouveau intervenue concernant la question du *layering* à l'occasion de l'affaire *Virtu* du 4 décembre 2015<sup>432</sup>, dans laquelle elle a reconnu le caractère non intentionnel du manquement administratif. La portée de cette décision réside dans l'originalité et la sévérité de la sanction prononcée : une double amende de cinq millions d'euros, infligée à la fois au marché réglementé Euronext Paris pour manquement professionnel et à l'acteur de marché pour manipulation de cours. Il s'agit de la première sanction formelle relative au trading haute fréquence prononcée par le régulateur français. À noter, le Conseil d'État est intervenu le 19 mai 2017, réduisant le montant de l'amende infligée à *Virtu* à trois millions d'euros<sup>433</sup>. Enfin, par la décision *Bill Nie* du 12 octobre 2015<sup>434</sup>, le régulateur a sanctionné le dirigeant d'une entreprise d'investissement ayant recours au trading haute fréquence à une amende d'un million d'euros pour des faits de *layering*<sup>435</sup>.

Également, l'AMF a retenu l'existence d'une pratique manipulatoire dans le dysfonctionnement d'un algorithme, lequel dépassait le simple manquement professionnel, à l'occasion de l'affaire *Getco* du 8 juillet 2016<sup>436</sup>. L'entreprise d'investissement ayant recours

---

<sup>429</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>430</sup> Loc. cit. Commission des sanctions, 12 mai 2011, *Kraay Trading*.

<sup>431</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 459.

<sup>432</sup> Loc. cit. Commission des sanctions, 4 décembre 2015, *Virtu Financial Europe Ltd*.

<sup>433</sup> Loc. cit. Conseil d'État, 19 mai 2017, *Virtu Financial Europe Ltd*.

<sup>434</sup> Commission des sanctions, 8 octobre 2015, SAN-2015-17, *Bill Nie*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-08/neonet\\_anonymisee\\_-\\_publication\\_site\\_0.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-08/neonet_anonymisee_-_publication_site_0.pdf)

<sup>435</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>436</sup> Loc. cit. Commission des sanctions, 8 juillet 2016, *Getco Europe Ltd*.

au trading haute fréquence a ainsi été sanctionnée d'une amende de 400 000 euros pour l'émission d'ordres « scintillants »<sup>437</sup>.

Par ailleurs, il convient de mentionner la récente condamnation de l'entreprise Bloomberg<sup>438</sup>, pour la publication d'un faux communiqué relatif à la société cotée Vinci, prononcée par un arrêt de la Cour de cassation en date du 14 février 2024<sup>439</sup>. Confirmant la sanction de cinq millions d'euros infligée par l'AMF<sup>440</sup>, réduite à trois millions d'euros par la Cour d'appel de Paris<sup>441</sup>, cette décision établit la corrélation entre la diffusion de fausses informations et le trading haute fréquence dans la mesure où la propagation ultrarapide d'informations erronées déclenche une réaction instantanée des algorithmes, amplifiant ainsi l'impact de la désinformation sur les marchés financiers.

Si le régulateur européen semble disposer d'un arsenal juridique adapté à la répression des pratiques manipulatoires liées au trading haute fréquence, il apparaît néanmoins que cette palette d'outils demeure peu exploitée. À l'inverse, si le régulateur américain dispose d'un cadre réglementaire rudimentaire, il semble que ce dernier soit davantage efficace.

## 2. Une pratique décisionnelle américaine prolifique

Le foisonnement jurisprudentiel américain en matière de trading haute fréquence peut s'expliquer par les spécificités du système de *common law*, lequel est marqué par une approche casuistique et tend à favoriser une pratique décisionnelle dynamique face aux nouvelles évolutions technologiques<sup>442</sup>.

À ce titre, le régulateur américain est régulièrement confronté aux dérives manipulatoires du trading haute fréquence, la première étant illustrée par le *Flash Crash* du 6

---

<sup>437</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>438</sup> « Faux communiqué Vinci : Bloomberg définitivement condamné ». Les Échos. 19 février 2024. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/faux-communiqué-vinci-bloomberg-définitivement-condamné-2077247> (consulté le 27 mai 2025).

<sup>439</sup> Cour de cassation, Chambre commerciale, 14 février 2024, n°22-10.472, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000049163183>

<sup>440</sup> Commission des sanctions, 11 décembre 2019, SAN-2019-17, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-12/san-2019-17.pdf>

<sup>441</sup> Cour d'appel de Paris, 16 septembre 2021, n°20/03031, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.cours-appel.justice.fr/sites/default/files/2022-05/20-03031%20BLOOMBERG%20contre%20AMF.pdf>

<sup>442</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

mai 2010, pour lequel le trader Navinder Singh Sarao a été tenu en partie responsable<sup>443</sup>. Cette récurrence donne ainsi lieu à une jurisprudence abondante en la matière ; toutefois, ces décisions ne constituent que la « face émergée de l'iceberg » selon certains<sup>444</sup>.

De fait, la FINRA est d'abord intervenu en septembre 2010 afin de sanctionner une pratique de *layering* mise en œuvre par l'acteur de marché Trillium, laquelle a été condamnée à une amende d'un million de dollars<sup>445</sup>. Par la suite, la SEC a prononcé une sanction d'un million de dollars à l'encontre de l'entreprise de trading haute fréquence Athena Capital Research en octobre 2014<sup>446</sup> pour une pratique de *marking the close*, laquelle consiste à tenter d'influencer artificiellement le prix de clôture d'un titre coté<sup>447</sup>.

Par ailleurs, le régulateur américain intervient activement afin de sanctionner certaines pratiques manipulatoires associées au trading haute fréquence, parmi lesquelles figure notamment le *spoofing*, révélé par l'affaire *Michael Coscia* d'octobre 2014<sup>448</sup>. Cette décision constitue la première par laquelle la CFTC a condamné la pratique de *spoofing* sur les marchés de dérivés, Michael Coscia ayant été condamné à une amende de 2,8 millions de dollars ainsi qu'à une peine d'emprisonnement de trois ans. Ensuite, la SEC est intervenu à l'occasion de l'affaire *Briargate* d'octobre 2015<sup>449</sup> en vue de sanctionner un nouveau cas de *spoofing*, par une amende d'un million de dollars<sup>450</sup>. Également, la CFTC s'est prononcée une nouvelle fois sur un cas de *spoofing* sur les marchés de dérivés lors de l'affaire *3Red Trading* de janvier 2017<sup>451</sup>, à l'occasion de laquelle son dirigeant, Igor Oystacher, a été condamné à une amende de 2,5 millions de dollars.

---

<sup>443</sup> *U.S. Commodity Futures Trading Commission v. Navinder Singh Sarao*, No. 15 CV 3398, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfsaraoorder111416.pdf>

<sup>444</sup> Loc. cit. ORIOL. LADLEY. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*.

<sup>445</sup> Loc. cit. FINRA, Letter of Acceptance, Waiver and Consent, *Trillium Brokerage Services LLC*.

<sup>446</sup> SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *Athena Capital Research LLC*, No. 3-16199. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2014/34-73369.pdf>

<sup>447</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>448</sup> *United States v. Michael Coscia*, No. 14 CR 551, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : [https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002\\_01a.pdf](https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002_01a.pdf)

<sup>449</sup> SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *Briargate Trading LLC*, No. 3-16889. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2015/33-9959.pdf>

<sup>450</sup> Loc. cit. NUSSENBAUM. « Trading haute fréquence : efficience des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ».

<sup>451</sup> *U.S. Commodity Futures Trading Commission v. Igor Oystacher and 3 RED Trading LLC*, No. 15 CV 09196, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfostacherorder122016.pdf>

Enfin, la richesse de la pratique décisionnelle américaine en matière de trading haute fréquence se donne à voir par deux récentes sanctions<sup>452</sup>. Ainsi, la CFTC a infligé une amende exemplaire de 920 millions de dollars à JP Morgan en septembre 2020<sup>453</sup>, tandis que la SEC a imposé une amende de 6,5 millions de dollars à TD Securities en septembre 2024<sup>454</sup>, chacun de ces établissements ayant été sanctionné pour des faits de *spoofing*.

Ainsi, l'analyse de la pratique décisionnelle des autorités de régulation européennes et américaines invite à s'interroger sur l'optimisation de la répression, notamment à travers le renforcement de la coopération internationale.

### **III. L'optimisation de la répression par la voie de la coopération internationale**

L'optimisation de la répression par la voie de la coopération internationale peut s'illustrer par l'adoption d'un cadre réglementaire commun, lequel s'avère être illusoire (Section 1) ; dès lors, le renforcement de la coopération internationale semble être impérative (Section 2).

#### **Section 1 : L'adoption illusoire d'un cadre réglementaire commun**

À l'ère de l'interconnexion des marchés financiers, la perspective d'une réglementation mondiale du trading haute fréquence émerge inéluctablement<sup>455</sup>. En effet, l'harmonisation du cadre réglementaire applicable à cette nouvelle forme de trading permettrait de limiter, à bon escient, la concurrence normative entre les systèmes nationaux, illustrée par le contraste entre la rigueur du cadre européen et la flexibilité de son pendant américain.

Pourtant, l'objectif d'uniformisation de la régulation financière en matière de trading haute fréquence ne saurait être assimilé à une amélioration du modèle européen par l'adoption du référentiel juridique américain. Au contraire, il est davantage question de rechercher une

---

<sup>452</sup> Loc. cit. ORIOL. LADLEY. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*.

<sup>453</sup> SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *J.P. Morgan Securities LLC*, No. 3-20094. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2020/33-10858.pdf>

<sup>454</sup> SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *TD Securities LLC*, No. 3-22223. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11314.pdf>

<sup>455</sup> Op. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*. Page 76.

certaine convergence des cadres normatifs, et ce en vue de « préserver la diversité des objets harmonisés »<sup>456</sup>.

Or, la volonté, certes légitime, d'universaliser la réglementation applicable au trading haute fréquence pourrait se solder par un patriotisme juridique, chaque autorité de régulation cherchant à promouvoir son propre modèle de supervision<sup>457</sup>. Par ailleurs, le décalage dans la mise en cohérence des législations nationales pourrait générer de nouvelles stratégies d'arbitrage réglementaire, revenant à « tout changer pour que rien ne change ».

Ainsi, l'adoption d'un cadre réglementaire commun du trading haute fréquence ne peut être qu'utopique, le renforcement de la coopération internationale semblant devoir s'imposer.

## Section 2 : L'impératif d'une coopération internationale renforcée

À défaut d'un cadre unique réglementaire du trading haute fréquence, le renforcement de la coopération internationale s'impose comme une nécessité en vue d'améliorer le dialogue entre les régulateur européen et américain, tout en conservant la diversité des systèmes juridiques<sup>458</sup>.

À cet égard, la « loi de blocage » du 26 juillet 1968 établit une interdiction de communiquer des renseignements susceptibles de porter atteinte aux intérêts essentiels de la nation ou visant à constituer des preuves dans le cadre de procédures étrangères<sup>459</sup>. Toutefois, l'exigence de dialogue entre les différentes autorités de régulation conduit à l'adoption d'accords internationaux visant à faciliter la coopération internationale.

Par conséquent, l'AMF est tenue d'apporter son concours à la régulation internationale des marchés financiers selon l'article L. 621-1 du CMF et de coopérer avec les autres autorités de supervision européennes, en application de l'article L. 632-1 du CMF. À noter, l'article 26 du règlement MAR encadre la coordination entre le autorités européennes et celles des États tiers, parmi lesquels figurent les États-Unis, favorisant ainsi la conclusion d'accords bilatéraux

---

<sup>456</sup> BOODMAN, Martin. « The Myth of Harmonization of Laws ». *American Journal of Comparative Law*. 1991. Vol. 39. N°4. Page 699.

<sup>457</sup> VILLABLANCA, Lusitania. *Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Étude de droit comparé*. Thèse de Doctorat en droit privé. Université Paris-Panthéon-Assas. Décembre 2013. Page 504.

<sup>458</sup> Op. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*. Page 578.

<sup>459</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

de coopération<sup>460</sup>. Régie par les articles L. 632-7 et R. 621-1 du CMF, la coopération avec des autorités de régulation extra-européennes s'illustre notamment par des échanges d'information et une assistance lors des contrôles et enquêtes. Dans ce cadre, l'AMF peut informer une autorité étrangère de la commission d'un abus de marché sur son territoire ou obtenir d'elle toute information utile dans le cadre d'une enquête portant sur un tel abus, notamment lorsque des éléments de preuve localisés à l'étranger<sup>461</sup>.

Conjointement, la SEC est autorisée à collecter des informations sur le territoire américain, à la demande d'une autorité étrangère, en vue de réprimer un potentiel abus de marché portant préjudice à cette dernière en vertu de l'article 21(a)(2) du *Securities Exchange Act*<sup>462</sup>. La SEC, s'étant faite « championne du *memorandum of understanding* (MOU) »<sup>463</sup>, a conclu le 14 décembre 1989 un accord d'assistance mutuelle avec l'ancienne Commission des opérations de bourse, devenue l'Autorité des marchés financiers, afin d'encadrer les échanges d'information entre les deux autorités de régulation<sup>464</sup>.

À ce titre, sur les 36 nouvelles enquêtes ouvertes par l'AMF en 2022, 19 ont été menées en collaboration avec des autorités de régulation étrangères<sup>465</sup>. Cette dynamique s'est maintenue en 2023, avec 19 enquêtes coopératives sur un total de 37<sup>466</sup>, et s'est accentuée légèrement en 2024, où 20 des 30 enquêtes ont impliqué une coopération internationale<sup>467</sup>, illustrant donc de l'importance d'un dialogue coordonné entre les différentes autorités de régulation.

D'aucuns estiment qu'un perfectionnement de ce dialogue s'impose au regard de la globalisation des pratiques économiques, lequel peut se concrétiser par la biais de trois initiatives réglementaires<sup>468</sup>. Tout d'abord, les autorités de régulation auraient intérêt à coordonner leurs processus de collecte de données afin de mieux appréhender les stratégies de trading haute fréquence mises en œuvre par les acteurs de marché. Ensuite, les régulateurs pourraient prévoir le partage de ces données afin de dispenser une réponse rapide face aux perturbations de marché induites par le trading haute fréquence. Enfin, l'introduction d'une

---

<sup>460</sup> Loc. cit. BONNEAU. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*.

<sup>461</sup> Loc. cit. MARTIN. DEZEUZE. *Les abus de marché*.

<sup>462</sup> 15 U.S. Code §78.

<sup>463</sup> MANN, Michael. *Coopération transfrontalière : la clé du combat contre la fraude internationale sur les valeurs mobilières*. Revue d'économie financière. N°33. 1995.

<sup>464</sup> ROUIMY, Michaël. *Le contentieux du marché boursier : entre régulation et juridiction*. Thèse de doctorat en droit. Université Paris-Panthéon-Sorbonne. 2013. Page 22.

<sup>465</sup> Loc. cit. AMF. *Rapport annuel*. 26 juin 2023.

<sup>466</sup> Loc. cit. *Rapport annuel*. 23 mai 2024.

<sup>467</sup> Loc. cit. AMF. *Rapport annuel*. 26 mai 2025.

<sup>468</sup> Loc. cit. LEIS. *High-Frequency Trading*.

autorité de régulation à l'échelle internationale, assurant une application cohérente des cadres juridiques nationaux, constituerait un levier essentiel pour renforcer la stabilité des marchés financiers mondiaux.

Ainsi, le renforcement de la coopération internationale s'impose comme un impératif, tant pour améliorer le dialogue entre les autorités de régulation que pour préserver la diversité des régimes juridiques existants, afin de garantir une répression efficace du trading haute fréquence et ainsi préserver pleinement l'intégrité des marchés financiers.

## CONCLUSION

Cette étude s'est attachée à évaluer dans quelle mesure l'état actuel de la régulation européenne et américaine du trading haute fréquence parvient à concilier la quête d'efficacité des marchés financiers avec l'impératif de préserver leur stabilité et leur intégrité.

En tant qu'activité de marché licite, le trading haute fréquence bénéficie d'un encadrement destiné à assurer la stabilité des marchés et la confiance des investisseurs. Le dispositif européen s'illustre par une approche harmonisée, imposant des exigences strictes, afin d'assurer une régulation contraignante de ce phénomène. À l'inverse, le système américain se caractérise par une architecture plus fragmentée, voire flexible, reposant notamment sur un maillage de régulateurs sectoriels.

Dès lors qu'il devient le vecteur potentiel d'un comportement manipulateur, le trading haute fréquence est susceptible de faire l'objet d'une répression en vue de préserver l'intégrité des marchés financiers. La régulation européenne repose sur une approche normativiste rigide, fondée sur une définition formelle et une typologie des pratiques manipulateurs pouvant être mises en œuvre. En revanche, le modèle américain privilégie une logique davantage casuistique, prenant appui sur une analyse circonstanciée des faits, et ce en vue d'adapter la réponse répressive aux comportements manipulateurs émergents.

À défaut de l'adoption d'un cadre réglementaire mondial du trading haute fréquence, l'optimisation du dialogue international s'impose comme une nécessité afin de détecter et réprimer efficacement les dérives liées à ce phénomène. Si la politique isolationniste adoptée par les États-Unis interroge quant au maintien de l'Union européenne comme alliée stratégique traditionnelle, elle ne fait que confirmer l'intérêt de consolider la coopération internationale entre les autorités de régulation européennes et américaines.

Ainsi, l'enjeu actuel auquel sont confrontés les régulateurs consiste à faire évoluer le cadre réglementaire du trading haute fréquence, en alliant la rigueur d'un cadre juridique suffisamment prescriptif à la souplesse nécessaire pour intégrer les avancées technologiques toujours plus sophistiquées. Si « rien n'est permanent, sauf le changement », la régulation financière doit ainsi chercher à s'inscrire dans une dynamique résolument évolutive afin de garantir pleinement l'efficacité des marchés à l'ère du trading haute fréquence.

**GLOSSAIRE**

<b>Terme en anglais</b>	<b>Terme en français</b>
<i>Commodity Futures Trading Commission</i>	Autorité fédérale américaine de réglementation des marchés de dérivés
<i>Commodity Exchange Act</i>	Loi fédérale américaine visant à réguler les marchés de dérivés
<i>Dow Jones Industrial Average</i>	Indice boursier américain
<i>Dodd-Frank Act</i>	Loi fédérale américaine visant à renforcer la supervision bancaire et la réglementation des marchés de produits dérivés
<i>Department of Justice</i>	Département de la justice des États-Unis
<i>Euronext Paris</i>	Principal marché réglementé français
<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>	Organisation non-gouvernementale américaine chargée de la surveillance des marchés financiers
<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>	Marché réglementé américain entièrement automatisé
<i>New York Stock Exchange</i>	Principal marché réglementé américain
<i>Sarbanes-Oxley Act</i>	Loi fédérale américaine visant à renforcer la gouvernance d'entreprise
<i>Securities and Exchange Commission</i>	Autorité fédérale américaine de réglementation des marchés financiers
<i>Securities Exchange Act</i>	Loi fédérale américaine visant à réguler le marché financier secondaire

## **BIBLIOGRAPHIE**

### **Législation**

#### 1. Réglementation européenne

- Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF 2).
- Règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIFIR).
- Règlement délégué n°2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.
- Règlement délégué n°2017/584 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.
- Règlement délégué n°2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014.
- Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marchés (MAR).
- Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (MAD).
- Règlement délégué n°2016/522 de la Commission du 17 décembre 2015 complétant le Règlement n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014.
- Directive 2024/790/UE du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers.
- Règlement n°2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement n°600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

#### 2. Réglementation de droit interne

- Code monétaire et financier (CMF), art. L. 533-10-3 et s.
- Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.
- Loi n°2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012.
- Loi n°2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (abrogée).

- Loi n°2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.
- Ordonnance n°2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers.

### 3. Réglementation américaine

- U.S. Congress, *Securities Exchange Act*, 15 U.S.C. §78 et s. (1934).
- U.S. Congress, *Commodity Exchange Act*, 7 U.S.C. §1 et s. (1936).
- U.S. Congress, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 12 U.S.C. §53 et s. (2010).

## Pratique décisionnelle

### 1. Pratique décisionnelle européenne

- CEDH. 27 août 2002. N°58188/00. *Didier c. France*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/eng#%7B%22appno%22:%5B%2258188/00%22%5D,%22itemid%22:%5B%22001-43692%22%5D%7D>
- CEDH. 4 mars 2014. N°18640/10. *Grande Stevens c. Italie*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/fre#%7B%22itemid%22:%5B%22001-141370%22%5D%7D>
- CEDH. 15 novembre 2016. N°24130/11. *A et B c. Norvège*. Disponible sur Internet : <https://hudoc.echr.coe.int/fre#%7B%22itemid%22:%5B%22001-168973%22%5D%7D>
- CJUE. 20 mars 2018. C-524/15. *Menci*. Disponible sur Internet : <https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=20C32AF35C81F501372158FEB99ED381?text=&docid=200404&pageIndex=0&doclang=FR&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=4194187>

### 2. Pratique décisionnelle de droit interne

#### Conseil d'État et Cour de cassation

- Conseil d'État, 19 mai 2017, n°396698, *Virtu Financial Europe Ltd*. Disponible sur Internet : <https://www.legifrance.gouv.fr/ceta/id/CETATEXT000034797211>
- Cour de cassation, Chambre commerciale, 14 février 2024, n°22-10.472, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.legifrance.gouv.fr/juri/id/JURITEXT000049163183>

#### Cour d'appel

- Cour d'appel de Paris, 16 septembre 2021, n°20/03031, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.cours-appel.justice.fr/sites/default/files/2022-05/20-03031%20BLOOMBERG%20contre%20AMF.pdf>

### Autorité des marchés financiers

- Commission des sanctions, 12 mai 2011, SAN-2011-09, *Kraay Trading*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2011-09%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2012%20mai%202011%20a%201%27egard%20de%20la%20societe%20KRAAY%20TRADING%20I%20BV.pdf)
- Commission des sanctions, 8 octobre 2015, SAN-2015-17, *Bill Nie*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-08/neonet\\_anonymisee\\_-\\_publication\\_site\\_0.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2022-08/neonet_anonymisee_-_publication_site_0.pdf)
- Commission des sanctions, 4 décembre 2015, SAN-2015-20, *Virtu Financial Europe Ltd*. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision\\_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%201%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/sanction/decision_sanction/SAN-2015-20%20-%20Decision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%204%20decembre%202015%20a%201%27egard%20des%20societes%20Euronext%20Paris%20SA%20et%20Virtu%20Financial%20Europe%20Ltd.pdf)
- Commission des sanctions, 8 juillet 2016, SAN-2016-11, *Getco Europe Ltd*. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-12/getco-anonymisee-publication-site.pdf>
- Commission des sanctions, 11 décembre 2019, SAN-2019-17, *Bloomberg LP*. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-12/san-2019-17.pdf>

### 3. Pratique décisionnelle américaine

#### U.S. Supreme Court :

- *Hudson v. United States*, 522 U.S. 93 (1997), No. 96-976. Disponible sur Internet : [https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1997/96-976\\_10-08-1997.pdf](https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/1997/96-976_10-08-1997.pdf)
- *Morrison v. National Australia Bank*, 561 U.S. 247 (2010), No. 08-1191. Disponible sur Internet : <https://www.supremecourt.gov/pdfs/transcripts/2009/08-1191.pdf>
- *Securities Exchange Commission v. Jarkesy*, 603 U.S. \_\_ (2024), No. 22-859. Disponible sur Internet : [https://www.supremecourt.gov/opinions/23pdf/22-859\\_1924.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/23pdf/22-859_1924.pdf)

#### U.S. District Court

- *U.S. Commodity Futures Trading Commission v. Navinder Singh Sarao*, No. 15 CV 3398, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfsaraoorder111416.pdf>
- *United States v. Michael Coscia*, No. 14 CR 551, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : [https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002\\_01a.pdf](https://www.justice.gov/sites/default/files/usao-ndil/legacy/2015/06/11/pr1002_01a.pdf)
- *U.S. Commodity Futures Trading Commission v. Igor Oystacher and 3 RED Trading LLC*, No. 15 CV 09196, U.S. District Court for the Northern District of Illinois. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfoystacherorder122016.pdf>

## SEC

- SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *Athena Capital Research LLC*, No. 3-16199. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2014/34-73369.pdf>
- SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *Briargate Trading LLC*, No. 3-16889. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2015/33-9959.pdf>
- SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *J.P. Morgan Securities LLC*, No. 3-20094. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2020/33-10858.pdf>
- SEC, Order instituting cease-and-desist proceedings, *TD Securities LLC*, No. 3-22223. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11314.pdf>

## FINRA

- FINRA, Letter of Acceptance, Waiver and Consent, *Trillium Brokerage Services LLC*, No. 20070076782-01. Disponible sur Internet : [https://www.finra.org/sites/default/files/fda\\_documents/2007007678201\\_FDA\\_JM992354%20%282019-1563209360531%29.pdf](https://www.finra.org/sites/default/files/fda_documents/2007007678201_FDA_JM992354%20%282019-1563209360531%29.pdf)

## Travaux institutionnels

### 1. Travaux institutionnels européens

#### Lignes directrices et rapports

- CESR. *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information*. Ref. 10-802. July 29, 2010. Disponible sur Internet :

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/compiled\\_version\\_technical\\_advice\\_and\\_additional\\_information\\_mifid\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/compiled_version_technical_advice_and_additional_information_mifid_review.pdf)

- ESMA. *Consultation paper on the Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*. 20 July 2011. ESMA/2011/224. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_224.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_224.pdf)
- ESMA. *Consultation Paper on the MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. 18 December 2020. ESMA70-156-2368. Disponible sur Internet : <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-mifid-ii-mifir-review-report-algorithmic-trading>
- ESMA. *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*. 24 February 2012. ESMA/2012/2022. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_2012\\_122\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2012_122_en.pdf)
- ESMA. *MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*. 28 September 2021. ESMA70-156-4572. Disponible sur Internet : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572\\_mifid\\_ii\\_final\\_report\\_on\\_algorithmic\\_trading.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4572_mifid_ii_final_report_on_algorithmic_trading.pdf)
- Parlement européen. *Rapport sur la réglementation des transactions sur les instruments financiers*. 16 novembre 2010. A7-0326/2010. Disponible sur Internet : [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2010-0326\\_FR.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-7-2010-0326_FR.html)

## 2. Travaux institutionnels nationaux

### Colloques, propositions de loi et rapports

- AMF. *4<sup>ème</sup> colloque de la Commission des sanctions*. 5 octobre 2011. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu\\_simple/colloque\\_journee/colloque\\_commission\\_sanctions/4e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l'Autorite%20des%20marches%20financiers%20-%20Mercredi%205%20octobre%202011%20-%20Transcription%20des%20debats.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/4e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l'Autorite%20des%20marches%20financiers%20-%20Mercredi%205%20octobre%202011%20-%20Transcription%20des%20debats.pdf)
- AMF. *Étude des comportements des traders à haute fréquence (HFT) sur Euronext Paris*. 26 janvier 2017. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu\\_simple/lettre\\_ou\\_cahier/risques\\_tendances/Comportement%20des%20traders%20a%20haute%20frequence%20sur%20Euronext%20Paris.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/lettre_ou_cahier/risques_tendances/Comportement%20des%20traders%20a%20haute%20frequence%20sur%20Euronext%20Paris.pdf)
- AMF. *Rapport annuel*. 26 juin 2023. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/ra\\_amf\\_2022\\_fr.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-05/ra_amf_2022_fr.pdf)

- AMF. *Rapport annuel*. 23 mai 2024. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-08/amf\\_ra2023\\_bd.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-08/amf_ra2023_bd.pdf)
- AMF. *Rapport annuel*. 26 mai 2025. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2025-05/amf\\_rapport\\_annuel\\_2024\\_0.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2025-05/amf_rapport_annuel_2024_0.pdf)
- AMF. *Systèmes et contrôles dans un environnement de négociation automatisé*. Position DOC-2012-03. Disponible sur Internet : <https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2012-03#html-version-doctrine113883>
- BOMPARD, Jacques. *Proposition de loi visant à interdire le trading haute fréquence*. N°3414. 19 janvier 2016. Disponible sur Internet : <https://www.assemblee-nationale.fr/14/propositions/pion3414.asp>
- CAPPELLE-BLANCARD, Gunther. *La taxation des transactions financières : optimiser le dispositif français*. Centre d'Économie de la Sorbonne (CES). Juin 2024. Disponible sur Internet : <https://www.oxfamfrance.org/app/uploads/2024/06/Rapport-sous-embargo-La-taxation-des-transactions-financieres-Optimiser-le-dispositif-francais.pdf>
- Cour des comptes. Référé n° 2017-1860 sur la taxe sur les transactions financières et sa gestion. 19 juin 2017. Disponible sur Internet : <https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2017-07/20170704-refere-S2017-1860-taxe-transactions-financieres-et-depenses-fiscales.pdf>
- EMMANUELLI, Henri. MANCEL, Jean-François. *Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*. N° 3034. 14 décembre 2010. Disponible sur Internet : <https://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-enq/r3034.asp>
- NAEGELEN, Christophe. *Proposition de loi visant à sécuriser et à fiabiliser les recettes de la taxe sur les transactions financières*. N°371. 15 octobre 2024. Disponible sur Internet : [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371\\_proposition-loi.pdf](https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371_proposition-loi.pdf)
- OSEREDCZUCK Arnaud. *Le trading haute fréquence vu de l'AMF : 11<sup>ème</sup> journée des RCCI et des RCSI*. 16 mars 2011. Disponible sur Internet : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu\\_simple/colloque\\_journee/journee\\_rcsi-rci/11e%20journee%20des%20RCCI%20et%20des%20RCSI%20-%20Le%20trading%20haute%20frequence%20vu%20de%20l'AMF.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/journee_rcsi-rci/11e%20journee%20des%20RCCI%20et%20des%20RCSI%20-%20Le%20trading%20haute%20frequence%20vu%20de%20l'AMF.pdf)

### 3. Travaux institutionnels américains

#### Propositions de lois et rapports

- OICV-IOSCO (technical committee). *Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*. CR 02/11. July 2011. Disponible sur Internet : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd354.pdf>

- SEC. *Concept Release on Equity Market Structure*. 17 CFR PART 242. [Release No. 34-61358. File No. S7-02-10]. RIN 3235-AK47. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/rules/concept/2010/34-61358.pdf>
- SEC. *Finding regarding the market events of May 6, 2010 : Report of the staffs of the CFTC and SEC to the joint advisory committee on emerging regulatory issues*. September 30, 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>
- SEC. *Recommendations regarding regulatory responses to the market events of May 6, 2010*. Summary Report of the Joint CFTC-SEC Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues. February 18, 2011. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/spotlight/sec-cftcjointcommittee/021811-report.pdf>
- *Stronger Enforcement of Civil Penalties Act of 2024*, H.R.9451, 118th Congress (2024). Disponible sur Internet : <https://www.congress.gov/bill/118th-congress/house-bill/9451>

### Dossiers législatifs

- CFTC. *Notice of Proposed Rulemaking on Regulation Automated Trading*. 2015. Disponible sur Internet : [https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/regat\\_factsheet112415.pdf](https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/regat_factsheet112415.pdf) (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Co-Location / Proximity Hosting Services*. 2010-13613 (75 FR 33198). 2010. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2010/06/11/2010-13613/co-locationproximity-hosting-services> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Consolidated Audit Trail*. 2012-17918 (77 FR 45722). 2012. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2012/08/01/2012-17918/consolidated-audit-trail> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Electronic Trading Risk Principles*. 2020-27622 (86 FR 2048). 2020. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2021/01/11/2020-27622/electronic-trading-risk-principles#:~:text=The%20final%20rules%20set%20forth,pre%2Dtrade%20risk%20controls%20for> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS (proposed rule)*. E9-22911 (74 FR 48632). 2009. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2009/09/23/E9-22911/elimination-of-flash-order-exception-from-rule-602-of-regulation-nms> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Further Definition of “As a Part of a Regular Business” in the Definition of Dealer and Government Securities Dealer in Connection with Certain Liquidity Providers*. 2024-02837 (89 FR 14938). 2024. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2024/02/29/2024-02837/further->

[definition-of-as-a-part-of-a-regular-business-in-the-definition-of-dealer-and-government#:~:text=Section%203\(a\)\(5,own%20account%2C%20either%20individually%20or](#) (consulté le 7 janvier 2025).

- Federal Register. *Joint Industry Plan : Order Approving the Eighteenth Amendment to the National Market System Plan to Address Extraordinary Market Volatility*. 2019-07637 (84 FR 16086). 2019. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2019/04/17/2019-07637/joint-industry-plan-order-approving-the-eighteenth-amendment-to-the-national-market-system-plan-to> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Large Trader Reporting Requirements*. 2024-11798 (89 FR 47439). 2024. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2024/06/03/2024-11798/large-trader-reporting-requirements#footnote-3-p47440> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Large Trader Reporting*. 2011-19419 (76 FR 46960). 2011. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2011/08/03/2011-19419/large-trader-reporting> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation Automated Trading : Withdrawal*. 2020-14383 (85 FR 42755). 2020. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2020/07/15/2020-14383/regulation-automated-trading-withdrawal> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation NMS : Minimum Pricing Increments, Access Fees, and Transparency of Better Priced Orders*. 2024-21867 (89 FR 81620). 2024. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2024/10/08/2024-21867/regulation-nms-minimum-pricing-increments-access-fees-and-transparency-of-better-priced-orders> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation NMS*. 05-11802 (70 FR 37496). 2005. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2005/06/29/05-11802/regulation-nms> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*. 98-33299 (63 FR 70844). 1998. Disponible sur Internet : <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1998-12-22/pdf/98-33299.pdf> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation Systems Compliance and Integrity*. 2014-27767 (79 FR 72252). 2014. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2014/12/05/2014-27767/regulation-systems-compliance-and-integrity> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Regulation Systems Compliance and Integrity*. 2023-05775 (88 FR 23146). 2023. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2023/04/14/2023-05775/regulation-systems-compliance-and-integrity> (consulté le 7 janvier 2025).

- Federal Register. *Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access*. 2010-28303 (75 FR 69792). 2010. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2010/11/15/2010-28303/risk-management-controls-for-brokers-or-dealers-with-market-access> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change To Extend the Current Pilot Program Related to Rule 7.10 (Clearly Erroneous Executions)*. 2022-15657 (87 FR 43921). 2022. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2022/07/22/2022-15657/self-regulatory-organizations-new-york-stock-exchange-llc-notice-of-filing-and-immediate#footnote-18-p43922> (consulté le 7 janvier 2025).
- Federal Register. *Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change To Amend Rule 7.10*. 2022-20592 (87 FR 58140). 2022. Disponible sur Internet : <https://www.federalregister.gov/documents/2022/09/23/2022-20592/self-regulatory-organizations-new-york-stock-exchange-llc-notice-of-filing-and-immediate> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Consolidated Audit Trail : Overview*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/rules-regulations/2012/07/consolidated-audit-trail> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS : Public comments*. 2009. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/rules-regulations/2010/07/elimination-flash-order-exception-rule-602-regulation-nms> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Large Trader Reporting : Overview*. 2011. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/rules-regulations/2011/07/large-trader-reporting> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Regulation Systems Compliance and Integrity : Public comments*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/rules-regulations/2023/03/regulation-systems-compliance-integrity> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *MIDAS : Market Information Data Analytics System*. 2013. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/securities-topics/market-structure-analytics/midas-market-information-data-analytics-system> (consulté le 7 janvier 2025).

### Communiqués de presse

- CFTC. *CFTC Approves Final Rules on Large Trader Reporting for Futures and Options*. 2024. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8902-24> (consulté le 7 janvier 2025).

- CFTC. *CFTC Approves Two Final Rules and Two Proposed Rules at June 25 Open Meeting.* 2020. Disponible sur Internet : [https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8188-20?utm\\_source=govdelivery](https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8188-20?utm_source=govdelivery) (consulté le 7 janvier 2025).
- CFTC. *CFTC Proposes Rulemaking Regarding Co-location/Proximity Hosting Services.* 2010. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/5832-10> (consulté le 7 janvier 2025).
- CFTC. *CFTC Unanimously Approves Proposed Rule on Automated Trading.* 2015. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7283-15> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Banning Marketable Flash Orders Open Meeting of the Securities and Exchange Commission.* 2009. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201-factsheet.htm> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *Barclays, Credit Suisse Charged With Dark Pool Violations.* 2016. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2016-16> (consulté le 23 mai 2025).
- SEC. *SEC Adopts Amendments to Exemption from National Securities Association Membership.* 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-154> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Adopts New Rule Preventing Unfiltered Market Access.* 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-210.htm> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Adopts Rules to Amend Minimum Pricing Increments and Access Fee Caps and to Enhance the Transparency of Better Priced Orders.* 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-137> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Adopts Rules to Include Certain Significant Market Participants as “Dealers” or “Government Securities Dealers”.* 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-14> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Adopts Transaction Fee Pilot for NMS Stocks.* 2018. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-298> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Approves Funding Amendment to National Market System Plan Governing the Consolidated Audit Trail.* 2023. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-169> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Approves New Exchange Rules for Breaking Clearly Erroneous Trades.* 2009. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-215.htm> (consulté le 7 janvier 2025).

- SEC. *SEC Approves New Rules Prohibiting Market Maker Stub Quotes*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-216.htm> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Approves Proposals to Address Extraordinary Volatility in Individual Stocks and Broader Stock Market*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2012-2012-107htm> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *SEC Approves Rules Expanding Stock-by-Stock Circuit Breakers and Clarifying Process for Breaking Erroneous Trades*. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-167.htm> (consulté le 7 janvier 2025).
- SEC. *TD Securities Charged in Spoofing Scheme*. 2024. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-160> (consulté le 7 janvier 2025).

### Conférences et discours

- CFTC. *Dissenting Statement of Commissioner Rostin Behnam Regarding Electronic Trading Risk Principles*. 2020. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/behnamstatement062520b>
- CFTC. *Statement of Chairman Heath P. Tarbert in Support of the Proposed Rule on Electronic Trading Risk Principles*. 2020. Disponible sur Internet. <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/tarbertstatement062520b>
- CFTC. *Statement of Chairman Timothy Massad Regarding Proposed Rule on Automated Trading*. 2015. Disponible sur Internet : <https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/massadstatement112415>
- SHAPIRO, Mary. *Remarks before the Security Traders Association*. Speech by SEC Chairman. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch092210mls.htm>
- U.S. SENATE. *Hearing Before the Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. 2009. US Government Printing Office. Washington. 2010. Disponible sur Internet : <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg53161/pdf/CHRG-111shrg53161.pdf>

### Ouvrages

#### 1. Ouvrages francophones

- AVENEL, Jean David. PEYRARD, Max. *Marchés et instruments financiers en Europe et dans le monde*. Gualino. 2017.

- BONNEAU, Thierry. DRUMMOND, France. *Droit des marchés financiers*. Corpus. Economica. 2010.
- BONNEAU, Thierry. PAILLER, Pauline. *Droit financier*. Précis Domat. LGDJ. 2023.
- BONNEAU, Thierry. *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*. Droit de l'Union européenne. Bruylant. 2024.
- CONAC, Pierre-Henri. « La réforme financière aux États-Unis par la loi Dodd- Frank de 2010 ». In REVET, Thierry. *Annales de la régulation, vol. III : Les réformes des régulations financières*. Institut de recherche juridique de la Sorbonne (IRJS). 2012.
- CONAC, Pierre-Henri. L'autorité de régulation du marché financier américain : la Securities and Exchange Commission (SEC) sur la période 2006-2008. In REVET, Thierry. *Annales de la régulation, vol. I*. Institut de recherche juridique de la Sorbonne (IRJS). 2006.
- CONAC, Pierre-Henri. L'autorité de régulation du marché financier américain : l'évolution de la Securities and Exchange Commission (SEC). In REVET, Thierry. *Annales de la régulation, vol. II*. Institut de recherche juridique de la Sorbonne (IRJS). 2009.
- CORNU, Gérard. *Vocabulaire juridique*. Quadrige. PUF. 2024.
- COURET, Alain. LE NABASQUE, Hervé. *Droit financier*. Précis. Dalloz. 2019.
- DRUMMOND, France. *Droit financier*. Corpus. Economica. 2020.
- FRANÇOIS, Bénédicte. « La répression et l'indemnisation aux États-Unis ». In REYGROBELLET, Arnaud. *La réforme du contentieux boursier : répression des abus de marché en France et solutions étrangères*. Bruxelles. Larcier. 2016. Page 145.
- GAYRAUD, Jean-François. *Le Nouveau capitalisme criminel*. Odile Jacob. 2014.
- JACQUILLAT, Bertrand. *Les 100 mots de la Finance*. Que Sais-Je. PUF. 2018.
- MANN, Michael. *Coopération transfrontalière : la clé du combat contre la fraude internationale sur les valeurs mobilières*. Revue d'économie financière. N°33. 1995.
- MARTIN, Didier. DEZEUZE, Éric. *Les abus de marché*. Droits & Professionnels. LexisNexis. 2021.
- NUSSENBAUM, Maurice. « Trading haute fréquence : efficacité des marchés ou manipulation de cours : les sanctions récentes ». In ROUSSILLE, Myriam. *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*. Joly. 2017.
- SÈVE, Margot. *La régulation financière face à la crise*. Droit et Économie. Bruylant. 2013.

## 2. Ouvrages anglophones

- ARNUK, Sal. SALUZZI, Joseph. *Broken Markets : How High Frequency Trading and Predatory Practices on Wall Street Are Destroying Investor Confidence and Your Portfolio*. Financial Times Prentice Hall. 2012.
- BOODMAN, Martin. « The Myth of Harmonization of Laws ». *American Journal of Comparative Law*. 1991. Vol. 39. N°4. Page 699.

## Articles de revues

### 1. Revue francophones

- BALDACCI, Bastien. *Finance quantitative à l'échelle de la microstructure : trading algorithmique et régulation*. La Jaune et la Rouge. Mai 2022. N°775.
- BARNÈCHE, Frédéric. *Le trading haute fréquence sous haute surveillance*. Revue banque. Juillet-Août 2012. N°750. Page 58.
- BARRIÈRE, François. *L'algorithme fou*. Bull. Joly Bourse. Octobre 2016. N°10. Page 410.
- BARRIÈRE, François. *Réflexions sur l'utilité du trading à haute fréquence*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 29.
- BONNEAU, Thierry. *High Frequency Trading*. Revue de droit bancaire et financier. Novembre-Décembre 2011. Comm. 213.
- BONNEAU, Thierry. *Le trading algorithmique : qualification juridique et critères de distinction avec le trading haute fréquence*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 25.
- BOURSIER, Marie-Emma. *L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marchés*. Bull. Joly Bourse. Septembre 2016. N°9. Page 382.
- CHACORNAC, Jérôme. *Abus de marché – Manipulation de cours*. Revue de droit bancaire et financier. Septembre-Octobre 2016. N°5. Comm 218.
- CONAC, Pierre-Henri. *Le nouveau cadre européen de la répression des abus de marché*. Bull. Joly Bourse. Février 2016. Page 71.
- CONAC, Pierre-Henri. *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*. Bull. Joly Bourse. Février 2005. N°2. Page 99.
- DECLERCK, Fanny. LESCOURRET, Laurence. *Dark pools et trading haute fréquence : une évolution utile ?* Revue d'économie financière. 2015. N°120. Page 113.

- DEFFAINS, Bruno. *L'impact de l'intelligence artificielle sur la stabilité des marchés financiers*. Revue de droit bancaire et financier. Septembre-Octobre 2024. N°5. Dossier 27.
- DEZEUZE, Éric. *Le trading algorithmique entre défis et défiance*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 30.
- DURANA, Gabrielle. *Trading à haute fréquence, une innovation de trop*. Revue Esprit. Mars-Avril 2013. Page 177.
- GALLAND, Maxime. *La régulation du trading haute fréquence*. Bull. Joly Bourse. Mars 2012. N°3. Page 129.
- GERMAIN, Laurent. BOCO, Hervé. *Le trading haute fréquence : lutter contre les bandits*. SAY. Juillet 2021. Page 134.
- GIVRY, Alexandra. *La régulation du trading haute fréquence*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 27.
- GIZARD, Bruno. *Le trading algorithmique : entre défis et défiance*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 24.
- GOLDMAN, Sarah. JEFFERS, Esther. *Ce que l'histoire économique nous enseigne sur la réglementation financière : l'exemple des États-Unis*. Revue d'économie financière. 2020. N°137. Page 49.
- GOUPIL, Luc. *Trading à haute fréquence : empreinte de marché et enjeux de régulation*. Revue d'économie financière. 2013. N°110. Page 277.
- LAUMONIER, Alexandre. *L'accélération de la finance*. Mouvements. 2014. N°79. Page 92.
- LENGLET, Marc. *Coder, décoder, recoder ? Ordres normatifs et enjeux de la régulation financière à l'ère du trading algorithmique*. Revue française de gestion. 2017. N°269/2017. Page 146.
- LENGLET, Marc. RIVA, Angelo. *Les conséquences inattendues de la régulation financières : pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers ?* Revue de la régulation. 2<sup>ème</sup> semestre 2013 . N°14.
- MARTY, Frédéric. *La crise de la régulation par la sanction ex post : les nouvelles voies de la régulation financière, de la crise des subprimes au trading haute fréquence*. Droit et Société. 2020. N°104. Page 71.
- SUBIGER, Pierre. *MIF 2 : les changements apportés par la révision de la directive et du règlement sur les marchés d'instruments financiers*. Bull. Joly Bourse. Juillet 2024. N°4. Page 15.
- THOUILLEZ, Thomas. *Processus d'automatisation des marchés financiers*. Marchés et organisations. 2024. N°49. Page 39.

- VALENCE, Étienne. *La réglementation et ses conséquences pratiques pour les PSI*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 26.
- VILMORIN, Olivier. BERDOU, Arnaud. *Éléments comparatifs et perspectives européennes et américaines*. Revue de droit bancaire et financier. Juillet-Août 2016. N°4. Dossier 28.

## 2. Revue anglophones

- BOONEN, Heleen. *High Frequency Trading, Electronic Frontrunning and Structural Insider Trading Under the EU Market*. NYU Journal of Law and Business. November 27, 2017.
- COSME, Orlando. *Regulating High-Frequency Trading: The Case for Individual Criminal Liability*. 109 J. Crim. L. & Criminology 365 (1019).
- GOMBER, Peter. BJORN, Arndt. LUTAT, Marco. UHLE, Tim. *High-Frequency Trading*. Université Goethe de Francfort-sur-le-Main. 2011.
- LEIS, Diego. *High Frequency Trading. Market manipulation and Systemic Risks from an EU perspective*. Working Paper. Université de Zurich. 2012.
- LIN, Tom. *The New Market Manipulation*. Emory Law Journal. Vol. 66. Temple University Legal Studies Research Paper. N°2017-2020. 2017.
- ORIOL, Nathalie. LADLEY, Daniel. VERYZHENKO, Iryna. *High-Frequency Spoofing, Market Fairness and Regulation*. University of Leicester School of Business. November 29, 2024.
- SANDERS, John. *High-Frequency Traders : How the SEC Can Tighten Regulation While Maintaining the Benefits of a Competitive Market*. American University Business Law Review. Vol. 13. N°2. 2024.
- VILLEROY DE GALHAU, François. *Construire le triangle de compatibilité de la finance numérique : innovations, stabilité, régulation*. Revue de la stabilité financière. Avril 2016. N°20. Page 7.
- WOODWARD, Megan. *The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union*. Vanderbilt Journal of Transnational Law. Vol. 50. N°5. 2017.
- YADAV, Yesha. *Insider Trading and Market Structure*. UCLA Law Review. Vol. 63. 2016. Page 968.

## Thèses et mémoires

- DANIEL, Stéphane. *Trading haute fréquence et manipulation de cours*. Mémoire Magistère Juriste d’Affaires – DJCE. Paris-Panthéon-Assas. 2011-2012. Page 72.
- JOLY, Caroline. *Le développement du High Frequency Trading et la formation de bourses multinationales géantes : analyse institutionnaliste du New-York Stock Exchange et de son processus de transformation historique*. Thèse de Doctorat en sociologie. Université du Québec à Montréal. Avril 2019. Page 313.
- LAMBERT, Sylvain. *L’application internationale du droit financier*. Thèse de Doctorat en droit. Université Paris-Panthéon-Assas. Février 2021. Page 969.
- ROUIMY, Michaël. *Le contentieux du marché boursier : entre régulation et juridiction*. Thèse de doctorat en droit. Université Paris-Panthéon-Sorbonne. 2013. Page 22.
- VILLABLANCA, Lusitania. *Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Étude de droit comparé*. Thèse de Doctorat en droit privé. Université Paris-Panthéon-Assas. Décembre 2013. Page 504.

### Articles de presse

#### 1. Presse francophone

- « Euronext et Virtu sévèrement sanctionnés par l’AMF ». Les Échos. 9 décembre 2015. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2015/12/euronext-et-virtu-severement-sanctionnes-par-lamf-263757> (consulté le 12 avril 2025).
- « Faux communiqué Vinci : Bloomberg définitivement condamné ». Les Échos. 19 février 2024. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/faux-communique-vinci-bloomberg-definitivement-condamne-2077247> (consulté le 27 mai 2025).
- « Flash Crash du 6 mai 2010 : le jour où le temps s’est arrêté à Wall Street ». Les Échos. 2016. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2016/01/flash-crash-du-6-mai-2010-le-jour-ou-le-temps-sest-arrete-a-wall-street-191771> (consulté le 9 février 2025).
- « L’Europe financière face à la dérégulation américaine ». Les Échos. 22 février 2025. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-leurope-financiere-face-a-la-deregulation-americaine-2150305> (consulté le 8 mars 2025).
- « Les geeks à la conquête de Wall Street ». *Le Monde*. 2009. Disponible sur Internet : [https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/09/02/les-geeks-a-la-conquete-de-wall-street\\_1234841\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/09/02/les-geeks-a-la-conquete-de-wall-street_1234841_3234.html) (consulté le 9 février 2025).
- « Le trader haute fréquence Getco mis en cause par l’AMF ». Les Échos. 6 juin 2016. Disponible sur Internet : <https://www.lesechos.fr/2016/06/le-trader-haute-frequence-getco-mis-en-cause-par-lamf-223223> (consulté le 12 avril 2025).
- « Trading algorithmique : mobilisation contre la « menace » des ordinateurs boursiers ». *Le Monde*. 2013. Disponible sur Internet :

[https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers\\_3196716\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers_3196716_3234.html)  
(consulté le 9 février 2025).

- « Un pas vers une taxe internationale sur les transactions financières serait une première historique ». *Le Monde*. 6 juin 2023. Disponible sur Internet : [https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/06/06/un-pas-vers-une-taxe-internationale-sur-les-transactions-financieres-serait-une-premiere-historique\\_6176430\\_3232.html](https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/06/06/un-pas-vers-une-taxe-internationale-sur-les-transactions-financieres-serait-une-premiere-historique_6176430_3232.html) (consulté le 9 février 2025).

## 2. Presse anglophone

- “Citadel Trade Group sue SEC over data-reporting cost”. *Bloomberg*. 2023. Disponible sur Internet : <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-17/citadel-securities-trade-group-sue-sec-over-data-reporting-cost> (consulté le 9 février 2025).
- “Former Goldman Sachs programmer's conviction overturned”. *Forbes*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.forbes.com/sites/walterpavlo/2012/02/17/former-goldman-sachs-programmers-conviction-overturned/> (consulté le 9 février 2025).
- “Rewarding bad actors”. *The New York Times*. 2009.
- “SEC’s Shapiro says surveillance tools inadequate”. *The Wall Street Journal*. 2011.
- “The Securities and Exchange Commission is watching you”. *The Wall Street Journal*. 2024. Disponible sur Internet : [https://www.wsj.com/articles/the-securities-and-exchange-commission-is-watching-you-surveillance-4e782f82?mod=opinion\\_lead\\_pos7](https://www.wsj.com/articles/the-securities-and-exchange-commission-is-watching-you-surveillance-4e782f82?mod=opinion_lead_pos7) (consulté le 9 février 2025).
- “To regulate rapid traders, SEC turns to one of them”. *The New York Times*. 2012. Disponible sur Internet : <https://www.nytimes.com/2012/10/08/business/sec-regulators-turn-to-high-speed-trading-firm.html> (consulté le 9 février 2025).

## Sites Internet

### 1. Sites francophones

- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Trading\\_algorithmique](https://fr.wikipedia.org/wiki/Trading_algorithmique) (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Transactions\\_à\\_haute\\_fréquence](https://fr.wikipedia.org/wiki/Transactions_à_haute_fréquence) (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://multinationales.org/fr/actualites/la-france-veut-elle-vraiment-d-une-taxe-sur-les-transactions-financieres> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/la-commission-des-sanctions-de-lautorite-des-marchés-financiers-sanctionne-virtu-financial-europe-et> (consulté le 3 janvier 2025).

- [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371\\_proposition-loi.pdf](https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/17/textes/117b0371_proposition-loi.pdf) (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/2017-07/20170704-refere-S2017-1860-taxe-transactions-financieres-et-depenses-fiscales.pdf> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/crise-de-la-zone-euro/2012-les-reformes-europeennes-du-secteur-bancaire-et-financier/un-renforcement-de-la-reglementation-des-marches-financiers/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/crise-des-subprimes/le-livre-noir-des-banques/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/finance-et-societe/nouvelles-economies/fintechs/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/finance-et-societe/nouvelles-economies/big-data/les-applications-du-big-data/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/produits-financiers/trading-haute-frequence/> (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/taxe-sur-les-transactions-financieres/#:~:text=La%20Taxe%20sur%20les%20Transactions%20Financi%C3%A8res%20\(TTF\)%20consiste%20%C3%A0%20pr%C3%A9lever,rachats%20de%20parts%20d'OPC](https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/taxe-sur-les-transactions-financieres/#:~:text=La%20Taxe%20sur%20les%20Transactions%20Financi%C3%A8res%20(TTF)%20consiste%20%C3%A0%20pr%C3%A9lever,rachats%20de%20parts%20d'OPC) (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.legifrance.gouv.fr/ceta/id/CETATEXT000034797211/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000027754539> (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers\\_3196716\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2013/05/20/trading-algorithmique-mobilisation-contre-la-menace-des-ordinateurs-boursiers_3196716_3234.html) (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://www.lemonde.fr/economie/article/2024/06/25/des-ong-denoncent-les-faibles-de-la-taxation-des-transactions-financieres-en-france\\_6243457\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2024/06/25/des-ong-denoncent-les-faibles-de-la-taxation-des-transactions-financieres-en-france_6243457_3234.html) (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.lesechos.fr/2015/12/euronext-et-virtu-severement-sanctionnes-par-lamf-263757> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.oxfamfrance.org/app/uploads/2024/06/Rapport-sous-embargo-La-taxation-des-transactions-financieres-Optimiser-le-dispositif-francais.pdf> (consulté le 3 janvier 2025).

- <https://www.senat.fr/dossier-legislatif/pj112-365.html> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.senat.fr/rap/111-107-2-1-1/111-107-2-1-11.pdf> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.senat.fr/rap/112-422-1/112-422-1.html> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.village-justice.com/articles/trading-haute-frequence,48782.html> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Marches-Financiers-L-impact-durable-des-algorithmes-sur-les-activites-de-marche-24523635/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Pres-de-50-amendements-ont-ete-proposes-par-le-Senat-au-nouveau-projet-de-loi-bancaire-du-gouve-16537475/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Trading-Haute-Frequence-60-des-transactions-mondiales-14409442/> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Trading-Haute-Frequence-Enfin-une-bribe-de-regulation-16540499/> (consulté le 3 janvier 2025).

## 2. Sites anglophones

- <https://bettermarkets.org/newsroom/secs-rules-on-the-definition-of-a-dealer-will-help-protect-investors-from-the-risks-that-high-frequency-trading-firms-pose/> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://bettermarkets.org/newsroom/secs-tick-size-rule-is-an-important-market-structure-reform-that-will-reduce-transaction-costs-for-retail-investors/> (consulté le 5 janvier 2025).
- [https://en.wikipedia.org/wiki/Market\\_manipulation](https://en.wikipedia.org/wiki/Market_manipulation) (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://fastercapital.com/content/Demystifying-the-Electronic-Communication-Network--ECN--in-Trading.html> (consulté le 5 janvier 2025).
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Commodity\\_Futures\\_Trading\\_Commission](https://fr.wikipedia.org/wiki/Commodity_Futures_Trading_Commission) (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Financial\\_Industry\\_Regulatory\\_Authority](https://fr.wikipedia.org/wiki/Financial_Industry_Regulatory_Authority) (consulté le 3 janvier 2025).
- [https://fr.wikipedia.org/wiki/Securities\\_and\\_Exchange\\_Commission](https://fr.wikipedia.org/wiki/Securities_and_Exchange_Commission) (consulté le 3 janvier 2025).

- [https://www-labase-lextenso-fr.docelec-u-paris2.idm.oclc.org/etudes-joly-bourse/B\\_EM015?em=consolidated%20tape%20provider](https://www-labase-lextenso-fr.docelec-u-paris2.idm.oclc.org/etudes-joly-bourse/B_EM015?em=consolidated%20tape%20provider) (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.akingump.com/en/insights/alerts/cftc-proposes-electronic-trading-principles-in-lieu-of-reg-at> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.bbc.com/news/business-23095938> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.fia.org/marketvoice/articles/cftc-withdraws-reg-advances-supplemental-electronic-trading-proposal> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/market-access> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.goodreads.com/work/quotes/38053447-flash-boys-a-wall-street-revolt#:~:text=The%20best%20way%20to%20manage,be%20good%20for%20their%20careers.&text=It%20was%20like%20a%20broken,that%20pays%20off%20every%20time> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.grcreport.com/post/finra-fines-citadel-securities-and-imc-financial-markets-for-cat-reporting-violations> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.gtlaw.com/en/insights/2020/7/cftc-cancels-and-replaces-proposed-regulation-at> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/articles/investing/091615/world-high-frequency-algorithmic-trading.asp> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/articles/markets/012716/four-big-risks-algorithmic-highfrequency-trading.asp> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/c/cea.asp> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/c/circuitbreaker.asp#citation-15> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/e/erroneous-trade.asp#:~:text=our%20editorial%20policies-,What%20Is%20an%20Erroneous%20Trade%3F,computer%20malfunctions%20or%20human%20error> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/f/flash-trading.asp> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/h/high-frequency-trading.asp#toc-advantages-and-disadvantages-of-hft> (consulté le 3 janvier 2025).
- <https://www.investopedia.com/terms/m/manipulation.asp> (consulté le 5 janvier 2025).

- <https://www.investopedia.com/terms/s/stub-quote.asp#:~:text=Stub%20quotes%20are%20limit%20orders,posting%20continuous%20two%20sided%20markets> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78o> (consulté le 5 janvier 2025).
- [https://www.law.cornell.edu/wex/rule\\_10b-5](https://www.law.cornell.edu/wex/rule_10b-5) (consulté le 5 janvier 2025).
- [https://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934) (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.lesechos.fr/2010/01/la-sec-prete-a-sattaquer-aux-acces-privilegies-au-marche-415531> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.morganlewis.com/pubs/2020/07/farewell-reg-at-hello-electronic-trading-principles> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.pkfod.com/insights/amendments-to-sea-rule-15b9-1-potential-increase-in-finra-membership/> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.rahmanravelli.co.uk/expertise/market-manipulation-investigations/articles/market-manipulation-in-the-us-explained/> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.reedsmith.com/fr/perspectives/2015/12/cftc-regulation-automated-trading-regulation-at> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/division-trading-markets-compliance-guides/guide-broker-dealer-registration> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-trading-markets/rule-613-consolidated-audit-trail> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.sec.gov/foia-services/frequently-requested-documents/alternative-trading-system-ats-list> (consulté le 5 janvier 2025).
- <https://www.thetradenews.com/new-models-to-follow-naked-sponsored-access-ban/> (consulté le 5 janvier 2025).