

Réf : 004111
N° AMF

Le Président

Monsieur Eddy WYMEERSCH
Président
CESR
11-13 avenue de Friedland
75008 PARIS

Paris, le 30 AVR. 2010

Monsieur le Président *chen Eddy*

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a le plaisir de vous adresser, ci-joint, la réponse de la Commission consultative épargnants à l'appel à contribution du CESR sur les questions de « micro-structure » et le « trading à haute fréquence » liées aux marchés d'actions européens.

La Commission consultative épargnants est l'une des cinq commissions consultatives créées au sein de l'AMF. Elle a pour mission principale l'émission d'un avis consultatif sur les projets que lui soumet le Collège de l'AMF notamment en ce qui concerne les épargnants individuels et leurs investissements. Ses membres sont soit des représentants d'associations d'épargnants ou d'actionnaires, soit des investisseurs individuels. Elle est présidée par un membre du Collège de l'AMF.

La réponse de la Commission consultative épargnants a été communiquée au Collège de l'AMF qui a autorisé la transmission à CESR. Elle ne présente pas nécessairement les vues des membres du Collège et est uniquement le reflet des opinions majoritaires exprimées par les différents investisseurs ou représentants d'associations, membres de la Commission consultative. L'AMF remercie par avance le CESR pour la considération qu'il donnera à cette contribution qui, nous l'espérons, sera jugée utile dans le contexte des travaux sur la révision de la directive MIF.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma considération distinguée *et de mes sentiments* *Auranne*

Jean-Pierre JOUYET

P.J. : Réponse de la Commission consultative épargnants à l'appel à contribution du CESR sur les questions de « micro-structure » et le « trading à haute fréquence » liées aux marchés d'actions européens

Réponse de la Commission Consultative « Épargnants » de l'AMF à l'appel à contribution du Comité européen des valeurs mobilières (CESR) sur les questions de « micro-structure » et le « trading à haute fréquence » liées aux marchés d'actions européens

La Commission Consultative « Épargnants » (ci-après la « Commission ») a pour mission principale l'émission d'un avis consultatif sur les sujets qui sont débattus par le Collège de l'AMF et qui concernent les épargnants individuels et leurs investissements. Ses membres sont soit des représentants d'associations d'épargnants ou d'actionnaires individuels, soit des investisseurs individuels.

* *
*

Dans le contexte des travaux sur la révision de la directive MiF, la Commission accueille avec un très vif intérêt l'appel à contribution (« *Call for evidence* ») publié par le CESR le 1^{er} avril 2010 qui pose des questions ouvertes sur un certain nombre de sujets liés aux marchés d'actions européens, en particulier :

- des questions techniques liées au fonctionnement du marché : le développement du Trading à haute fréquence (« *High Frequency Trading* »), les problématiques posées par l'accès sponsorisé au marché et la co-localisation, par l'évolution des pas de cotation et par la pratique des indications d'intérêts (indications of interests - IOIs);
- une question de nature concurrentielle sur les différentes formes de structures tarifaires et leur impact sur le marché (notamment l'application de structures « maker/taker » par certaines plateformes de négociation).

[La Commission observe que ces questions sont tout aussi structurantes pour l'évolution des marchés secondaires d'actions européens que les questions abordées dans le cadre des trois consultations en cours sur la révision de la directive MIF. La Commission souligne en conséquence toute l'importance qu'il y aura à intégrer les suites de ce call for Evidence dans l'avis que CESR doit rendre à la Commission sur la révision de la directive

La Commission souhaite réagir sur le sujet du Trading à haute fréquence qui présente, du point de vue des épargnants, une acuité toute particulière.

Sur le Trading à haute fréquence, la Commission a estimé que l'apport du Trading à haute fréquence à la liquidité du marché et à la baisse des coûts de transaction (diminution des *spreads*) au bénéfice des investisseurs finaux reste à démontrer, en l'absence de toute étude sur le sujet, voire d'accord même sur les concepts (comment se définit la liquidité d'un marché ?).

En revanche, le Trading haute fréquence comporte de graves inconvénients qu'il convient de relever :

- la réduction de la transparence sur les marchés dans la mesure où les délais de transmission et d'exécution des ordres sur les marchés et donc de variation des cours deviennent très inférieurs aux délais de réaction possible des investisseurs non équipés d'algorithmes de négociation
- la diminution de la taille moyenne des transactions, qui oblige à une fragmentation des ordres et conduit à un renchérissement de l'exécution globale d'un ordre ;
- un risque accru d'abus de marché à travers des manipulation de cours.

Pour toutes ces raisons, la Commission a estimé que l'ESMA devrait se voir confier une capacité d'intervention pour encadrer, le HFT, notamment en imposant des minima aux pas de cotation sur les marchés.