

UNE ANALYSE DE LA TRANSPARENCE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EUROPÉENS

Cet Issue Brief examine le niveau actuel de transparence des marchés obligataires, ainsi que le potentiel d'amélioration de cette transparence en Europe. Dans une large mesure, ces propositions sont cohérentes avec les exigences de la réforme de la directive des marchés d'instruments financiers (MIF 2) qui vise à étendre les exigences de transparence pré- et post-trade au-delà des marchés actions.

RÉSUMÉ

Pour l'instant, en Europe, seule l'Italie applique des exigences de transparence en amont et en aval des transactions obligataires. Nous analyserons donc l'expérience italienne pour évaluer les coûts et bénéfices éventuels d'une transparence accrue. Nous examinerons également la mise en œuvre par les Etats-Unis du système TRACE pour le reporting des transactions obligataires pour appréhender les avantages et désavantages éventuels d'exigences de transparence sur d'autres marchés développés. Les études universitaires permettront d'avoir d'autres éclairages sur les effets d'une transparence accrue sur la liquidité des marchés et les coûts transactionnels.

Nous pensons que les investisseurs bénéficieraient d'un accès à des informations concernant les prix et les volumes de transactions passées. Nous croyons aussi que la légitime préoccupation des opérateurs de marché pourrait être satisfaite, tout en soutenant la transparence.

Ainsi, le CFA Institute recommande qu'une exigence de transparence pour les transactions obligataires soit progressivement introduite au sein de l'Union Européenne. Les exigences de transparence post-trade des transactions devraient être calibrées afin de permettre des déclarations décalées dans le temps pour les très grosses transactions. Les autorités devraient établir des normes a minima pour le contenu et le format des données post-trade, afin d'assurer que les informations soient cohérentes et de haute qualité. En fin de compte, il faudrait fournir aux investisseurs un aperçu fiable et consolidé de l'activité du marché obligataire. Finalement, nous pensons que les avancées technologiques ont facilité la préférence croissante des investisseurs pour les plateformes de transactions électroniques, ce qui réduit le besoin immédiat de règles pour une plus grande transparence pré-trade.



Pour plus d'informations
www.cfainstitute.org

T **UK +44 (0)20 7330 9500**
T **Brussels +32 (0)24 0168 29**
E info@cfainstitute.org

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS :

Les vendeurs et les acheteurs sur les marchés obligataires ne bénéficient pas généralement du même niveau d'information sur les prix et les conditions de marché, surtout quand ces acheteurs et vendeurs traitent hors marchés ou plates-formes réglementées. Cette asymétrie est potentiellement une source de sécurité pour les broker-dealers qui fournissent de la liquidité aux marchés, protégeant leurs positions des traders opportunistes qui voudraient utiliser cette information.

A l'opposé des marchés d'actions, les broker-dealers jouent un rôle important sur les marchés obligataires. Les titres de dette sont très nombreux, les transactions représentent généralement des montants élevés et, à l'exception des obligations d'Etat, les transactions sont peu fréquentes et la liquidité du marché secondaire faible. Pour toutes ces raisons, les transactions obligataires se font généralement de gré à gré.

Les broker-dealers agissent en tant qu'intermédiaires, en maintenant un inventaire pour des transactions bilatérales avec leurs clients, avant d'ajuster leur exposition au marché inter-broker-dealers. Les investisseurs doivent se fier à des cotes indicatives fournies par les broker-dealers, qui sont souvent assez éloignées des prix d'exécution.

Les investisseurs devraient bénéficier d'une transparence accrue et d'une baisse attendue des prix de transactions, puisque l'avantage de l'accès à l'information des broker-dealers serait éliminé. Plutôt que d'assigner des prix indicatifs arbitraires, les broker-dealers devront de plus en plus être en concurrence sur la base des prix d'exécution.

Mettre en œuvre des exigences de transparence des transactions post-trade sur les marchés obligataires européens.

- › **Calibrer les exigences de transparence en tenant compte de la taille et de la liquidité de l'émission obligataire.** L'information à déclarer, et les délais accordés pour la déclarer, devraient prendre en compte la taille de la transaction par

rapport à la taille de l'émission et le volume de transactions récentes sur cette obligation. Le fait de prendre en compte la taille relative de la transaction devrait dissiper certaines craintes sur l'éventuelle exposition inutile au sein du marché des positions du broker-dealer, ce qui pourrait potentiellement obérer sa liquidité.

- › **La mise en œuvre progressive de nouvelles exigences.** Les acteurs du marché auront besoin de temps pour ajuster leurs procédures pour respecter toute nouvelle exigence et les infrastructures de reporting auront également besoin d'un temps d'ajustement. Une approche par étapes devrait atténuer le risque d'un choc de liquidité.
- › **Développer des normes sur le contenu, le format et la distribution des données post-trade des transactions.** Les investisseurs doivent pouvoir accéder à des informations précises et cohérentes sur les transactions obligataires afin de faciliter le processus de prise de décision. Des normes cohérentes sur les déclarations de transactions sont nécessaires pour faciliter la consolidation des données post-trade des transactions, afin de permettre aux investisseurs d'avoir une vue d'ensemble des transactions du marché obligataire. Les investisseurs doivent avoir accès aux données en post-trade à des conditions commerciales raisonnables par le biais d'accords négociés.

Adopter une approche "circonspecte" sur la transparence pré-trade des transactions

- › **Une exigence unique pour la transparence en amont des transactions pour les opérations de gré à gré ne serait pas pratique.** Exiger une cotation de prix sur des milliers d'émissions dans un marché sans liquidité aurait comme effet probable de diminuer le nombre de broker-dealers sur les marchés, de réduire la liquidité et d'augmenter les coûts pour les investisseurs, surtout si le gré à gré reste la méthode dominante d'exécution des transactions.

- › **La transparence pré-trade au sein des places boursières doit prendre en compte les plateformes électroniques de transactions obligataires actuelles.** Les plateformes électroniques continuant à se développer, les autorités doivent prendre en compte le type de transparence intrinsèque à ces plateformes et leur utilisation par les investisseurs pour définir le périmètre des exigences de transparence pré-trade au sein des bourses.



Les investisseurs doivent pouvoir accéder à des informations précises et cohérentes sur les transactions obligataires afin de faciliter le processus de prise de décision

RÉSUMÉ DE NOS CONCLUSIONS :

Structure de marché

- › Le marché obligataire européen comprend plus de 150.000 titres, à comparer aux 6.000 actions cotées sur les marchés réglementés en Europe. Tandis que la structure du capital d'une entreprise ne contient couramment que deux ou trois types d'actions, sa structure d'endettement comprend souvent de nombreuses couches d'émissions de dette.
- › Tandis que les actions s'échangent généralement plusieurs fois par jour, il y a en moyenne peu de transactions sur les obligations d'entreprise. En revanche, la taille des transactions obligataires est souvent dix fois plus élevée que les transactions d'actions, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels ou particuliers.
- › Les transactions d'obligations ont tendance à se faire hors-bourse, de manière bilatérale et sur un marché de gré à gré. Les investisseurs sollicitent généralement des cotations de plusieurs broker-dealers pour les transactions obligataires. A l'opposé, les investisseurs en actions peuvent observer les données de transactions provenant de nombreux opérateurs en quasi temps réel et ils peuvent passer des ordres directement.
- › La liquidité du marché obligataire est fournie presque exclusivement par des broker-dealers qui effectuent des transactions en tant que principaux ou agents.

Coûts et bénéfices de la transparence

- › Les bénéfices potentiels d'une transparence accrue comprennent l'atténuation de l'asymétrie d'information qui peut actuellement décourager l'investissement sur le marché obligataire; une capacité accrue à évaluer l'exécution optimale pour les investisseurs, et une plus grande efficacité du marché et de la découverte des prix.
- › Les désavantages éventuels d'une transparence accrue comprennent une aversion au risque de la part des broker-dealers dont les positions seraient trop coûteuses à couvrir; des fausses assurances quand les

investisseurs s'attendent à des marchés liquides, mais découvrent des marchés réduits avec des prix offrant des tailles d'exécution limitées ou qui s'éloignent de cotes indicatives lorsqu'ils sont sous pression; et la possibilité que les broker-dealers transfèrent les coûts des exigences de transparence sur les investisseurs finaux.

L'expérience du marché obligataire italien

- › L'Italie est le plus grand marché obligataire en Europe et un des seuls pays à étendre les exigences de transparence au-delà des transactions en actions, les appliquant également aux transactions obligataires.
- › Les plateformes de transactions électroniques ont été largement acceptées en Italie. Borsa Italiana exerce sa tutelle sur trois plateformes électroniques qui couvrent le marché européen des obligations d'entreprises. Les exigences de déclaration de transparence post-trade étant similaires sur toutes les places, il ne semble pas y avoir de préférence pour une place ou une autre parmi les acteurs du marché.

L'expérience américaine avec TRACE

- › Le "Trade Reporting and Compliance Engine" (TRACE) a été introduit en 2002 pour améliorer la transparence post-trade sur le marché de la dette des entreprises aux Etats-Unis.
- › TRACE a été étendu au-delà des obligations "investment-grade", "high-yield" et convertibles, et concerne actuellement aussi les titres garantis par des actifs, les MBS, les obligations émises par les agences gouvernementales, et les émissions d'obligations d'entreprises sur le marché primaire.
- › L'introduction de TRACE n'a pas provoqué une concentration des broker-dealers actifs sur les marchés obligataires américains. Par ailleurs, aucune analyse ne semble indiquer que les broker-dealers hésitent à fournir de la liquidité au marché depuis l'introduction de TRACE.
- › De nombreuses études se sont penchées sur les coûts éventuels et les avantages d'une transparence accrue. Les résultats de ces études sont variables, mais on constate plutôt un avis favorable sur les effets de l'application de TRACE aux Etats-Unis.
- › Les conclusions des chercheurs qui craignent des effets négatifs d'une plus grande transparence sur les marchés européens semblent se focaliser sur une éventuelle baisse de la liquidité si les broker-dealers quittent le marché pour éviter d'avoir à supporter des risques accrus ou des coûts de couverture plus élevés.

Analyse des avantages de la transparence par les chercheurs universitaires

Le développement des plateformes électroniques améliore la transparence

Le marché obligataire européen comprend plus de 150.000 titres, à comparer aux 6.000 actions cotées sur les marchés réglementés en Europe. Tandis que la structure du capital d'une entreprise ne contient couramment que deux ou trois types d'actions, sa structure d'endettement comprend souvent de nombreuses couches d'émissions de dette.

A PROPOS DU CFA INSTITUTE

Le CFA Institute a pour mission d'accompagner la communauté internationale des professionnels de l'investissement en établissant les normes plus élevées en matière d'éthique, d'éducation et d'excellence professionnelle.

Dans ce but, le CFA Institute :

- › Etablit et maintient à l'échelle internationale des standards et des normes de conduite professionnelle dans le secteur de l'investissement, y compris les normes GIPS® (Global Investment Performance Standards)
- › Prend position en faveur d'un reporting financier qui permette aux investisseurs d'avoir une information claire et fiable
- › Défend l'intégrité des marchés financiers grâce à des actions de conseil, des commentaires écrits, des tables-rondes entre professionnels et des travaux de recherche sur des sujets comme la gouvernance d'entreprise et la protection des investisseurs.
- › Soutient les investisseurs dans le monde entier grâce à des workshops sur l'éthique, des contributions sur des problématiques locales et des rapports thématiques.
- › construit des relations avec les organisations professionnelles, les comités consultatifs sectoriels, les régulateurs et autres organismes

Le CFA Institute a pour mission d'accompagner la communauté internationale des professionnels de l'investissement en établissant les normes plus élevées en matière d'éthique, d'éducation et d'excellence professionnelle.

EUROPE, MOYEN-ORIENT, AFRIQUE

La région EMEA qui s'étend sur 3 continents - l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique - est géographiquement très vaste et culturellement très diverse. Les bureaux du CFA Institute à Londres et à Bruxelles accompagnent les membres, les candidats et les sociétés CFA. Ils font référence pour les professionnels de l'investissement.

Au cours de ces 10 dernières années, le nombre de membres du CFA Institute a quadruplé dans la région. On compte actuellement plus de 19 000 membres, presque tous impliqués dans l'une des 34 associations CFA locales.

CONTACTS

Rhodri Preece, CFA,

Directeur, Réglementations des marchés de capitaux, CFA Institute

T **+44 (0)20 7330 9522**

E **rhodri.preece@cfainstitute.org**

Agnès Le Thiec, CFA,

Directeur, Réglementations des marchés de capitaux, CFA Institute

T **+32 (0) 2 401 68 29**

E **agnes.lethiec@cfainstitute.org**



POUR PLUS D'INFORMATIONS

 twitter.com/CFAInstitute

 facebook.com/CFAInstitute

 LinkedIn: [Member Group](#)

LinkedIn: [Candidate Group](#)



Pour plus d'informations www.cfainstitute.org

T **UK +44 (0)20 7330 9500**

T **Brussels +32 (0)24 0168 29**

E **info@cfainstitute.org**