



Transparence du marché obligataire

25 janvier 2016

Qu'entend-on par « transparence »?

- ❖ La notion de **transparence** fait référence à la communication publique de l'information sur les prix et les volumes.
 - **En amont des transactions** : information sur les quantités et les prix offerts
 - **En aval des transactions** : information sur les prix et les volumes des transactions
- ❖ Il est possible de se procurer l'information auprès d'un fournisseur de données, à un certain coût.
- ❖ La transparence peut être une exigence des organismes de réglementation.

Le pour et le contre de la transparence

- ❖ La transparence présente un avantage en ce qui concerne la détermination des prix ainsi que l'évaluation de la liquidité et des coûts d'exécution.



Concurrence en matière de prix

L'établissement de prix avec davantage de justesse et de rapidité fait baisser les coûts.

Fuite d'information

La transparence pourrait rendre les courtiers moins enclins à fournir de la liquidité si leurs intentions sont connues.



Les avantages sont particulièrement importants pour les investisseurs et les courtiers de moindre envergure.

Les problèmes pourraient être plus graves dans le cas des marchés moins liquides et plus concentrés, ainsi que pour les transactions de grande ampleur.

- ❖ La transparence peut avoir aussi une incidence sur :

- la confiance dans le caractère équitable des marchés;
- la participation et l'entrée;
- la détection des problèmes liés à la conduite des acteurs du marché.

Divers degrés de transparence sont possibles

- ❖ Ceux qui fournissent l'information et les organismes de réglementation disposent d'outils pour limiter les fuites d'information, dont :
 - Délais de diffusion
 - Exemptions
 - Plafonds en matière de volume et arrondissement



La transparence à l'échelle internationale

Réglementation et changements structurels ailleurs dans le monde

❖ Réglementation

- Aux États-Unis, presque toutes les transactions sur des obligations de sociétés affichent une plus grande transparence depuis l'entrée en vigueur du **Trade Reporting And Compliance Engine (TRACE)** en 2002.
- En Europe, la **Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID 2)** imposera une transparence accrue, aussi bien en amont qu'en aval des transactions, dans les marchés des titres à revenu fixe.

❖ Changements structurels

- Le recours accru aux **plateformes de négociation électroniques** fait baisser les coûts opérationnels liés à la transparence.
- Dans un avis émis récemment, le **Trésor américain sollicite les commentaires du public** à propos des changements structurels dans le marché des titres du Trésor, y compris concernant le degré de transparence approprié tant en amont qu'en aval des transactions.

Trade Reporting And Compliance Engine (TRACE) des États-Unis

- ❖ Depuis 2002, la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) des États-Unis exige que l'information concernant la vaste majorité des transactions d'obligations de sociétés négociées de gré à gré soit publiée dans TRACE.
 - Les données sont diffusées 15 minutes suivant l'exécution de la transaction.
 - L'information comprend le prix, l'heure et le volume de la transaction (assujetti aux plafonds).
- ❖ En règle générale, les résultats des recherches évaluées par des pairs montrent qu'aux États-Unis, la transparence accrue obtenue grâce à TRACE a fait baisser les coûts de transaction assumés par les investisseurs¹.
 - L'incidence est plus prononcée dans le marché des titres au détail.
- ❖ Une étude a fait état d'une diminution du volume de transactions².
- ❖ Divers participants au marché ont récemment demandé à ce que le délai de diffusion de l'information par l'entremise de TRACE pour les opérations d'envergure passe de quinze minutes à un ou deux jours (T+1 ou T+2) suivant l'exécution de la transaction.
 - « De nombreux participants aux marchés à qui nous avons parlé estiment qu'une plus grande transparence a restreint la liquidité³. » [traduction]

¹ Bessimbinder, Maxwell et Venkataraman (2006); Edwards, Harris et Piwowar (2007); Goldstein et Hotchkiss (2007)

² Zhang (2012); Asquith, Covert et Pathak (2013)

³ Oliver Wyman Morgan Stanley (2015), rapport conjoint

Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID 2)

- ❖ Émise par l'Union européenne à l'intention des pays de l'Espace économique européen, la directive MiFID 2 a pour objet de resserrer la réglementation financière à l'égard de nombreuses catégories d'actifs, notamment sur le plan de la transparence.
- ❖ Exigences en amont des transactions
 - Les plateformes de négociation doivent publier en continu l'information sur les cours acheteurs et vendeurs ainsi que sur la profondeur.
 - Les exigences varient selon le type de système de négociation (demande de prix, carnet d'ordres, etc.).
- ❖ Exigences en aval des transactions
 - Commerciales (payées): délais proches du temps réel, pas plus de **15 minutes** après l'exécution de la transaction
 - Gratuites: 15 minutes après l'exécution de la transaction
 - Le délai dans les deux cas sera ramené à 5 minutes en 2020.
- ❖ Les exigences prévoient la prolongation du délai ainsi que des dérogations, tant en amont qu'en aval des transactions, dans le cas des transactions de bloc ou des ordres de grande envergure ainsi que des obligations illiquides.
 - Après un délai de 48 heures, toute l'information, à l'exception du volume, doit être rendue publique.
 - L'exemption concernant le volume peut aller jusqu'à 4 semaines.
- ❖ La plupart des pays s'attendent à ce que la directive MiFID 2 soit mise en place en janvier 2017.



La transparence au Canada

Au Canada, il existe de nombreuses infrastructures de déclaration

	Source	Information disponible
En amont des transactions	Fournisseurs de données et sites des courtiers	Cours indicatifs en temps réel par courtier
	CanDeal	Cours indicatifs composites en temps réel
	Courtiers intermédiaires	Cours exécutables
En aval des transactions	CanPX	Prix publiés dans un délai d'une heure pour environ 450 obligations de sociétés; exigence des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)
		Rendement des titres du gouvernement canadien
Point de référence	Service d'information relative aux prix des titres à revenu fixe de TMX/CDS	Prix publiés à la fin de la journée, et ce, pour toutes les transactions; plafond en matière de volume de 2 M \$; délai de 14 jours dans le cas des obligations illiquides
	FTSE/TMX (anciennement DEX/PC-Bond)	Moyenne (abstraction faite des valeurs extrêmes) des cours de clôture indicatifs

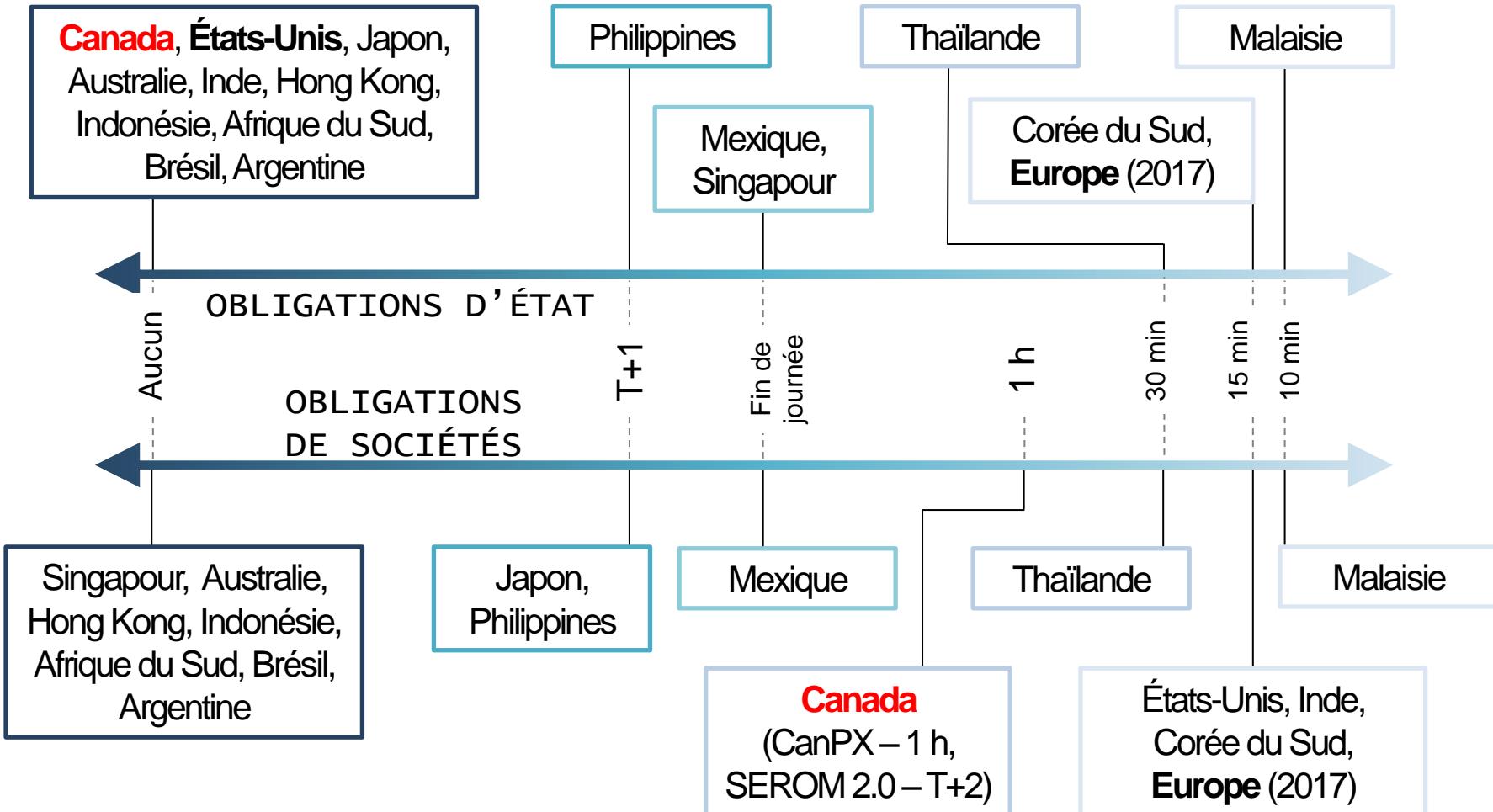
Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0)

- ❖ Le SEROM 2.0 est utilisé pour la surveillance du marché des titres de créance soumis à la déclaration obligatoire.
 - Il sert à recueillir les déclarations concernant les opérations sur obligations et les opérations de pension exécutées par les courtiers inscrits auprès de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM).
 - Chaque relevé comprend notamment le timbre horodateur et le prix de la transaction ainsi que le volume.
- ❖ Le SEROM 2.0 remplace une version antérieure du même système.
 - Le SEROM 1 et la version 2.0 ont été mis au point conjointement par l'OCRCVM et la Banque du Canada.
 - L'ancien système recueillait uniquement les données hebdomadaires agrégées relatives aux opérations.
 - L'OCRCVM a mis en service le SEROM 2.0 en novembre 2015.

Proposition des ACVM concernant la transparence du marché des obligations de sociétés

- ❖ Les ACVM ont proposé que l'information en aval de toutes les transactions sur des obligations de sociétés soit rendue publique par l'intermédiaire du SEROM 2.0.
 - Dans un premier temps (milieu de 2016), les obligations suivies par CanPX (environ 450)
 - En 2017, toutes les obligations de sociétés, avec délais de diffusion, plafonds en matière de volume et arrondissement
 - Délai de diffusion de deux jours suivant l'exécution de la transaction, plafond de 2 M \$ dans le cas des titres de premier ordre, et de 200 000 \$ pour les autres
- ❖ Les commentaires du secteur sur la proposition sont publiés dans le site de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.
- ❖ Pour le moment, les opérations sur les titres d'État sont exemptées des exigences de transparence.
 - Cette exemption sera reconsidérée en 2018.

Délais de diffusion exigés au Canada et ailleurs



Points de discussion

- ❖ Le degré de transparence exigé en amont et en aval des transactions sur le marché canadien des titres à revenu fixe est-il adéquat?
 - Permet-il de promouvoir l'équité et l'efficience des marchés?
 - Les plafonds en matière de volume, les délais de diffusion et les règles d'arrondissement sont-ils bien définis?
- ❖ Y a-t-il des changements récents d'ordre structurels, règlementaires et cycliques qui ont eu une incidence sur le degré optimal de transparence?
- ❖ Le degré optimal de transparence est-il différent pour les obligations d'État?
 - L'exemption accordée par l'OCVM est-elle toujours pertinente?