



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

Paris, le 19 février 2009

La FAIDER, Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite, est la première fédération de défense des épargnants et des assurés en France. Elle regroupe, à ce jour, 13 associations représentant un million d'épargnants. A ce titre elle est concernée par les dysfonctionnements des marchés de titres, en particulier, d'obligations, souvent liés à l'absence de transparence. Pour la FAIDER, cette consultation du CESR sur la "transparence des marchés hors actions" est essentielle mais comporte cinq graves lacunes:

1 / la consultation s'adresse aux "participants du marché". et les investisseurs individuels sont invités à répondre à cette consultation. Or les investisseurs individuels ne sont malheureusement pas de facto "des participants du marché" sur les marchés obligataires (sauf en Italie). Ils ont été largement exclus de l'accès à ces marchés depuis des décennies. Nous pensons que c'est en effet l'une des raisons du manque de liquidité et des récentes défaillances de ces marchés. En revanche, les marchés actions, qui sont beaucoup plus transparents et plus ouverts à des investisseurs individuels sont toujours restés ouverts et liquides au cours de la crise.

2 / Plus généralement, cette consultation est conçue pour les professionnels du marché et les investisseurs institutionnels, et non pour les investisseurs individuels. Le délai de réponse très court ne tient pas compte des ressources très limitées des représentants des investisseurs individuels, en particulier en comparaison avec celles des professionnels de marché qui ont des équipes payées à temps plein et dédiées à ces tâches. La FAIDER estime que le CESR désavantage ce faisant les investisseurs individuels en ne prenant pas en compte l'infériorité de leurs moyens par rapport à ceux des professionnels.

Étant donné le très court délai, nous répondrons donc uniquement aux neuf questions que le CESR a identifié comme "particulièrement pertinents pour les représentants des associations d'investisseurs de détail".

3 / Cette consultation est censée concerner la «transparence des marchés hors actions». Mais en réalité, elle ne traite que des marchés des titres à revenu fixe du secteur privé, laissant de côté l'ensemble du marché des obligations gouvernementales et du secteur public, qui représentent la plus grande part des marchés obligataires au comptant. Or les investisseurs n'ont plus d'accès direct à ce grand marché des titres à revenu fixe.

Ce manque d'accès direct aux marchés des titres à revenu fixe pour les investisseurs individuels est un enjeu majeur. Les investisseurs individuels ont un accès direct aux marchés d'actions et y jouent un rôle important, non seulement par leur part relative sur ce marché, mais aussi parce qu'y est assurée au jour le jour la transparence pré-et post-transaction au niveau de l'investisseur / utilisateur / de détail. Nous pensons que c'est une des raisons pour lesquelles les marchés d'actions européens sont restés ouverts et liquides au cours de la crise financière de 2008 contrairement à celui des titres à revenu fixe.

Cet état de fait est paradoxal : l'accès des investisseurs individuels aux classes d'actifs financiers les plus longues et les plus risquées est plus facilité et plus aisé, que celui aux classes d'actifs court terme et moins risqués ? Nous aimerions beaucoup que le CESR se préoccupe aussi de ce point.

4 / le CESR a, d'autre part, réduit la portée de cette consultation sur «la transparence des marchés hors actions" à la transparence post-transaction seulement. Là encore, le CESR ne fait-il pas implicitement l'hypothèse qu'il n'y a pas de problèmes avec la transparence pré-transaction ? La FAIDER estime qu'il y a



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

également de sérieux problèmes de transparence pré-transaction au niveau des marchés du détail. Par exemple, les particuliers n'ont pas accès aux livres d'ordre même pour les grandes émissions obligataires. Or, beaucoup de courtiers sur le marché de détail actions fournissent de telles informations en ligne et en temps réel pour les actions. En outre, le document de consultation du CESR semble se concentrer uniquement sur le marché secondaire. Le marché primaire des obligations du secteur privé a pratiquement fermé une partie de 2008 : il s'agit d'une question très grave qui devrait aussi bien être analysé.

Ces conclusions implicites du CESR semblent basées sur des travaux antérieurs du "Financial Stability Forum". Nous ne savons pas si les petits investisseurs sont impliqués dans cette institution et n'avons jamais été contactés par celle-ci. Nous tenons à souligner que les investisseurs individuels sont les principales victimes de la pire crise financière depuis 1929, et ils devraient être beaucoup plus impliqués par les régulateurs dans le processus de règlement de ce problème.

5 / Cette consultation ne comporte aucune analyse ni questions sur l'impact de la défaillance des principaux marchés des titres à revenu fixe en 2008 sur les marchés des actions. La FAIDER estime que de nombreuses institutions qui ont eu des besoins de trésorerie en 2008 (par exemple les hedge funds) ne pouvaient pas liquider leurs titres à revenu fixe en raison de la défaillance de ces marchés, et ont donc liquidé tout ou partie de leurs portefeuilles d'actions car les marchés d'actions sont restés les seuls ouverts et liquides. Cela a bien sûr joué un rôle important dans l'effondrement des cours des actions l'an dernier. Il semble donc que les marchés réglementés d'actions sont victimes de leur exemplarité. La FAIDER considère qu'il s'agit d'une question importante qui doit être soigneusement étudiée par les autorités financières. La question serait alors de savoir si les marchés des titres à revenu fixe ne devraient pas être réglementés comme le sont les principaux marchés d'actions.

«Questions particulièrement pertinentes pour les représentants des associations d'investisseurs individuels»

1. Dans quelle mesure les marchés des obligations du secteur privé peuvent-ils être caractérisés comme étant des marchés de gros ou de détail ? Comment distingueriez-vous entre les marchés de gros et de détail ? Quelles sont les différences entre ces marchés, à l'intérieur de l'UE ? (Question 22 du document de consultation)

De toute évidence, les marchés obligataires sont de gros, pas de détail (sauf en Italie). Un marché de détail est un marché où les investisseurs individuels jouent un rôle significatif, même s'il est beaucoup plus petit que celui des autres participants. Contrairement aux marchés boursiers réglementés dans l'Union européenne, il est extrêmement difficile pour les investisseurs individuels d'acheter et de vendre des obligations. Nous avons de nombreux exemples de particuliers, même spécialistes et d'un niveau de connaissance élevé en finance qui ne savent pas comment acheter des obligations.

2. Quels seraient les avantages et les inconvénients d'un règlement paneuropéen harmonisé de transparence pour le marché de détail ? Plus de transparence post-transaction, par exemple, permettrait-il d'attirer plus les investisseurs de détail ? (Question 23 du document de consultation)

Actuellement (sauf en Italie), il n'y a pas de transparence pré ou post-transaction pour les investisseurs de détail. Voir l'annexe 1 pour un exemple de l'impossibilité pour un investisseur français d'obtenir des informations de base sur la négociation d'une émission obligataire. Cette annexe montre également l'existence d'une alternative récemment fournie par les assureurs aux investisseurs individuels pour leur ouvrir indirectement l'accès au marché des obligations privées. Mais cet accès indirect est réservé aux personnes aisées(« bons clients » qui investissent un minimum de 10 000 €)et le prix d'offre peut poser également un problème. Cet exemple montre qu'il y a bien une demande pour les obligations et que les investisseurs individuels



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

viendront sur ce marché s'il a le même niveau de transparence que les marchés d'actions, où se négocient des actifs beaucoup plus risqués, et dont ils sont des participants actifs. Un autre avantage d'un accès direct aux marchés obligataires (et parmi eux au plus important – celui des obligations gouvernementales et des organismes publics, comme il a été souligné dans nos observations préliminaires) serait d'offrir une meilleure performance potentielle que celle offerte par l'accès indirect où le client supporte des coûts d'intermédiation supplémentaires. Et la situation empire pour les acheteurs de fonds obligataires car l'accès à des fonds de qualité devient de plus en plus difficile et plus coûteux (voir l'annexe 2: communiqué récent d'un important gestionnaire de fonds obligataires).

De même, le CESR n'a pas abordé dans son document de consultation les dommages indirects mais graves infligés aux petits porteurs par la défaillance des marchés des titres à revenu fixe, en particulier dans le domaine des fonds monétaires, lorsque les marchés des actifs titrisés s'est bloqué et arrêté, supprimant toute liquidité et toute possibilité d'évaluation au juste prix de ces actifs détenus par ces fonds. Même aujourd'hui, la valorisation des fonds obligataires et des portefeuilles d'obligations détenues indirectement par les investisseurs (fonds d'assurance-vie par exemple) est discutable. Nous avons également mentionné dans nos remarques préliminaires, les dommages indirects causés aux marchés des actions par la défaillance des marchés à revenu fixe. Cela signifie que les investisseurs sont pénalisés par l'inaccessibilité des marchés des obligations, principalement liée à leur manque de transparence.

3. Pensez-vous qu'une meilleure transparence post-transaction pourrait améliorer l'efficacité du processus de révélation des prix, la réduction des écarts acheteur-vendeur et des coûts de recherche de l'information pour les investisseurs et favoriser la concurrence entre les négociateurs ? (Question 13 du document de consultation)

Evidemment oui, car là encore, elle est en fait inexistante actuellement pour les investisseurs individuels, dans la plupart des États membres. Le document de consultation n'analyse pas réellement ni ne donne toutes les informations sur l'élargissement de l'écart acheteur-vendeur. Ceci est regrettable et peut venir d'une difficulté à obtenir des données chiffrées pour le CESR lui-même. Les données chiffrées montreraient probablement un élargissement des écarts acheteur-vendeur. L'introduction de la transparence pré et post-transaction sur le marché du détail (comme cela existe dans les marchés d'actions) aurait très certainement pour effet de réduire les marges des négociateurs, sans pour autant réduire la liquidité des marchés obligataires qui est déjà extrêmement faible (voir annexe 2). D'autre part, plus les marchés des actions sont transparent plus ils sont liquides.

4. est-ce que plus de transparence post-transaction pourrait aider les entreprises d'investissement à se conformer aux exigences de la MiFID visant à renforcer la protection des investisseurs, telles que la divulgation d'informations aux clients, la pertinence des évaluations et de fournir la meilleure exécution pour les investisseurs? (Question 13 du document de consultation)

Oui, absolument. Pour l'instant, il est très difficile d'évaluer la meilleure exécution au niveau du marché de détail. Nous sommes surpris que le CESR ne mentionne pas aussi les règles de la MiFID au niveau des rétrocessions, qui visent à protéger les investisseurs contre les conflits d'intérêts au niveau de la distribution.

5. Pensez-vous que plus de transparence post-transaction pourrait avoir un impact négatif sur la liquidité? Ou pensez-vous que cela pourrait avoir d'autres inconvénients que le CESR devrait examiner? (Questions 13 et 14 du document de consultation).

Aucun, voir paragraphes 3 et 4. Nous pensons au contraire que la transparence pré et post transaction au niveau du marché de détail permettrait d'améliorer la liquidité, qui, encore une fois, est presque inexistante de nos jours (voir annexe 2). Là encore, l'exemple des marchés actions montre clairement que seulement plus de transparence et de régulation permettent d'augmenter la liquidité de manière significative.



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

6. Fournissez, s'il vous plaît, des informations sur votre expérience, le cas échéant, en termes de calendrier, de contenu et d'accès à l'information, des solutions telles que celles de l'ICMA ou SIFMA. Quelle est votre évaluation de l'efficacité des initiatives actuelles d'auto-régulation? (Question 18 du document de consultation)

Comme on peut le voir à travers l'exemple détaillé dans l'annexe 1, les «solutions» ICMA et SIFMA ne semblent pas être efficaces au niveau du marché de détail. Là encore, la transparence à ce niveau semble effectivement inexistante (sauf en Italie). L'auto-régulation montre ici ses limites, comme ailleurs dans le secteur financier.

7. Quel serait le moyen le moins coûteux de fournir davantage de transparence pour le marché de détail : une solution dirigée par l'industrie, en se fondant éventuellement sur une feuille de route fixée par la réglementation, ou des exigences réglementaires obligatoires de transparence post-transaction ? (Question 26 du document de consultation)

L'auto-régulation a de nouveau montré ses limites, pour ne pas dire son échec dans ce domaine. Une réglementation obligatoire est nécessaire rapidement et à nouveau non seulement sur la transparence post-transaction, mais aussi sur la transparence pré-transaction.

8. Pensez-vous que l'introduction d'informations post-transactions supplémentaires sur les prix pourraient aider à rétablir la confiance du marché et à maintenir la liquidité du marché en temps de crise à l'avenir ? (Question 20 du document de consultation)

Restaurer une confiance sérieusement endommagée et la liquidité des marchés prendra beaucoup de temps, mais la transparence pré et post transaction sur le marché du détail est certainement un pré-requis nécessaire. Tout le monde a besoin de mieux voir ce qui se passe sur les marchés des titres à revenu fixe. Le seul moyen est de fournir un niveau de transparence pour le marché de détail équivalent à celui des marchés actions. Encore une fois, les marchés actions de l'UE sont restés ouverts et liquides même aux moments les plus difficiles de la crise financière de 2008, contrairement aux marchés des titres à revenu fixe. Une raison évidente est la transparence des opérations sur ces marchés et leurs caractéristiques adaptées aux investisseurs individuels, qui manquent aux marchés des titres à revenu fixe.

9. En ce qui concerne les produits structurés et les dérivés de crédit, quelles informations post transaction devraient être publiées ? En plus de l'information sur le prix auquel la transaction a été exécutée, le volume et le moment de la transaction, y aurait-il un avantage à publier des informations sur la composition du portefeuille, la classe d'actifs, l'intérêt initial (vendeur ou acheteur)? Existe-t-il d'autres informations qui seraient pertinentes? Quand faudrait-il publier ces informations post-transaction ? Devraient-elles être publiées immédiatement après que l'échange ait été conclu ? (Questions 35, 36, 44 et 45 du document de consultation)

Ces marchés ne sont pas accessibles aux investisseurs individuels, mais ceux-ci y sont indirectement exposés car les fonds à revenu fixe et les fonds monétaires (au moins jusqu'en 2007) ont fortement investi dans ces produits, en particulier en titres adossés à des actifs. Les marchés des titres adossés à des actifs a pratiquement fermé pendant toute une partie de 2007 et en 2008. Cela a créé de très graves problèmes de liquidité et de valorisation pour les fonds d'investissement. Ce sont des marchés qui sont trop complexes pour les petits épargnants (on pourrait même se demander s'ils ne sont pas trop complexes pour les professionnels de la finance eux-mêmes, quand on voit comment ils se sont comporté pendant ces deux dernières années) et doivent rester dans les mains des professionnels, mais à leurs propres risques et sous leur propre responsabilité, sans qu'il cherchent à s'en décharger auprès des investisseurs individuels à travers des fonds de placement (OPCVM) ou d'autres instruments collectifs destinés aux investisseurs individuels.



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

La crise a démontré que le secteur financier, les agences de notation et les auditeurs n'ont pas été en mesure de maîtriser ces titres adossés à des actifs et ni les dérivés de crédit eux-mêmes.

ANNEXE 1

Exemple de transparence du marché des obligations de sociétés

(Vodafone Group 6,875% 12/2008)

En décembre 2008, un investisseur français reçoit une proposition d'investir dans ces obligations du secteur privé par son courtier d'assurance en ligne, avec un rendement net de 6,035% (en raison des frais annuels de 0,80%).

Il doit investir un minimum de 10.000 € dans une unité de compte de son contrat d'assurance.

On lui fournit un lien d'accès au prospectus à l'émission (76 pages).

Le 7 Février 2009, il a essayé de trouver le cours de son investissement.

Sur Boursorama.com, le plus grand portail Internet financier en France, il ne peut pas trouver l'émission en utilisant le code ISIN (XS0402707367, fourni par le courtier en ligne) ou le nom de l'émetteur.

Après une recherche sur Google, il découvre un autre code (A0T4DX) qui fonctionne mieux pour la recherche de données de marché.

Le prospectus mentionne que l'émetteur demandera la cotation sur le London Stock Exchange.

La fiche d'information de l'assureur indique plutôt une cotation à Luxembourg.

Mais l'investisseur ne trouve finalement que des prix en provenance de Francfort, en Allemagne.

• Dernier cours sur Boursorama est de 6 Février:

- Ouverture: 106,10
- High: 106,10
- Basse: 106,10
- Volume: 0

• Les seuls prix sur BondMarketPrices.com (Xtracker, à supposer cet investisseur connaît ce site, qui est très peu probable) correspondent au 6 Février:

- Médiane: 107,41
- High: 107,69
- Basse: 106,12
- Volume: données pour le mois de Décembre 2008 seulement
- Moyenne de soumission prix de clôture offert : 106,94 / 107,85

Il n'est pas possible d'obtenir des données sur les jours précédents.

• Seul prix sur le site du courtier en ligne:

30 janvier 2009: 105,976 €

(pour le 30 Janvier, Boursorama indique 105,34, cours non disponible sur Xtracker).

Conclusions:

- Il est très difficile pour un investisseur individuel de trouver des données sur les transactions.
- Ces données sont fragmentaires et incohérentes d'une source à l'autre: le prix le plus bas d'une source est plus élevé que le prix le plus élevé de l'autre! Par conséquent, l'intégrité des données de marché est très contestable.
- Une seule source donne le volume journalier, mais le chiffre n'est pas fiable car il est à 0 tous les jours.
- Partout, pas d'information sur le rendement.



Fédération des Associations Indépendantes de Défense des Epargnants pour la Retraite
4, rue du Général Lanrezac – 75017 Paris – Tél. 01.45 72 13 64 – Fax 01.56 68 97 81

- Une seule source fournit les prix d'offre et de demande, mais seulement pour un jour et seulement à la clôture.

Par conséquent, il est impossible pour cet investisseur particulier de se faire une idée du prix auquel il pourrait revendre.

ANNEXE 2

Six fonds offshore Vanguard fermés temporairement aux nouveaux investisseurs

Vanguard a annoncé la fermeture temporaire de six fonds offshore indiciaires d'obligations à tous les nouveaux investisseurs à compter du 2 Février 2009. Les fonds sont:

US Investment Grade Credit Index Fund

Euro Investment Grade Bond Index Fund

U. K. Investment Grade Bond Index Fund

Eurozone Inflation-Linked Bond Index Fund

30-40 Année Duration Euro Index Fund

Global Bond Index Fund

Vanguard a pris cette mesure proactive afin de protéger les actionnaires de ces fonds. La persistance d'une grave illiquidité sur le marché obligataire a pour effet d'accroître les coûts de transaction associés à l'achat de valeurs mobilières lorsque de nouvelles souscriptions arrivent dans les fonds. Ces coûts ont le potentiel de réduire les rendements d'un fonds et de causer des écarts de suivi par rapport à la référence du fonds.

Les fonds restent ouvertes aux clients existants, même si, étant donné la volatilité sur les marchés du crédit, nous nous réservons le droit de refuser des souscriptions supplémentaires si nous pensons que de tels apports pourraient se faire au détriment des autres actionnaires des fonds. Nous suggérons à nos clients de nous aviser un jour à l'avance de toute souscription supplémentaire afin de donner au gestionnaire de portefeuille la possibilité d'évaluer si cet investissement peut être accepté.

Enfin, les frais d'entrée sur ces fonds obligataires seront fortement augmentés à compter du 16 février prochain pour tenir compte du manque de liquidité de ces marchés.

Source: Site Vanguard Investments Europe