



Le Président

N° 001766

Monsieur Eddy Wymeersch
Président
CESR
11-13 avenue de Friedland
75008 Paris

Paris, le 13 FEV. 2009

Monsieur le Président,

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a le plaisir de vous adresser ci-joint la réponse de la Commission Consultative Épargnants au questionnaire sur la transparence post négociation des obligations d'entreprises, produits structurés et dérivés de crédit à l'attention des investisseurs individuels, soumis par le CESR à consultation publique le 19 décembre dernier.

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 en a autorisé la transmission à CESR. Elle ne représente 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 débat en cours sur la transparence des marchés au cours duquel la présence des investisseurs individuels a certainement été trop faible jusqu'à lors.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma considération distinguée.

Jean-Pierre Jouyet

P.J. : Réponse de la Commission Consultative Épargnants au questionnaire du CESR sur la transparence post négociation des obligations privées, produits structurés et dérivés de crédit à l'attention des investisseurs individuels en date du 19 décembre 2008.

Le 12 février 2009

Réponse de la Commission Consultative « Epargnants » de l'AMF à la consultation CESR "Questions for retail investors on the consultation paper on transparency of corporate bonds, structured finance product and credit derivatives" (Ref. CESR/09-22)

La Commission Consultative « Epargnants » (ci-après la « Commission ») est l'une des cinq commissions consultatives créées par l'AMF. La Commission 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. Dans le cadre de sa mission, la Commission identifie et traite des sujets de fond inscrits dans un programme de travail annuel. Elle contribue également à la discussion et à la formation de la doctrine des régulateurs qui est ensuite soumise à son approbation. Ses membres sont soit des représentants d'associations d'épargnants ou d'actionnaires individuels, soit des investisseurs individuels.

Elle est présidée par un membre du Collège de l'AMF, Monsieur Jean-Claude Mothié.

* * *

En réponse au document de consultation du CESR sur la transparence post-transaction hors actions (CESR /08-1014) et au questionnaire dédié aux associations d'épargnants (CESR/09-22), la Commission Consultative « Epargnants » de l'AMF note avec intérêt le souci du CESR de réactualiser les positions prises antérieurement à la crise des *sub prime* relativement à l'impact de la transparence post transaction sur le fonctionnement du marché obligataire européen.

Remarques préalables

La Commission observe que ce document ne traite pas d'une évolution souhaitable du marché obligataire privé européen vers un marché centralisé, qui permettrait notamment de diffuser une information précise sur l'état du carnet d'ordres aux cinq meilleures limites. Le marché obligataire européen demeure en effet un marché de gré à gré, décentralisé et fragmenté, organisé autour des teneurs de marché. Aussi, la Commission Epargnants considère qu'une plus grande participation des épargnants individuels aux marchés obligataires européens, sans doute souhaitable, aurait comme préalable une amélioration du niveau de transparence pré et post transactionnelle. La Commission estime par ailleurs qu'il aurait sans doute été pertinent d'étendre le périmètre de la consultation du CESR au principal marché obligataire européen, à savoir le compartiment des obligations d'Etat et des dettes garanties par l'Etat et, par conséquent, de ne pas limiter la consultation du CESR aux seules dettes émises par des entreprises privées. Enfin, si la transparence post négociation peut contribuer à favoriser un retour de la confiance, elle ne peut, à elle seule, favoriser l'accès des épargnants individuels au marché obligataire européen.

1. To what extent can corporate bond markets be characterized as wholesale or retail markets? How would you distinguish between wholesale and retail markets? What are the differences across the EU?

A l'exception de quelques marchés domestiques, dont le marché de détail italien, les épargnants individuels sont assez peu présents sur le marché obligataire européen. La Commission Consultative Epargnants constate cependant que si cette situation évoluait dans le sens d'une plus grande participation directe des épargnants individuels sur le marché primaire et secondaire, et en l'absence de marché organisé, les outils de reporting centralisé

de l'information n'existent pas en Europe et, à l'exception de quelques marchés domestiques, l'extension des exigences de la directive MIF en matière de transparence n'a pas été faite aux marchés obligataires européens.

2 - What would be the potential benefits and downsides of a harmonized pan-European transparency regime for the retail market? Would greater post-trade transparency for example attract retail investors more?

La Commission considère que l'amélioration de la transparence post transaction pour les obligations privées - les épargnants individuels étant très peu directement présents sur le marché des produits structurés ou des dérivés de crédit - serait globalement un facteur d'amélioration du fonctionnement de ces marchés, de nature à réduire les obstacles à une détention directe d'obligations par des épargnants individuels et à améliorer sensiblement la valorisation de portefeuilles obligataires indirectement détenus par les épargnants individuels. La transparence post transaction permettrait aux investisseurs qui le souhaiteraient de pouvoir arbitrer notamment les différentes maturités existantes pour un même émetteur.

3 - Do you believe that better post-trade transparency could improve the efficiency of the price discovery process, reducing bid-ask spreads and search costs for investors and fostering competition among dealers?

De manière plus précise, la Commission estime que l'amélioration de la transparence post transaction est de nature à réduire sensiblement les asymétries d'informations entre les investisseurs institutionnels et individuels. Celle-ci conduit aussi à baisser sensiblement les coûts de transaction et les coûts de recherche de l'information. Lorsque les marchés sont peu actifs, comme cela a été le cas depuis quelques mois, les prix obtenus sur des transactions traitées sont des informations à prendre en considération pour réduire les marges d'incertitude des valorisations. Par ailleurs, la Commission considère que la transparence est de nature à réduire sensiblement les fourchettes de négociation de prix achat/vente par le biais d'un renforcement de la concurrence entre teneurs de marché.

4 - Would additional post-trade transparency help investment firms to comply with MiFID requirements intended to enhance investor protection, such as information disclosure to clients, suitability assessments and providing best execution to investors?

La transparence post transaction est également un facteur permettant de faciliter la vérification de la meilleure exécution dans la mesure où les prix de référence deviennent disponibles, notamment pour les investisseurs. Toutefois, il convient de vérifier si, malgré l'obligation de « meilleure exécution », d'éventuelles nouvelles plateformes de négociation ne conduiraient pas à une augmentation des coûts de recherche de l'information pour les épargnants individuels, imparfaitement compensée par la baisse des coûts de transaction. Enfin, les investisseurs individuels ne seraient pas les seuls à bénéficier d'un surcroît de transparence, la baisse des coûts de transaction obtenue grâce à l'amélioration de la transparence post transactionnelle s'appliquant également aux investisseurs institutionnels.

5 - Do you think that greater post-trade transparency could have a negative impact on liquidity? Or do you think that it could have any other drawbacks which CESR needs to consider?

La Commission estime que l'amélioration de la transparence post transaction n'aurait pas pour effet de réduire la liquidité du marché secondaire obligataire.

6 - Please provide information on your experience, if any, in terms of timing, content and access to information of the market-led solutions such as those of ICMA or SIFMA. What is your assessment of the effectiveness of the present self-regulatory initiatives?

Pour la Commission « Epargnants », les initiatives prises par les associations de professionnels ICMA et SIFMA à la suite des conclusions des précédents rapports du CESR ne sont pas, à ce stade, concluantes.

7 - What would be the most cost-effective way of delivering additional transparency for the retail market: an industry-led solution, possibly based on a road map set by regulators, or mandatory regulatory post-trade transparency requirements? (Question 26 of the consultation paper)

Au sujet du rôle qui pourrait être confié aux régulateurs, la Commission Consultative « Epargnants » considère que les régulateurs devraient être plus directement associés au travers notamment d'une feuille de route et d'un agenda précis pouvant être proposés par le CESR.

8- Do you think that the introduction of additional post-trade information on prices could help restore market confidence and maintain market liquidity in times of future crisis? (Question 20 of the consultation paper)

En matière d'amélioration de la liquidité des marchés secondaires, et sur la base des observations des volumes échangés sur TRACE au moment de la crise de 2007-2008, la transparence post négociation apparaît comme un facteur, parmi d'autres, susceptible de restaurer la confiance sur les marchés. La Commission Consultative « Epargnants » remarque que la détérioration plus prononcée de la liquidité des marchés obligataires comparativement aux marchés actions semble indiquer que l'augmentation de la transparence post transaction constituerait un changement de nature à améliorer le fonctionnement du marché obligataire européen.

9 - Regarding structured finance products and credit derivatives, what post-trade information should be published? In addition to information about the price at which the transaction was executed, the volume and the time of the transaction, would there be any benefit in publishing information about portfolio composition, asset class, the initial interest (seller or buyer)? Is there any other information which would be relevant? When should post-trade information be published? Should it be published immediately after a trade has been concluded?

Les épargnants individuels sont très peu exposés directement aux produits structurés et dérivés. La Commission Consultative « Epargnants » estime que ces marchés devraient être réservés à des investisseurs pouvant effectuer les diligences adaptées à cette catégorie d'actifs financiers. En revanche, lorsque les épargnants sont indirectement (gestion collective, Fonds Communs de Créances) exposés à ces produits, la Commission Consultative « Epargnants » recommande que la transparence post négociation soit appliquée de manière à ce que les intermédiaires puissent correctement informer leurs clients.

En conclusion, la Commission regrette que le CESR ait abordé cette consultation sous un angle trop restrictif - celui de la transparence post négociation - alors qu'un débat est nécessaire en matière de transparence pré négociation et d'organisation même du marché. A cet égard, la centralisation du marché obligataire sur des plateformes boursières constitue un des scénarios d'évolution aux conséquences les plus directes et les plus favorables pour les épargnants individuels.



===Unofficial translation===

February 12th 2009

Response of the AMF "Retail Investors" Consultative Commission to the CESR "Questions for retail investors on the consultation paper on transparency of corporate bonds, structured finance products and credit derivatives" consultation (Ref. CESR/09-22)

The "Retail Investors" Consultative Commission (referred to hereafter as the "Commission") is one of the five consultative commissions set up by the AMF. The main role of the Commission is to issue consultative opinions on the projects referred to it by the AMF Board, in particular regarding retail investors and their investments. As part of its remit, the Commission identifies and addresses fundamental issues listed in its annual work programme. It also contributes to discussions on, and the definition of regulator doctrine, which is then submitted to it for its approval. Its members are either representatives of retail investor associations, shareholder associations, or are retail investors.

It is chaired by an AMF Board member, Mr Jean-Claude Mothié.

* * *

In response to the CESR consultation document on non-equity market post-trade transparency (CESR/08-1014) and the questionnaire addressed to investor associations (CESR/09-22), the AMF "Retail Investors" Consultative Commission notes with interest the concern of the CESR to update the stance it adopted prior to the sub-prime crisis on the impact of post-trade transparency on the efficiency of the European bond market.

Preliminary Remarks

The Commission notes that this document does not address any evolution by the European private bond market towards one centralised market with better-organised structures that would enable to divulge details of the order book for the five most important price limits. The European bond market remains fragmented, decentralised and over-the-counter in nature, organised around market makers. In addition, the Commission considers that for there to be a greater level of participation by retail investors in European bond markets, desirable as that no doubt might be, a better level of transparency, and notably post-trade transparency, would be a prerequisite. The Commission also considers that it would without doubt have been useful to extend the scope of the CESR consultation to the principal European bond market, that is, the government bond and sovereign debt segment, and consequently not limit the consultation of CESR to corporate bond.

1 - To what extent can corporate bond markets be characterized as wholesale or retail markets? How would you distinguish between wholesale and retail markets? What are the differences across the EU?

With the exception of a few domestic markets, such as the Italian retail market, retail investors are not particularly present on the European bond market. The "Retail Investors" Consultative Commission does note, however, that if this situation were to evolve towards greater direct participation of retail investors on the primary and secondary market, and in the absence of an organised market, there are no centralised information reporting tools in Europe and, with the exception of a few domestic markets, the transparency requirements of the MiFID Directive have not been extended to European bond markets.

Under Act n°78-17 of 6 January 1978 on Data Processing, Data Files and Individual Liberties, you have the right to access and rectify any personal information concerning yourself by writing to the Investment Services and Asset Management Division

2 - What would be the potential benefits and downsides of a harmonized pan-European transparency regime for the retail market? Would greater post-trade transparency for example attract retail investors more?

The Commission considers that improving post-trade transparency for corporate bonds – since the direct presence of retail investors on the structured financial products and credit derivatives market is very limited – would, on the whole, contribute to improving the efficiency of these markets, thereby reducing the obstacles to direct holding of bonds by retail investors and considerably improving the valuation of the bond portfolios held indirectly by retail investors. Post-trade transparency would also allow investors who so wish to arbitrate between the different maturities that exist for a given issuer.

3 - Do you believe that better post-trade transparency could improve the efficiency of the price discovery process, reducing bid-ask spreads and search costs for investors and fostering competition among dealers?

More precisely, the Commission considers that better post-trade transparency could considerably reduce the informational asymmetry between institutional and retail investors. It would also lead to a considerable reduction in transaction and information search costs. When markets are not very active, as has been the case in recent months, the prices obtained on the transactions processed provide information that is to be taken into consideration in order to reduce pricing uncertainty. The Commission also considers that transparency could significantly reduce bid-ask spreads through greater competition among market makers.

4- Would additional post-trade transparency help investment firms to comply with MiFID requirements intended to enhance investor protection, such as information disclosure to clients, suitability assessments and providing best execution to investors?

Post-trade transparency also contributes to facilitating checks on best execution compliance, as reference prices will be made available, notably to investors. However, it will be necessary to see whether, despite “best execution” requirements, the possible emergence of new trading platforms might not result in increased search costs for retail investors that will not be offset by reduced transaction costs. Last, retail investors would not be alone in benefiting from better transparency, as the lower transaction costs achieved by greater post-trade transparency would also apply to institutional investors.

5 - Do you think that greater post-trade transparency could have a negative impact on liquidity? Or do you think that it could have any other drawbacks which CESR needs to consider?

The Commission considers that improving post-trade transparency would not result in reducing secondary bond market liquidity.

6 - Please provide information on your experience, if any, in terms of timing, content and access to information of the market-led solutions such as those of ICMA or SIFMA. What is your assessment of the effectiveness of the present self-regulatory initiatives?

For the “Retail Investors” Commission, the initiatives of the ICMA and SIFMA professional associations in the wake of the conclusions of the previous CESR reports have not been conclusive to date.

7 - What would be the most cost-effective way of delivering additional transparency for the retail market: an industry-led solution, possibly based on a road map set by regulators, or mandatory regulatory post-trade transparency requirements? (Question 26 of the consultation paper)

On the subject of the role that could be given to regulators, the "Retail Investors" Consultative Commission considers that regulators should be more directly involved, notably through a roadmap and a precise schedule that could be proposed by the CESR.

8 - Do you think that the introduction of additional post-trade information on prices could help restore market confidence and maintain market liquidity in times of future crisis? (Question 20 of the consultation paper)

As regards improving secondary market liquidity, and based on observations of the volumes traded on TRACE at the time of the 2007-2008 crisis, post-trade transparency does appear to be one factor among others that could help to restore market confidence. The "Retail Investors" Consultative Commission notes that the sharper deterioration in the liquidity of bond markets as compared to equity markets would seem to indicate that better post-trade transparency could help to improve the efficiency of the European bond market.

9 - Regarding structured finance products and credit derivatives, what post-trade information should be published? In addition to information about the price at which the transaction was executed, the volume and the time of the transaction, would there be any benefit in publishing information about portfolio composition, asset class, the initial interest (seller or buyer)? Is there any other information which would be relevant? When should post-trade information be published? Should it be published immediately after a trade has been concluded?

There is very little direct exposure of retail investors to structured financial products and credit derivatives. The "Retail Investors" Consultative Commission considers that these markets should be reserved for investors capable of conducting the diligence work required for this category of financial assets. However, when investors are exposed to these products indirectly (asset management, debt investment funds), the "Retail Investors" Consultative Commission recommends that post-trade transparency should be applied to ensure that intermediaries are able to inform their customers properly.

* *
*

In conclusion, the Commission considers that CESR's consultation should have had a larger scope and not be limited to post trade transparency. Indeed, the Commission believes that the discussion should also focus on pre trade transparency and on the organization of the market as a whole. In this respect, the Commission further believes that centralizing the bond market on trading platforms would be a favourable option to be considered in the direct interest of retail investors.