MAI 2020

ETAT DES LIEUX DE LA TRANSPARENCE OBLIGATAIRE SOUS MIF2

amf-france.org

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

INTRODUCTION

Plus de deux ans après l'entrée en application de MIF2, les services de l'AMF ont souhaité dresser un bilan des mesures de transparence introduites par les nouveaux textes sur l'obligataire, et notamment sur les conditions d'accès et l'utilisation des données de transparence post-transaction par les intervenants de marché.

Il ressort de cette analyse que la transparence des transactions est aujourd'hui insuffisamment accessible, fiable et pertinente pour que les investisseurs s'en saisissent pleinement. En effet, la transparence est fragmentée et les data vendors ne consolident pas actuellement l'exhaustivité des sources. De plus, l'accès aux données par les intervenants de marché demeure difficile, certains services de publication ne remplissant pas encore l'intégralité des critères définis par l'ESMA. L'AMF note également des données d'une qualité mitigée et potentiellement incomplètes.

Les analyses conduites par les services de l'AMF sont corroborées par plusieurs sondages et études menés auprès d'intervenants de marché par les organisations professionnelles et les régulateurs nationaux. De plus, les entretiens réalisés par les services auprès de divers intervenants invitent à penser que les principales conclusions de cette étude sont en partie partagées par les acteurs du marché obligataire.

1. RAPPEL : L'ORGANISATION DE LA TRANSPARENCE OBLIGATAIRE SOUS MIF2

Alors que MIF1 n'imposait la publication des transactions que sur les actions admises à la négociation sur un marché réglementé européen, MIF2 étend cette exigence à une multitude d'instruments, dont les obligations admises aux négociations sur une plateforme européenne. Le périmètre des actifs couverts par la transparence passe ainsi de 6 000 actions environ à plusieurs centaines de milliers d'instruments incluant 519 obligations déterminées comme « liquides » par l'ESMA (au 1er février 2020).

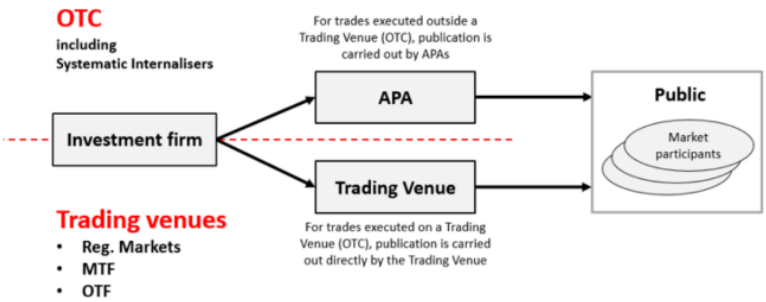
Sur les marchés obligataires, les nouvelles obligations de transparence se déclinent en deux axes :

- **La transparence pré-négociation** : il s'agit de rendre publiques les conditions fermes dans lesquelles les transactions peuvent être réalisées en termes de prix et de quantités. Elle s'applique sur les plateformes et Internalisateurs Systématiques (SI). Les plateformes à carnet d'ordres (e.g. MTS France ou Euronext) sont soumises aux modalités classiques de transparence pré-négociation valables pour les marchés réglementés actions. En revanche, les plateformes de type RFQ (Tradeweb, Bloomberg, MarketAxess) et les SI répondant à des RFQ sont tenus de rendre publics les prix envoyés au client à l'origine de la demande. Les plateformes

de type RFQ n'ont cependant pas attendu MIF2 pour fournir à leurs utilisateurs les cotations des market-makers. Cette offre de services, largement utilisée par les intervenants des marchés obligataires, participe de longue date de leur modèle commercial.

Toutefois, des dérogations exemptent de publication certains ordres, notamment ceux sur des instruments considérés comme non liquides, ainsi que tous ceux d'une taille supérieure à certains seuils[1].

- **La transparence post-négociation** : elle s'applique à tout type de transaction, que ce soit sur plateforme ou OTC (SI compris). Pour les transactions effectuées sur plateforme, c'est à celle-ci d'assurer directement la publication. Pour les transactions OTC, la publication doit s'effectuer au travers d'un APA (« Approved Publication Arrangement ») par l'une des deux contreparties. Le recours obligatoire à ces entités agréées constitue l'une des nouveautés de MIF2 visant à assurer une qualité élevée des publications et un certain degré de concentration des publications.



Source : ESMA

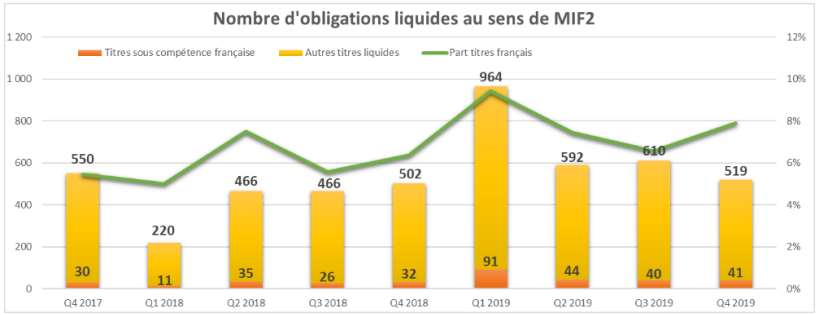
Par défaut, le détail de ces informations doit être rendu public « dans des délais aussi proches du temps réel que cela est techniquement possible » et limité à 15 minutes maximum (2 minutes maximum à partir de 2021). Des dérogations autorisent néanmoins un différé de leur publication pouvant aller jusqu'à 5 semaines[2]. Les transactions sur instruments souverains, non liquides et celles d'une taille supérieure à certains seuils peuvent notamment bénéficier de ce différé.

[1] MIF 2 prévoit deux seuils : le Large in Scale (LIS) et le Size Specific to the Instruments (SSTI).

[2] Aucune transaction n'est en revanche totalement exemptée de publication : pour la transparence post-trade, les seules dérogations permettent un différé, et, dans le cas des obligations souveraines, une agrégation publiée jusqu'à 4 semaines après la fin de la semaine d'observation (soit potentiellement jusqu'à 5 semaines après la transaction).

Selon les chiffres de l'ESMA[3] près de 80% (en notionnel échangé) des transactions sur obligations souveraines font l'objet d'une publication agrégée sur l'instrument la semaine suivant la transaction, avant la publication complète de chaque transaction individuelle 4 semaines après l'agrégation. Pour les obligations non souveraines en revanche, la plupart des transactions sont publiées en J+2.

- **Les obligations liquides :** depuis la première liste d'obligations liquides publiée par l'ESMA, leur nombre progresse lentement. Le rebond du 1er trimestre 2019, s'expliquant par un surcroît d'activité typique du début d'année, fait figure d'exception à une tendance plus modérée. Aujourd'hui, 519 obligations, dont 41 françaises, sont considérées comme liquides au sens de MIF2.



Source ESMA

Les données ci-dessus correspondent aux trimestres de mesure des obligations liquides. Les listes sont publiées officiellement par l'ESMA un mois après la fin du trimestre et l'entrée en vigueur officielle de la nouvelle liste intervient 15 jours plus tard.

En raison du nombre restreint d'obligations liquides et des multiples autres exemptions (cf. annexe 1), la transparence pré-négociation ne concerne, de facto, qu'une infime partie des transactions obligataires et n'a qu'une utilité marginale dans le processus de formation des prix. Les cotations des Market-Makers fournies par les plateformes de type RFQ font davantage consensus sur les marchés de taux.

Cette étude se concentre donc sur la transparence post-négociation.

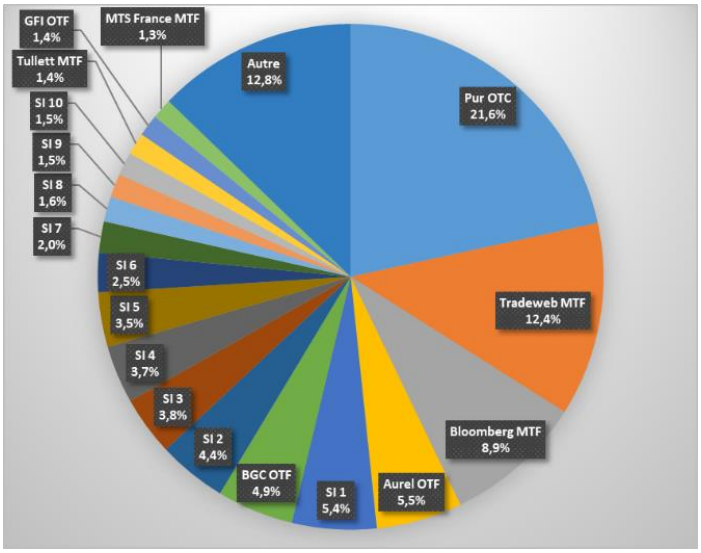
3 Source : "MiFID II/ MiFIR review report on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives" du 10 mars 2020.

2. LES ACTEURS DE LA TRANSPARENCE : DES SOURCES FRAGMENTEES

Les modalités de transparence dépendant des lieux d'exécution des transactions, il est utile, en préalable à l'analyse, de déterminer l'importance de ces divers lieux. L'AMF a pu estimer cette cartographie pour les obligations sous compétence française sur la base du reporting des transactions qu'elle reçoit (RDT-TREM).

Répartition des volumes échangés par lieu d'exécution

(sur les titres de dette de compétence française, en % de notionnels échangés



Source : RDT-TREM.
Période : de janvier 2019 à août 2019[4].

Selon les données RDT-TREM, les obligations françaises s'échangent tout d'abord en pur OTC (pour près de 22% des volumes). Deux MTF se distinguent ensuite avec 12% et 9% des notionnels totaux échangés : Tradeweb et Bloomberg. Ces plateformes assurent leurs propres publications et constituent autant de sources de transparence différentes, aux côtés de 10 autres plateformes à plus de 1% de part de marché actives sur l'obligataire.

La fiabilité de cette répartition dépend de la qualité du reporting des transactions. Des écarts avec les dires du marché ont pu être constatés, notamment en ce qui concerne les volumes traités sur le MTF MarketAxess.

Avec 58% des notionnels échangés, les transactions réalisées OTC (i.e. en pur OTC ou sur un internalisateur systématique) doivent faire l'objet de publication via un APA. 24 APA sont actuellement référencés par l'ESMA.

[4] Les calculs ont été réalisés après appariement des déclarations (doubles déclarations achat-vente) pour reconstituer les nominaux réels. Périmètre : tous instruments de dette (code CFI en DB et DT) sous compétence française.

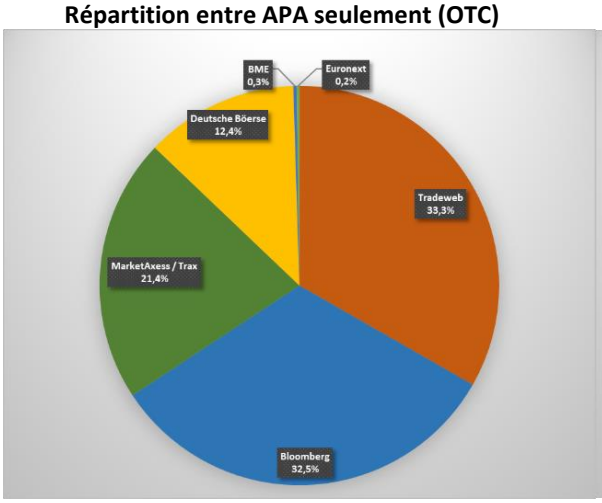
Afin d'étudier leur importance respective, l'AMF a analysé les publications consolidées par Refinitiv (ex. Thomson Reuters) et Bloomberg.

Le graphique de gauche ci-après représente les parts de marché de 6 des principaux APA d'après des données en provenance de Refinitiv sur un périmètre d'obligations sous compétence française. Le graphique de droite consolide l'ensemble des lieux de publication en y incluant les trading venues. Ce dernier graphique se fonde sur des sources de données multiples présentant chacune des erreurs potentielles ; si ces résultats doivent être utilisés avec précaution, ils permettent néanmoins de mettre en évidence les principaux acteurs.

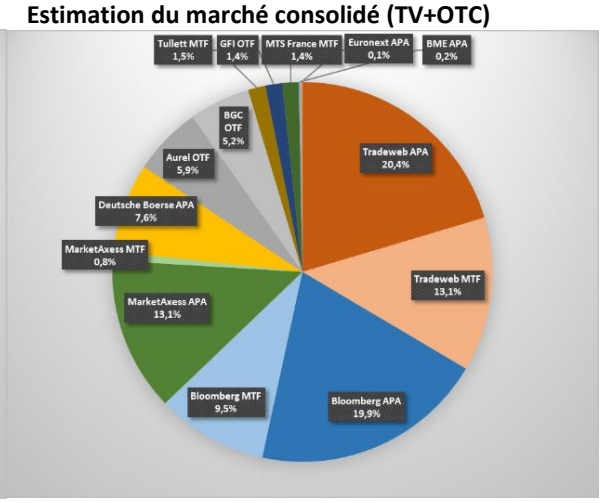
Répartition des volumes par source de publication

en % de notionnels publiés

Répartition entre APA seulement (OTC)



Estimation du marché consolidé (TV+OTC)



Source : RDT-TREM / Agrégateur de données

L'utilisation des deux data vendors aboutit à des résultats sensiblement différents[5].Il apparait néanmoins que le paysage des APA semble dominé par trois entités : Tradeweb d'abord, puis Bloomberg et MarketAxess. Ces trois entités exploitent par ailleurs les MTF les plus populaires du marché. Ces trois groupes ont profité de leurs relations commerciales bien établies avec leurs membres de marché pour se positionner comme les acteurs incontournables du nouveau marché des APA.

[5] Cette divergence peut notamment s'expliquer par des offres différentes de sources disponibles, Refinitiv et Bloomberg ne consolidant pas exactement les mêmes MTF, OTF ou APA. L'utilisation d'échantillons de titres distincts peut également expliquer cette divergence. Les résultats issus des extractions Bloomberg indiquent une part de marché sensiblement plus importante de Tradeweb APA. Refinitiv a été choisi en raison de sa couverture de l'APA MarketAxess qui n'est pas encore offerte par son concurrent.

Comparatif avec le marché actions et enjeux pour les participants

A titre de comparaison, le marché des actions françaises apparaît plus concentré en termes de sources de transparence : CBOE, fort de son poids dominant en tant qu'APA (84% des volumes d'APA) outre celui de ses plateformes, est à l'origine de 56% des volumes publiés, loin devant Euronext (28%) et le LSE avec Tradecho (11%). Ensemble, ces 3 sources y couvrent 95% des volumes publiés (en montants). Sur le marché obligataire, les 3 premières sources[6] (Tradeweb, Bloomberg et MarketAxess) ne couvriraient que 77% des volumes et il faudrait rajouter 2 sources (Deutsche Boerse et Aurel+BGC) pour atteindre 95% du marché.

En termes de publication, le marché obligataire apparaît ainsi plus fragmenté que le marché action.

Par ailleurs, l'émergence d'une offre de data vendors consolidant la totalité des sources de données de transparence semble plus difficile concernant le marché obligataire. Les sociétés Bloomberg et Refinitiv permettent toutes deux à leurs clients d'accéder aux plus importantes sources de données de transparence, néanmoins certaines sources de taille non négligeable sont absentes de leur offre à ce jour[7].

3. DES DIFFICULTES PERSISTANTES D'ACCES AUX DONNEES

Le règlement MiFIR impose aux plateformes et APA de publier gratuitement les données de transparence dans un délai de 15 min après la première publication payante.

La réglementation européenne impose plus spécifiquement aux APA « d'assurer une diffusion efficiente et cohérente des données de transactions, afin de garantir un accès rapide aux informations sur une base non discriminatoire et dans un format qui facilite leur consolidation ». Malgré cette disposition, différents acteurs se sont publiquement ouverts, au lendemain de MIF2, de la difficulté d'accès aux données[8]. A titre d'exemple, des pratiques comme la publication des informations au format « image », immédiatement supprimées après leur affichage, ne peuvent être considérées comme conformes à l'obligation d'un format « machine readable » et susceptible d'être consolidé.
Pour répondre à ces attentes, l'ESMA a publié un Questions & Answers (Q&A) en novembre 2018 précisant les modalités de publication à respecter et les pratiques non-conformes, pour les plateformes et les APA. Plus d'un an après ce Q&A, l'ESMA mène une évaluation de ces mesures.

[6] Plateformes et APA d'un même groupe, tels que Bloomberg MTF et Bloomberg APA ou Aurel et BGC, sont considérés comme relevant d'une même source.
[7] A titre d'exemple, Bloomberg n'intégrait pas en février 2020 l'APA TRAX de MarketAxess dans son offre MOSB.
[8] "*MiFID data : hard to access, hard to use*" Risk.Net du 03/05/2018

L'AMF a également tenté d'apprécier concrètement le niveau d'accessibilité de ces données. L'analyse s'est portée sur 10 entités :

- 7 des principaux fournisseurs de données de transparence en Europe (plateformes et APA),
- ainsi que les plateformes de 3 des principaux courtiers français.

Plusieurs critères ont été retenus pour apprécier l'accessibilité des données de transparence. L'AMF a tout d'abord adopté les critères établis par l'ESMA dans son Q&A. Certains s'avèrent objectifs et mesurables (ex. publication des transactions sous un délai de 15min, information restant disponible pendant une durée minimum de 24h, etc.). D'autres s'avèrent au contraire plus subjectifs et qualitatifs (ex. complexité de l'accès à la donnée, lecture facilitée). Des critères supplémentaires ont été ajoutés à cette liste par l'AMF. Ils visent à jauger[9] de la facilité d'utilisation des données (ex. possibilité d'exporter les données en « .csv », affichage du libellé des titres au-delà du seul code Isin).

Un an après leur publication par l'ESMA, certains critères visant à rendre accessibles les données demeurent encore non respectés. Les plans de mise en conformité requièrent des développements parfois lourds au regard des enjeux. Même pour les acteurs importants de la transparence obligataire, il reste du chemin à parcourir pour remplir le cahier-des-charges défini par le régulateur européen.

Si l'ensemble des 10 entités étudiées fournissent bien une donnée gratuite dans un délai de 15 min après la première publication payante, d'autres critères fondamentaux sont plus difficilement respectés.
En ce qui concerne les critères de l'ESMA, 5 de ces entités peinent encore à fournir une donnée que l'on peut qualifier de « machine readable ». L'accès automatique aux données, s'il n'est pas impossible, requiert souvent des compétences informatiques poussées. L'aspect « human readable » pose également problème à 3 entités. Il peut par exemple s'agir de simples fichiers « .csv » communiqués toutes les minutes reprenant les transactions réalisées dans la minute écoulée sans interface visuelle mise à la disposition du public. Il faudrait ainsi télécharger, ouvrir et retraiter plus de 500 fichiers distincts pour travailler sur les données de la séance. Par ailleurs, un fournisseur parmi les 10 étudiés se contente de fournir une barre de recherche fonctionnant ISIN par ISIN pour accéder aux données, ce qui est proscrit par l'ESMA (car ceci oblige à saisir tous les ISIN de l'univers obligataire pour consolider les transactions).

Au-delà des critères de l'ESMA, il est à noter une absence généralisée de libellé des titres qui ne facilite pas la lecture des documents pour le public ainsi que l'existence rare de filtres de recherche permettant une manipulation souple des données de transparence.

[9] Ces critères, subjectifs pour la plupart, reflètent exclusivement l'opinion des auteurs et non celle de l'AMF.

Il convient de noter que les solutions techniques de publication pour les 3 courtiers français étudiés sont en fait empruntées à celles de leurs maisons-mères respectives au Royaume-Uni. Ces trois groupes fournissent l'accès aux données de transparence de l'ensemble de leurs filiales au travers d'une solution commune sur leur site internet.

4. EXHAUSTIVITE ET QUALITE DES DONNEES PUBLIEES

Analyse de la qualité

Au-delà de l'accessibilité, la qualité de la donnée constitue une autre condition sine qua non pour délivrer à l'ensemble du marché les bénéfices attendus de la transparence.

Afin de jauger la qualité des données de transparence, l'AMF a analysé les transactions publiées par les principaux APA. Les déclarations réalisées sur les APA sont en effet les plus pertinentes à analyser dans la mesure où ce sont les intervenants de marché, et non les plateformes, qui sont à l'origine des déclarations. Le nombre d'acteurs étant multiplié, le risque d'erreur l'est également.

La qualité des données de transparence a été analysée au travers des publications relayées par Refinitiv (TRTH). L'échantillon correspond un échantillon large de 77 000 transactions réalisées sur près de 2 500 obligations sous compétence française négociées entre le 1er janvier et le 31 août 2019. Un exercice similaire a été réalisé sur les transactions Bloomberg aboutissant à des résultats comparables.

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats d'une analyse visant à identifier parmi ces transactions publiées des erreurs possibles au regard de plusieurs critères.

Critère	Occurrences	Part des transactions	Cause principale
Nominal < 100 000 €	18 044	23,2%	*Nominal Vs Quantité*
Nominal > 250 M€	570	0,7%	*Multiplicateur volumes*
Prix < 10%	3 656	4,7%	*Prix Vs Taux*
Prix > 200%	1 148	1,5%	*Prix unitaire Vs Prix total*
Transactions doubles	919	1,2%	*Deux déclarants*
Total	24 337		

Source : AMF, Refinitiv

Plusieurs éléments permettent de conclure à une qualité de donnée encore mitigée :

- Nominal Vs Quantité : certaines confusions semblent exister entre la quantité de titres échangés et le nominal total de ces transactions.

  A l'inverse, et c'est heureux, peu de déclarations pâtissent d'un effet multiplicateur aboutissant à des nominaux extravagants (supérieurs à 250 M€).

- Prix Vs taux : soit les transactions sont déclarées en taux, soit elles sont déclarées en pourcentage et non en points de base.
- Prix unitaire Vs prix total : certaines contreparties semblent renseigner le coût total de leur transaction plutôt sur le prix unitaire de chaque titre.
- Doubles déclarations : le vendeur et l'acheteur déclarent la même transaction. Cette obligation incombe normalement au vendeur seul, sauf si l'acheteur agit en capacité de SI ou le vendeur n'est pas une entreprise d'investissement. Ce phénomène demeure cependant marginal.

Le manque d'uniformité de la donnée et les erreurs dans les données publiées constituent des freins à l'utilisation de la transparence post-transaction par les acteurs du marché. Un travail de fiabilisation de la donnée apparaît donc nécessaire avant que la transparence puisse être pleinement exploitée par le marché et délivre ses bénéfices.

Analyse de l'exhaustivité

Outre la qualité des données disponibles, l'AMF s'est également interrogée sur sa complétude. Les données en provenance des principaux APA ont donc été comparées au reporting RDT-TREM à disposition de la Surveillance.

En théorie, toutes les transactions réalisées en pur OTC et sur SI doivent être publiées sur un APA. Les volumes déclarés en pur OTC et SI dans RDT-TREM, après appariement partiel des éventuelles doubles déclarations vendeur-acheteur, devraient correspondre peu ou prou aux volumes publiés par les APA[10].

Les analyses de l'AMF font cependant apparaître un décalage sensible entre les deux sources de données. Quel que soit l'agrégateur pris en compte, le taux de recouvrement entre les données de transparence et les données de reporting RDT-TREM oscille, hors éléments extrêmes, entre 25% et 45% des volumes échangés selon les mois étudiés.

La comparaison entre données des APA et données RDT-TREM fait apparaître des écarts importants et très variables au cours du temps. Cela peut s'expliquer par diverses raisons non exclusives :

- Les data vendors ne consolident pas tous les APA.
- Les entreprises d'investissement pourraient omettre de reporter leurs transactions à leur APA.
- Les deux déclarations (de l'acheteur et du vendeur) susceptibles de participer à une même transaction n'ont pas pu être appariées par les services de l'AMF (faute d'horodatage, de prix ou de nominaux identiques par exemple) et ont été comptées comme 2 transactions différentes, doublant ainsi les volumes RDT-TREM.

[10] Seuls certains types de transactions peuvent échapper au reporting RDT-TREM, comme celles conclues entre deux entités dépourvues du statut d'entreprise d'investissement. Cette situation est exceptionnelle.

- Plus largement, des erreurs de déclarations dans RDT-TREM ou auprès des APA, qui peuvent aboutir à des volumes accrus ou des déclarations multiples.

Ces constats incitent l'AMF à renforcer ses actions pour l'amélioration de la qualité des déclarations, tant concernant la transparence des transactions que les reportings au régulateur RDT-TREM.

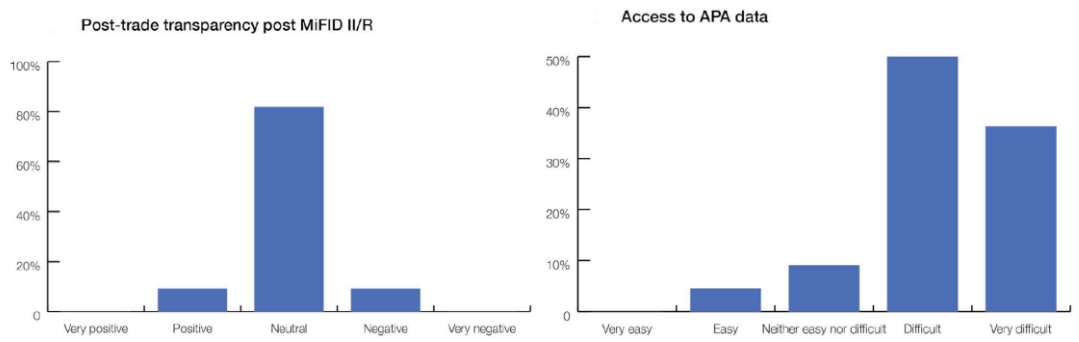
5. L'OPINION DES INTERVENANTS DE MARCHE : LA NECESSITE D'UNE « CONSOLIDATED TAPE »

5.1. UN BILAN CRITIQUE PARTAGE PAR LES PARTICIPANTS

Les constats dressés par l'AMF, concluant à des données fragmentées, incomplètes et d'une qualité inégale, peuvent expliquer leur faible utilisation par le marché.

Ces conclusions sont largement partagées par les participants, comme le montrent deux études :

- celle publiée par l'ICMA début 2019 et réalisée sur la base d'un sondage auprès de l'industrie[11] : dans cette étude, les répondants indiquaient qu'à date la transparence post-trade ne s'était pas améliorée et imputaient ce résultat aux difficultés d'accéder aux données (cf. graphique ci-après) ainsi qu'à leur qualité (73% des répondants considéraient que moins de 10% des données étaient utilisables).



Source : ICMA

Une étude publiée du régulateur suédois[12] compare l'état de la transparence sur son marché obligataire domestique avant et après l'introduction de MIF2, la Suède disposant auparavant de son propre arsenal législatif de transparence des marchés. Selon les participants interrogés, le passage à MIF2 s'est accompagné par une dégradation de la transparence. Le spectre des transactions publiées s'est restreint, la donnée s'est dispersée chez une multitude de fournisseurs et des doutes ont émergé sur la complétude de l'information disponible.

Dans le cadre de cette étude, les services ont également rencontré des acteurs du marché. Ces entretiens ont été réalisés auprès d'acteurs importants du marché buy-side, de plateformes et d'APA. Le buy-side devrait

[11] Etude ICAM : "MiFID II/R and the bond markets: the first year"
[12] Etude Finansinspektionen : "New rules led to reduced transparency on the Swedish bond market" (17/10/2019)

théoriquement faire partie des bénéficiaires de la transparence dans la mesure où il profite directement d'une réduction de l'asymétrie d'information. Les sociétés interrogées ont cependant indiqué ne pas utiliser activement les données de transparence issues de MIF2, qu'elles considèrent fragmentées, difficilement accessibles et d'une qualité incertaine. Les fournisseurs de données soulignent également le chemin restant à parcourir pour parvenir à une donnée uniforme et de qualité.

Les participants buy-side rencontrés ont en revanche mentionné consulter régulièrement la consolidated tape (« conso tape ») américaine TRACE, qui publie entre autres l'ensemble des transactions réalisées sur les obligations privées US.

5.2. LA CONSO TAPE AMERICAINE TRACE

TRACE est un outil de reporting des transactions développé par la Finra aux Etats-Unis. Tous les markets-makers membres de la Finra sont tenus, par la SEC, d'y déclarer l'ensemble de leurs transactions sur les obligations corporate. La Finra remplit ainsi de facto un rôle d'agrégation comparable à celui de la conso tape.

Cette conso tape est citée comme une référence à suivre en raison de ses multiples avantages :

- Sa centralisation : contrairement à la donnée publique en Europe qui est éparpillée chez une multitude d'agents, la transparence US est disponible sur une seule plateforme : http://finra-markets.morningstar.com,
- Sa qualité : TRACE a été lancé en 2002, ce qui a donné le temps à la Finra de mener des actions de qualité auprès des contributeurs assurant aujourd'hui une grande fiabilité des données,
- Son exhaustivité : toutes les transactions sont disponibles sous 15 min sur le marché corporate, seules les transactions d'un montant substantiel (supérieur à 5 M€ pour l'Investment Grade et 1 M€ pour le High Yeld) peuvent ne pas afficher leur nominal exact mais un montant indicatif (e.g. « 5M+ » ou « 1M+ » selon les caractéristiques des obligations). Au bout de 6 mois, le nominal exact est alors publié. En Europe, seules les transactions réalisées sur une liste restreinte d'obligations considérées comme liquides peuvent être publiées sous 15 min pourvu qu'elles ne dépassent des seuils aisément atteignables (cf. infra).
  Par ailleurs TRACE rend public l'ensemble des transactions réalisées sur les obligations depuis sa création quand le modèle européen n'impose la publicité que pour les 24 dernières heures.
- Son business model performant : TRACE est gratuit pour le public via une interface web permettant d'interroger manuellement les transactions sur un code ISIN particulier. Pour les professionnels désirant une alimentation automatique en temps réel, le coût s'élève à 7 500 $/mois.

TRACE pâtit néanmoins d'une faiblesse par rapport au modèle européen : le reporting des transactions ne concerne que les obligations corporate et les municipal bonds. Concernant les titres souverains, la Finra publie depuis le 10 mars 2020 des volumes agrégés hebdomadaires[13].

5.3. TRAVAUX EN COURS SUR LA CONSO TAPE EN EUROPE

Différentes consultations ont été lancées au cours des derniers mois sur la transparence et les conso tapes (Commission, ESMA).

La nécessité d'une conso tape obligataire a été en particulier confirmée par les participants[14]. Une conso tape apparaîtrait d'autant plus utile sur ce marché que celui-ci souffre d'une relative opacité (notamment sur ses segments les moins liquides).

Les offres des data vendors pourraient constituer une alternative, au moins temporaire, à une conso tape centralisée. Une conso tape européenne bénéficierait cependant d'une légitimité supérieure pour uniformiser, vérifier et faire corriger des données de sources multiples en dehors du tout rapport de concurrence entre fournisseurs de données.

5.4. LES RAISONS DE L'ABSENCE D'UNE CONSO TAPE OFFICIELLE

A ce jour, les tentatives commerciales de créer un Conso Tape Provider (CTP) sur actions (techniquement plus simples) ont échoué et aucune conso tape n'a vu le jour. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation. D'un point de vue réglementaire tout d'abord, les obligations incombant à un CTP s'avèrent particulièrement contraignantes. En effet, outre les contraintes organisationnelles similaires à celles d'un PSI, MIF2 impose aux CTP la collecte exhaustive de toutes les données de transactions, qu'elles soient publiées sur un RM, un MTF, un OTF ou un APA. En parallèle, l'utilisation de la conso tape à des fins d'exécution (processus de formation du prix) nécessite des données en temps réel (pré et post-trade) en provenance des lieux d'exécution. Lorsque ces données sont utilisées dans un cadre de benchmarking tel que transaction cost analysis ou obligations de Meilleure exécution, ce travail conséquent d'exhaustivité et d'agrégation se heurte également aux difficultés de monétisation d'une donnée censée être mise gratuitement à la disposition du public seulement 15 minutes après la première publication (payante). Il n'y a aucun obstacle empêchant d'attendre 15 minutes supplémentaires pour accéder à l'information gratuitement quand la très grande majorité des transactions fait l'objet d'un différé de publication de 4 semaines.
Dans ces conditions, la viabilité économique d'un ou plusieurs CTP apparaît peu assurée, d'autant plus que les data vendors sont quant à eux libres de commercialiser l'offre qu'ils souhaitent.

[13] News Release « FINRA Launches New Data on Treasury Securities Trading Volume », le 10 mars 2020.
[14] Cf. annexe pour le compte rendu envoyé aux participants de la consultation organisée par la Commission (workshop du 28/06/2019).

CONCLUSION

Deux années après l'entrée en application de MIF2, les bénéfices de la transparence obligataire se font toujours attendre faute d'une utilisation effective des données par les participants de marché. Ces derniers se heurtent en effet à différents écueils :

- La fragmentation des sources de données, qu'il s'agisse des plateformes ou des APA pour l'OTC. Dans l'attente d'une éventuelle conso tape, les offres des data vendors pourraient à terme constituer une solution alternative bien que non exhaustive aujourd'hui.
- Les différentes sources de publication à l'origine des données de transparence (APA et plateformes) sont parfois difficiles d'accès pour les intervenants de marché.
- La complétude et la qualité des données semblent aujourd'hui insuffisantes, surtout pour les transactions OTC, car provenant de nombreux déclarants susceptibles d'omettre ou d'altérer leur reporting.
-

Face à ces difficultés, les priorités du régulateur consisteront à :

- Œuvrer à l'amélioration de la qualité des déclarations, tant concernant la transparence des transactions que les reportings RDT et TREM.
- Renforcer le respect des mesures de niveau 3 de la part des plateformes et APA concernant l'accès aux données. Dans cette optique, l'AMF promeut une coordination internationale avec les autres régulateurs européens.
- L'AMF soutient l'émergence d'une consolidated tape qui constitue aujourd'hui une mesure attendue par l'ensemble du marché. Cette nouvelle entité permettrait à la transparence des transactions de déployer pleinement ses effets positifs escomptés.

Annexe 1 : synthèse des dérogations à la transparence sous MIF2

Le tableau ci-dessous synthétise l'ensemble des dérogations à la transparence pour les instruments selon leurs catégories :

	Actions et assimilés (equity)		*Autres instruments (non-equity)*	
	Sur plateformes	**Hors plateformes**	**Sur plateformes**	**Hors plateformes**
Transparence pré-négociation	**OUI** sauf exemptions: - prix de référence - transactions négociées - tailles élevées (blocs *LIS*) - systèmes de gestion des ordres (ordres stop, *iceberg*…)	**Seulement pour les IS** sur instruments liquides	**OUI** sauf exemptions: - tailles élevées (bloc *LIS*) - tailles spécifiques de transaction (*SSTI*) pour RFQ et à la voix - systèmes de gestion des ordres - dérivés non liquides et non soumis à l'obligation de négo sur plateformes (TO) - Instruments non liquides autres que dérivés - package orders incluant les Exchanges for Physical (EFP)	**Seulement pour les SI** sur instruments liquides avec les mêmes exemptions que pour les plateformes
Transparence post-négociation	**OUI, immédiatement,** sauf différés en cas de - tailles élevées (bloc *LIS*) et négociation pour compte propre pour l'une des contreparties		**OUI, dans les 15 minutes,** sauf différés en cas de: - tailles élevées (bloc LIS) - tailles spécifiques de transaction (*SSTI*) pour les systèmes RFQ ou le trading à la voix et négociation pour compte propre d'une contrepartie - instruments non liquides - package transactions (incluant Exchange for Physical)	

Source : Surveillance des marchés

Annexe 2 : extrait de l'étude ICMA "MiFID II/R and the bond markets: the first year"

Transparency

While greater transparency is a key objective of the regulation, this very much seems to be work in progress as far as bond markets are concerned. Respondents suggest that, to date, post-trade transparency has not improved as a result of the regulation. This can partly be attributed to the challenge of accessing trade data (86% of respondents find it 'difficult' or 'very difficult') as well as to the quality of the data itself (73% of respondents believe that less than 10% of the available data is 'usable'). However, there seems to be a degree of optimism that in time the pre- and post-trade data will become more reliable; although, even by 2022, the expectations for the extent of usability seem to be mixed at best. It is perhaps no surprise that most respondents feel that price discovery is either the same or worse (90% of respondents) than pre-MiFID II/R.

Consistent with previous ICMA member feedback, the majority of respondents (86%) feel that a consolidated tape, provided as a utility (similar to TRACE in the US), would help to provide the level playing field that the regulation is intended to deliver.

Annexe 3 : extrait du compte-rendu des ateliers de consultation organisés par la Commission sur la conso tape (28/06/2019)

Should the consolidated tape cover instruments other than equity?

Takeaway 1: There is political momentum behind an equity tape – it should be created first.
At the same time, there is no reason to artificially delay a consolidated tape for fixed income since: a) it would arguably add more value as the fixed income market is currently much less transparent, and b) there is a significant amount of work needed on data quality.

Takeaway 2: With the US system TRACE, a working example of a fixed income tape exists.
COM should establish contact with FINRA to learn from them.

Takeaway 3: A lot of work is needed on data quality throughout the chain, starting at reference data, via trade reporting and APAs through to the CTP. Not all of the responsibility can be incumbent on the CTP, which, at the end of the chain, is not well placed to clean and correct data. Once data quality reaches the required standard, a CTP's job of consolidating would be relatively easy.

Minutes
In general, participants agreed that a CTP could bring value for asset classes other than equity, including ETFs, fixed income and derivatives. Out of these, participants saw most urgency for fixed
income, on which most of the further discussion centred. For derivatives, participants wondered why the clearing machinery that is in place could not be leveraged to increase transparency.
Nevertheless, participants agreed a CTP based on post-trade data for equity should be the immediate priority in view of the clear political impetus supporting it and the short time needed for delivery.
The equity CTP would then serve as a reference model for other asset classes.
CTP for fixed income: Among other asset classes, participants appeared to await a consolidated tape for fixed income products most eagerly. This is mainly due to the lower degree of transparency in this market currently. The main challenges for the creation of a fixed income CTP would be market fragmentation and data quality. Participants conceded that the CTP would be fundamentally different between asset classes as regards latency and information content, and that these differences would even play between liquid and illiquid bonds. One participant suggested to start off with a limited coverage CTP for cash sovereign bonds. As with equity, it would be critical to select the appropriate trades to include in the CTP.

Phasing: Discussion table participants agreed that it would not be good to artificially delay the
creation of a fixed income CTP. Instead, if it is the intention to arrive at a bond CTP within 18 months after delivery of the equity CTP, work on data quality should start in earnest.

TRACE, the US consolidated tape for fixed income products was cited as a useful example. Elements of note were its development over a period of 20 years, during which its coverage grew gradually and the specific governance model and the position FINRA, an industry self-regulatory body with the power to enforce contribution to TRACE. The EC was encouraged to learn from FINRA's experience with TRACE. For derivatives too, the US experience with DTCC was considered interesting for the EC to explore.

Issues: Participants cited the following obstacles that need to be overcome to allow the creation of a useful non-equity CTP
- Data quality needs to be improved along the chain of transmission (venues, APAs). The CTP, which sits at the end of the chain, should not be made solely responsible for spotting and correcting errors originating upstream;
- There are issues with reference data: errors in FITRS and FIRDS (CFI codes especially) feed through to the rest of the chain. Architecture of the data system makes it hard to correct errors. ESMA's resources are considered insufficient to address this issue;
- Deferrals cloud the post-trade picture for fixed income products, and are applied differently across member states;
- Some participants called for moderation in the number of data fields that should be reported to the CTP: RTS 2 is widely considered too expansive.
To address these issues, participants strongly urged the EC to engage with industry.