

Infrastructures de marché

ENTRE SAINTE CONCURRENCE ET LÉGITIME SÉCURITÉ



La crise financière a mis en lumière le rôle des infrastructures de marché en matière de sécurité et dans la gestion de risques systémiques. Comment faire évoluer le cadre réglementaire des infrastructures titres européennes, en assurant une concurrence voulue par la Commission européenne, efficace mais sans risques ?

Cela fait deux ans que la directive Mif et le code de conduite du post-marché sont rentrés en application. La revue de la directive Mif prévue en 2010 par la Commission permettra de vérifier les bénéfices apportés aux différentes parties prenantes de l'industrie et, en particulier, aux investisseurs et émetteurs. Le but est aussi de définir alors les évolutions éventuelles à apporter au cadre réglementaire pour assurer la compétitivité et la sécurité des infrastructures titres européennes dans ce nouvel environnement.

1. La directive Mif et le code de conduite ont permis d'initier une concurrence dans les domaines du trading et du clearing, surtout pour les investisseurs professionnels et les grandes valeurs. Le développement d'une concurrence entre plateformes titres européennes (plateformes de trading, CCP) a été choisi par la Commission afin d'accélérer la baisse des prix des transactions.

L'objectif était également de favoriser, dans le temps, la mise en place d'une dynamique supplémentaire de consolidation ou de spécialisation des infrastructures titres par le jeu des forces de marché.

L'entrée sur le marché de nouveaux acteurs dans le domaine du trading et du clearing – les MTF (multilateral trading facilities), les SI (internatiseurs systématiques) et les CCP qu'ils utilisent – a permis le développement de cette concurrence à l'échelle européenne. Les premiers effets se font sentir mais ils concernent surtout les investisseurs professionnels – nouveaux services, baisse des prix pour les gros utilisateurs – et les grandes valeurs (blue chips).

2. Au niveau du trading, des questions d'équité et de transparence restent à résoudre dans l'application de la directive Mif.

Les définitions des plateformes alternatives de trading – MTF et SI – données dans la directive doivent être mieux

interprétées ou revues, afin de s'assurer qu'elles couvrent tous les business models existants dans le marché, présentant des caractéristiques similaires et qu'elles puissent s'adapter aux continues évolutions technologiques. Il faudrait également examiner de près tout impact sur la formation des prix des plateformes en dehors des règles de transparence de MiFID.

Les règles de transparence associées aux objectifs de "meilleure exécution" de la Mif devraient être améliorées pour les transactions sur les dérivés OTC standardisés et élargies pour les SI. Certains acteurs considèrent de plus que la Mif devrait être étendue à des instruments tels que les obligations ou les ETF (exchange traded funds) en particulier. Une coopération accrue entre superviseurs et un rôle plus actif joué par CESR aideraient également à résoudre d'éventuelles différences de supervision et de réglementation entre les États membres de l'UE et entre les marchés réglementés et les MTF. Enfin, l'impact des dark pools sur la formation des prix et sur différentes parties prenantes du marché a besoin d'être examiné plus en détail.

3. Des règles plus cohérentes de gestion des risques appliquées au nouvel environnement concurrentiel ainsi qu'une application plus systématique de celles-ci sont nécessaires au niveau du clearing afin d'assurer une concurrence efficace et sans risque.

Mettre en œuvre une interopérabilité efficace et sans risque entre les principales CCP est en effet nécessaire pour que la concurrence entre les plateformes de trading soit réelle et que les utilisateurs bénéficient d'un choix de solutions de clearing suffisant, leur permettant de choisir un nombre réduit de CCP ou une seule, au travers desquelles traiter toutes leurs transactions pour obtenir des gains de netting et une optimisation du collatéral.

Deux conditions sont à remplir pour que l'interopérabilité entre CCP soit mise en œuvre de façon sûre et efficace.

■ L'interopérabilité doit être sans risque pour les utilisateurs. Ceci impose une communication aux régulateurs, utilisateurs et plateformes de trading de la façon dont les expositions entre CCP sont gérées et si possible la définition de normes minimales communes de risque appliquées à ces expositions et adaptées au nouvel environnement concurrentiel.

■ La concurrence entre CCP ne devrait pas entraîner une diminution des normes de gestion des risques au plan européen. Cela constitue une raison supplémentaire d'imposer des normes communes minimales de gestion

des risques à travers toute l'UE, mais aussi une supervision cohérente des entités concurrentes, de façon à éviter une baisse des investissements dans la gestion des risques et la convergence vers des normes moins strictes.

“ Des règles plus cohérentes de gestion des risques appliquées au nouvel environnement concurrentiel ainsi qu'une application plus systématique de celles-ci sont nécessaires au niveau du clearing. ”

La revue programmée en 2010 de la Mif devrait également donner l'occasion d'examiner le business model de l'interopérabilité, qui nécessite des mécanismes techniques complexes et de multiples liens entre CCP, dont les coûts seront, in fine, supportés par les utilisateurs.

4. La contribution que les infrastructures titres peuvent apporter à la sécurité systémique des marchés de capitaux, et en particulier des marchés OTC, devrait enfin être précisée en liaison avec les propo-

sitions actuelles de la Commission concernant les CDS.

La possibilité d'étendre les CCP à tous les marchés OTC qui possèdent des prix de marché et une liquidité suffisante, au-delà des CDS, pour lesquels plusieurs CCP opèrent à présent ou sont en projet dans l'UE, devrait être évaluée plus précisément par les autorités européennes.

Une approche cohérente et centralisée du reporting des données réglementaires au moyen d'un data warehouse couvrant les transactions sur les dérivés OTC semble essentielle afin de faciliter le pilotage des risques systémiques par les régulateurs européens. Ceci pourrait permettre aux régulateurs de suivre les positions de tous les types de produits OTC – ceux éligibles aux CCP comme les autres. Des solutions globales répondant aux exigences de l'UE en termes d'accès donné aux régulateurs européens et de gouvernance devraient être favorisées pour les marchés à la dimension globale, afin d'éviter des doublons.

Les plateformes de trading peuvent enfin être mises à profit pour accroître la transparence, l'efficacité et la sécurité de l'exécution des ordres pour les produits suffisamment standardisés. ■

Mesure et gestion du risque de crédit dans les institutions financières

2^e édition

Michel DIETSCH
Joël PETEY

Préface de Danièle Nouy
Secrétaire général de la Commission bancaire

RB
BANQUE
RANSOFT
EDITIONS

Cette deuxième édition augmentée explique les fondements, les enjeux et les conséquences de l'évolution de la réglementation des fonds propres pour l'industrie financière. Les auteurs présentent de manière didactique les nouveaux outils de mesure et de contrôle du risque de crédit, qu'il s'agisse des instruments de mesure du risque au niveau individuel (outils de score, systèmes experts, ratings, outils reposant sur des données de marché) ou des nouveaux outils de mesure et de contrôle du risque de crédit au niveau du portefeuille (modèles de Value-at-Risk de crédit). L'ouvrage montre l'intérêt des nouvelles méthodes pour l'allocation des fonds propres, la mesure de la performance (RAROC) et la tarification des prêts. Il intègre aussi les développements récents de la recherche appliquée en matière de risque de crédit et de réglementation des fonds propres (Loss Given Default, procyclicité, impact des normes IFRS...). Il contient des applications originales sur des portefeuilles d'expositions sur des PME.

MESURE ET GESTION DU RISQUE DE CRÉDIT DANS LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Michel Dietsch et Joël Petey, 48 euros

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance