

**La résilience des infrastructures des marchés financiers**  
**Colloque du Conseil Scientifique de l'AMF**  
**Lundi 26 Mai 2014**  
**Jacques de Larosière,**  
**Gouverneur honoraire, Banque de France**  
**Président d'Eurofi**

-----  
**Discours rédigé avec Marc Truchet (Eurofi)**

Les infrastructures des marchés financiers dont nous allons discuter ce matin couvrent le trading et le post-trading de titres et de dérivés : bourses et plateformes d'échanges, chambres de compensation (CCP) et plateformes de règlement livraison (CSD)<sup>1</sup>. Une nouvelle catégorie d'infrastructures a été ajoutée à cette liste avec la mise en œuvre des engagements du G20 : les *trade repositories* ou référentiels centraux en français.

Ces infrastructures sont la colonne vertébrale ou la courroie de transmission essentielle des marchés de capitaux, qui sont appelés à jouer un rôle de plus en plus important dans le financement de l'économie avec la réduction attendue du crédit bancaire suite à la mise en œuvre des règles prudentielles de Bâle. Je ferai quelques observations à ce sujet avant de revenir au thème de ce matin.

Les propositions du Livre Vert de la Commission Européenne sur l'investissement de long terme visent à développer des instruments de marché complémentaires à l'intermédiation bancaire. Une amélioration du niveau d'intégration des marchés de capitaux européens au travers de règles plus harmonisées (droits des titres, certaines règles d'émission...) semble cependant nécessaire en complément pour leur permettre de jouer à plein leur rôle d'allocation des ressources et de diversification des risques au sein de l'Union. D'autre part il est important que les normes prudentielles définies dans CRD IV et Solvabilité II soient calibrées de façon à permettre aux banques de développer leur rôle d'intermédiaire ou de market maker dans les financements faits par le marché et aux assureurs d'investir dans de tels projets. Il en va de même pour les projets de réforme structurelle des banques.

Des interrogations peuvent aussi porter sur l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers eux-mêmes: Comment s'assurer que les marchés soient toujours au service du développement économique et ne deviennent pas majoritairement un instrument de spéculation avec les craintes que l'on peut avoir en observant l'explosion du *high frequency*

---

<sup>1</sup> CCP : Central Counterparty ; CSD : Central Securities Depository

*trading* (qui représente 50 à 70% des volumes de certains marchés) et des dérivés (montants notionnels multipliés par 6 ou 7 en 10 ans) ? Comment faire en sorte que les marchés d'actions et d'obligations jouent un rôle plus important dans le financement des PME et ETI ? L'intégrité des marchés et donc la confiance des investisseurs est-elle assurée avec les règles actuelles (comme par exemple celles concernant les abus de marché ou les mesures proposées pour réglementer les benchmarks) ? Ce sont des questions importantes, mais je me focaliserai ce matin sur celles qui touchent la résilience des infrastructures de marché.

Les infrastructures de marché sont en effet en train de connaître des mutations majeures sous l'impulsion de changements règlementaires menés principalement depuis le début de la crise financière, mais prenant la suite d'évolutions remontant aux années 80/90. Si je résume les principales évolutions des infrastructures de marché au cours de ces vingt dernières années au risque de simplifier les choses :

- Les infrastructures étaient jusque dans les années 1990 principalement des monopoles domestiques gérés par une communauté d'utilisateurs.
- Une première évolution significative a été la démutualisation de beaucoup d'entre elles à partir des années 90, transformant dans de nombreux cas ces infrastructures en des entreprises privées et parfois cotées, et donc soumises aux desiderata des actionnaires. Ceci a favorisé leur regroupement dans certains cas. Les réglementations de marchés étaient cependant principalement domestiques alors, laissant le marché européen fragmenté. Nous voyons aujourd'hui la suite de ces changements avec les évolutions qu'a connues et continue de connaître la bourse de Paris, faisant d'abord partie d'une plateforme pan-européenne, puis transatlantique, puis à nouveau européenne avec le projet d'IPO d'Euronext. Ceci pose d'ailleurs la question du contrôle qu'un marché domestique ou régional doit ou non exercer sur ses infrastructures pour se développer. Mais ceci nous éloigne du sujet d'aujourd'hui.
- Dans une première vague réglementaire mêlant « soft » et « hard » law (on était à l'époque du *light touch* et de la *self regulation*) la Commission Européenne a cherché à renforcer l'efficacité des infrastructures sur un plan transfrontalier et à augmenter la concurrence entre elles au sein de l'UE avec la suppression des barrières Giovannini (un effort qu'il convient de poursuivre), la directive MIF<sup>2</sup> et le code de conduite du post-trading. A l'époque, la Commission ne voyait pas l'utilité de réglementer au plan européen les infrastructures post-marché et pensait que l'auto régulation par le marché s'appuyant sur des standards non réglementaires établis par CESR et

---

<sup>2</sup> MIF : Marchés d'Instruments Financiers

IOSCO était suffisante. La résilience n'était pas la priorité de cette première vague réglementaire. Ceci dit très peu d'infrastructures ont fait défaut puisque seules quatre CCP ont fait faillite depuis que les CCP existent au niveau mondial (3 en Asie et une en Europe).

- Depuis le début de la crise financière la sécurité et la résilience sont devenues les maîtres mots et ont dirigé la mise au point de la réglementation des CCP (EMIR<sup>3</sup>) et des CSD (CSDR<sup>4</sup>) et la revue de la MIF touchant les bourses et plateformes de trading, dans le contexte de la mise en œuvre des accords du G20. Les infrastructures de marché se sont très bien comportées pendant la crise mais elles ne jouaient dans certains marchés comme les dérivés OTC qu'un rôle marginal avant la crise financière. Elles sont apparues comme un élément fort de stabilisation des marchés de capitaux de par la sécurité et la transparence qu'elles peuvent apporter. Les régulateurs ont donc fait le choix de renforcer leur rôle dans la réglementation des marchés tout en mettant en place des règles permettant d'offrir plus de choix aux utilisateurs par un accès ouvert et une interconnexion entre ces infrastructures. La plateforme TARGET2-Securities (T2S) développée par la BCE qui permettra progressivement à partir de 2015 une centralisation du règlement / livraison des titres en monnaie banque centrale vient compléter ce dispositif.

Nous sommes donc passés depuis la crise financière, pour les infrastructures de marché, d'un objectif principal d'amélioration d'efficacité au sein de l'Union à un objectif de sécurité et de résilience, un point commun de ces initiatives étant le souhait de mettre en place les conditions d'une plus grande concurrence et connexion entre les infrastructures européennes.

Il est donc légitime de se poser la question aujourd'hui de la résilience des infrastructures de marché et de comment l'assurer dans le futur dans des marchés en perpétuelle évolution.

Une observation complémentaire que j'aimerais faire porte sur la structure du marché du *post-trade* en Europe, qui va rester très fractionné à l'issue de ces réformes avec de nombreux CCP et CSD, même si T2S va apporter une centralisation du règlement livraison. La différence avec le marché américain est frappante. Les explications de ces différences sont multiples : les dynamiques du marché ont été différentes, les droits des titres sont hétérogènes en Europe, mais on est cependant en droit de se demander si cette fragmentation n'est pas génératrice de complexité et d'une certaine fragilité.

---

<sup>3</sup> EMIR: European Market Infrastructure Regulation

<sup>4</sup> CSDR : CSD Regulation

J'aimerais dans la suite de mon introduction vous faire part d'un certain nombre d'observations et de questions que m'évoquent les analyses de ces évolutions, que nous effectuons régulièrement au sein d'Eurofi avec nos partenaires de l'industrie et des autorités publiques, et qui seront certainement couverts par les débats et présentations de la matinée.

**1) Les règles proposées dans les réglementations européennes telles que MiFID / MiFIR, EMIR et la CSDR sont-elles suffisantes pour assurer la résilience des infrastructures de marché européennes ?**

Le marché où la résilience des infrastructures semble être le plus nécessaire est celui des dérivés, qui est fortement systémique de par son interconnectivité, l'ampleur des risques de contrepartie et sa dimension mondiale.

Les chambres de compensation (CCP) et les référentiels centraux (trade repositories) sont les clés de voûte de la nouvelle réglementation EMIR de ce marché. Cette réglementation rend en effet obligatoire en particulier la compensation centrale de l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré jugés suffisamment liquides et standardisés et la déclaration à des référentiels centraux de l'ensemble des transactions sur produits dérivés. Des normes sont parallèlement en cours de définition pour sécuriser davantage les transactions bilatérales de dérivés non standardisés.

Les infrastructures (CCP et référentiels) jouent dorénavant un rôle central dans la gestion des risques du marché des dérivés. Ceci permet une meilleure collatéralisation des transactions, un netting des positions, une mutualisation du risque associée à une amélioration des méthodes de gestion du risque et un renforcement de la transparence sur les expositions de chacune des contreparties. Autant d'éléments qui manquaient souvent avant la crise financière puisque la plupart des transactions étaient gérées bilatéralement.

Une conséquence cependant de cette évolution est que le caractère systémique des CCP va augmenter considérablement puisqu'elles sont appelées à concentrer la majorité des risques du marché. Il faut donc être certain que les CCP soient suffisamment résilientes et le restent à l'avenir.

Ceci implique d'avoir des pratiques opérationnelles et des normes de gestion du risque adaptées, ainsi qu'une capitalisation suffisante des CCP, ce qui est l'objectif d'EMIR.

Le point clé restant à traiter est la prévention et la gestion des crises pouvant toucher les infrastructures de marché (et notamment les CCP qui présentent le plus de risques systémiques) avec un cadre de redressement et de résolution spécifique à ces entités. Les CCP européennes sont tenues de mettre en place des dispositifs permettant de couvrir le défaut de leurs deux membres principaux (fonds de défaillance, cascade de défaillance). Mais que se passe-t-il si ces dispositifs ne sont pas suffisants ?

Des avis divergents s'expriment parfois dans le marché à ce propos. Certains acteurs notamment du *buy-side* pensent qu'il serait mieux en cas de défaut d'une CCP de liquider les positions restantes pour tenter de préserver les intérêts des participants n'ayant pas fait défaut. D'autres, plus majoritaires me semble-t-il, mettent en avant la nécessité de trouver des solutions pour assurer la continuité des services critiques de l'infrastructure mais pas forcément au travers de la même entité. Cet objectif de continuité en particulier rend nécessaire l'établissement d'un cadre de redressement et résolution spécifique aux infrastructures de marché puisque ni les procédures habituelles de faillite, ni le cadre défini pour les banques ne sont adaptés. La continuité des services ne doit cependant pas être un objectif en soi mais doit viser seulement à assurer la stabilité du système financier. La résolution doit rester une possibilité si le redressement a échoué. Il faut donc décider des critères qui font que l'on peut être amené à passer d'une situation de redressement à la résolution. Ces sujets ainsi que les modalités à prévoir pour répartir les pertes de façon équitable et les autorités de supervision à impliquer sont des sujets majeurs à clarifier. La complexité d'une résolution internationale impliquant potentiellement des superviseurs européens et non-européens est une question qui se pose également pour les CCP, de la même façon que pour les banques.

Une question supplémentaire qui reste aussi à aborder est l'interaction entre un possible régime de redressement et résolution des CCP et celui de leurs membres qui sont le plus souvent des G-SIFIs et comment assurer la résilience de l'ensemble.

Une autre particularité à prendre en compte est celle du redressement et de la résolution des infrastructures qui sont à la fois infrastructures et banques comme par exemple les ICSDs et certaines CCP, même si les activités bancaires mises en œuvre dans ce cas sont très spécifiques.

Ces différentes questions seront certainement abordées par la Commission européenne dans ses travaux en cours, ainsi que par CPSS-IOSCO pour l'échelon international.

D'autres points de vigilance ou d'interrogation possibles sont l'utilisation croissante du collatéral dans le système financier avec les problématiques de mobilisation et de disponibilité des actifs (*asset encumbrance*) que cela implique.

Le droit des faillites est encore un autre sujet. L'établissement d'un cadre de résolution européen pour les infrastructures de marché devrait permettre de proposer une solution européenne de résolution malgré l'hétérogénéité des droits des faillites existant au sein de l'Union. Mais d'autres questions peuvent se poser comme l'ordre de préférence des créanciers dans le cadre d'une faillite. Il semblerait en effet que dans le droit des faillites

américain par exemple les contreparties de transactions de dérivés et repos soient prioritaires par rapport aux autres créiteurs d'une banque, favorisant ce type d'opérations par rapport à des opérations de financement plus stables<sup>5</sup>.

## **2) La compétition et les interconnexions qui sont favorisés entre infrastructures peuvent-elles nuire à leur résilience voire remettre en cause la notion même d'infrastructure ?**

Créer les conditions d'un développement de la concurrence entre infrastructures de marché est un objectif clé de la réglementation actuelle des infrastructures. Ceci se fait soit en favorisant l'émergence de plateformes alternatives comme dans le domaine du trading ou des référentiels centraux ou en favorisant la création de liens entre des infrastructures existantes et l'accès ouvert pour éviter les effets négatifs potentiels des silos.

Ces liens et cette concurrence sont en principe positifs pour offrir plus de choix aux clients et pour stimuler l'efficacité et l'innovation dans le marché, même s'ils peuvent aller à l'encontre de la réalisation d'économies d'échelle. La concurrence permet aussi de proposer des infrastructures ou des fournisseurs de services alternatifs en cas de défaut d'une infrastructure. Mais ces évolutions peuvent aussi créer des risques. Certains problèmes potentiels comme celui que les infrastructures baissent leur niveau de gestion du risque pour être plus compétitives devraient normalement être évités par l'application de règles communes. Mais les dispositifs créés pour favoriser la concurrence (interconnexions) ou les conséquences de la concurrence (fractionnement) peuvent aussi faire naître leurs propres risques. D'autre part en favorisant la concurrence entre infrastructures de marché et éventuellement entre infrastructures et intermédiaires on peut éventuellement mettre en cause les bénéfices de centralisation qu'offrent les infrastructures de marché en obligeant à réconcilier des données fractionnées ou en compliquant la mise en œuvre de règles spécifiques adaptées à chaque type d'entité.

Deux exemples peuvent être cités dans cette perspective:

- La concurrence entre CSD et custodians favorisée par la création de T2S : une fois que T2S sera opérationnel les CSD participant à la plateforme vont « outsourcer » à T2S le règlement livraison. Ils vont donc se recentrer sur l'activité notariale et se diversifier dans des services ancillaires qui sont actuellement le domaine des custodians, comme les services de gestion de collateral et de global ou regional custody. Cette évolution est bonne pour la concurrence sur ce type de services

---

<sup>5</sup> Voir article de Mark J. Roe Professeur à la Harvard Law School – Derivatives markets in Bankruptcy – Comparative Economic Studies - 2013

(même si elle existe déjà entre banques), mais elle pourrait aussi créer une confusion entre les rôles d'intermédiaire et d'infrastructure qui pourrait compliquer la gestion des risques et dont les implications sont à préciser.

- La création de liens entre CCP : est-ce que les expositions créées entre CCP (en plus des expositions entre les CCP et leurs participants) peuvent créer des risques de contagion par exemple en cas de défaut d'une CCP ayant des liens avec d'autres CCP ?

### **3) Comment faire pour assurer la résilience des infrastructures dans le temps avec des innovations technologiques permanentes et l'émergence de nouveaux risques ?**

Les marchés financiers sont en évolution permanente. Une première question générale quand on parle de la résilience des infrastructures est donc, a-t-on bien anticipé les évolutions à venir et comment faire pour les piloter dans le futur ? Mais cette question se pose de la même façon pour de nombreuses activités financières.

Si l'on regarde plus précisément l'activité des infrastructures de marché deux types d'innovations semblent particulièrement importants à prendre en compte :

- L'émergence de nouvelles techniques ou de nouvelles offres comme le high frequency trading ou les dark pools : le HFT n'est pas nouveau mais fait actuellement couler beaucoup d'encre suite au dernier livre de Michael Lewis (Flash Boys). Il représente 50 à 70% des échanges de titres sur certaines bourses. Le HFT crée de la liquidité sur les marchés et réduit les spreads d'après certains experts, mais peut aussi créer des risques d'éviction et des problèmes de formation de prix pour les transactions « normales ». Son utilité économique n'est pas non plus démontrée. Un développement incontrôlé du HFT peut aussi menacer la résilience des plateformes de trading comme le flash crash qui s'est produit aux USA en 2010 l'a montré. Des mesures ont été adoptées dans la MIF II, ainsi que dans certains pays européens, pour limiter les risques du HFT et mieux encadrer les dark pools, mais sont-elles suffisantes ? Comment identifier et gérer suffisamment tôt ce type de risque (en tout cas avant que de telles pratiques représentent près de 50% du marché) est une autre question qui se pose.
- De nouveaux risques exogènes apparaissent comme le cybercrime: le cybercrime est un thème à la mode, mais c'est une menace réelle dans les infrastructures financières à l'heure où les échanges sont devenus totalement électroniques, même si beaucoup d'entre elles utilisent des réseaux privés et qu'une grande partie des

échanges passent par des intermédiaires. Il existe des risques de protection des données personnelles illustrés par de nombreux exemples récents (Orange, eBay) mais aussi des attaques sur les infrastructures elles-mêmes. D'après une étude faite récemment près de la moitié des bourses mondiales auraient fait l'objet d'attaques et une majorité de celles-ci sont des tentatives de déstabilisation de ces infrastructures. Une des difficultés est aussi que les actions pirates sont souvent menées à l'échelon international. Les travaux engagés par IOSCO notamment en la matière seront intéressants à suivre.

#### **4) Certains manques de cohérence entre les réglementations au plan international peuvent-ils mettre en danger la résilience des infrastructures ?**

Des différences sont apparues entre les règles européennes et américaines concernant notamment la réglementation des plateformes alternatives de trading pour les dérivés (Organized Trading Facilities ou OTF en Europe et Swap Execution Facilities ou SEF aux USA) et les règles s'appliquant aux CCPs (normes différentes pour les fonds de défaillance...).

Un premier problème posé par de telles différences, en tout cas quand le marché est globalisé comme cela est le cas des dérivés OTC, est une perte d'efficacité pour les acteurs internationaux. Mais ces différences peuvent aussi créer des risques pour la stabilité financière du marché: de l'arbitrage réglementaire attirant l'activité dans la juridiction avec les règles les moins strictes et des complexités de mise en œuvre pour les acteurs du marché devant faire face à des règles différentes pour une même activité et parfois une même transaction.

L'extra-territorialité de certaines règles comme la Volcker rule même si elle a été atténuée, est également préjudiciable car elle crée des recouvrements et parfois des conflits de règles qui nuisent à l'efficacité des acteurs financiers mais aussi à leur capacité à gérer leurs risques. Les règles Volcker concernent plutôt des participants des infrastructures de marché, mais des problèmes analogues se sont produits au niveau de certaines règles de marché.

Des accords bilatéraux entre régulateurs ont pu être trouvés dans certains cas (par exemple dans le cas des plateformes de trading alternatives européennes pour lesquelles des exemptions de soumission aux règles américaines ont été accordées), mais une approche multilatérale comme celle que conduit actuellement IOSCO devrait être encouragée pour permettre une mise en œuvre plus cohérente des règles issues du G20 au plan international.



## **5) La résilience des infrastructures de marché est-elle suffisante pour garantir la stabilité du marché ?**

Pour conclure je souhaiterais ouvrir le débat sur une question plus large.

Les infrastructures sont devenues l'élément de structuration essentiel des marchés de capitaux. Il est donc essentiel d'assurer leur résilience. Elles ne sont pas pour autant le seul élément de résilience des marchés. Les participants du marché (contreparties, intermédiaires) en sont ainsi une composante importante et font l'objet de normes strictes renforcées par les règles de Bâle. Les risques macro liés à l'interconnexion entre les différents acteurs (infrastructures, intermédiaires, clients finaux) et à l'émergence de nouveaux risques sont cependant aussi essentiels à surveiller. Ceci nécessite une forte coordination entre les superviseurs des différents domaines du marché financier (marchés, banques, assurances) et une vision suffisamment holistique de la réglementation.

Les mandats des superviseurs doivent aussi être adaptés à cet objectif. Dans le domaine de la réglementation des marchés des évolutions très positives peuvent être observées à cet égard. IOSCO, l'ESMA et de nombreux régulateurs domestiques autrefois plus centrés sur la protection des investisseurs et la préservation de l'intégrité des marchés jouent maintenant un rôle actif également dans la stabilité financière. De telles évolutions du système de réglementation et de supervision sont possibles en Europe à condition que les agences de supervision européennes se coordonnent et que l'on renforce notablement l'ESRB. Elles sont cependant difficiles à mettre en œuvre au plan international même si le FSB et le FMI par exemple jouent un rôle dans ce domaine en complément de IOSCO.