

>> Interopérabilité des infrastructures de marché

Laurent RICHARD, Responsable de missions

La succession des opérations liées au traitement d'une transaction sur titres sur un marché financier illustre la complexité des processus pris en charge par les infrastructures de marché. Elles doivent gérer un volume croissant d'opérations et garantir, dans le même temps, une sécurité maximale de leur exécution. Lorsque l'opération est transfrontalière, cette complexité de traitement est renforcée par la configuration de l'espace financier et la diversité des cadres juridiques et fiscaux applicables aux transactions sur titres. Depuis le lancement de la monnaie unique, des restructurations d'entreprises et d'infrastructures de marché ont été lancées sur le plan domestique ou dans un cadre international, tant pour la négociation que pour la compensation ou le Règlement/Livraison de titres. L'intégration opérationnelle, visant à mettre à disposition des utilisateurs des plateformes unifiées, a commencé à se concrétiser dans les différentes filières de traitement de la chaîne titres. Toutefois, cette étape du processus de consolidation des infrastructures est longue et complexe, compte tenu des difficultés techniques et juridiques.

>> Le Code de conduite européen

Il offre aux investisseurs la possibilité de négocier leurs titres au sein d'un cadre européen homogène libre d'accès, cohérent et avantageux en termes de coûts. L'ensemble des marchés européens régulés, des organismes de compensation et des organes de dépôts collectifs ont travaillé depuis fin 2006 environ à l'élaboration d'un Code de conduite. Il vise à la mise en place d'un marché des opérations de post-négociation plus efficace et intégré dans l'UE, en réponse à l'appel du Commissaire au parlement européen McCreevy.

Ce Code a pour objectif la création d'un puissant marché européen des capitaux, permettant aux investisseurs d'évoluer dans un cadre unique, cohérent et efficace, et aux participants au marché de choisir leur fournisseur de services à chaque étape de la chaîne des transactions et de rendre superflu l'adjectif « *crossborder* » pour les transactions entre pays membres de l'UE. Cette directive confère une transparence accrue à l'environnement post-négoce (Cf. [encart page 27](#)).

>> Des contraintes techniques, politiques, organisationnelles

La concurrence entre les traditionnelles plateformes de négociation et les MTF⁽¹⁾ dans le cadre de la MIFID a rendu nécessaires des adaptations techniques et opérationnelles quant au suivi du bon déroulement des opérations post-trading.

Un des objectifs des CSD⁽²⁾ réside dans la mise à disposition d'accès aux MTF et chambres de compensation, afin d'assurer l'interopérabilité technique entre les systèmes, cette accessibilité se réalisant via une plateforme technique unique. Différentes problématiques techniques ressortent telles le timing des différentes places, les standards d'échange (swift, propriétaire),...

En avril 2003, le Groupe Giovannini proposait une stratégie pour éliminer les barrières compromettant l'efficacité des transactions transfrontalières de compensation et Règlement/Livraison.

Parmi les quinze barrières recensées dans le Rapport Giovannini, les barrières 1 et 3 sont susceptibles d'être inscrites dans l'agenda des évolutions Swift. La levée de la barrière 1, sous la supervision de Swift, concerne l'harmonisation des protocoles de communication des infrastructures de marché au sein des 25 Etats membres de l'UE.

Par exemple pour les acteurs français, belges et néerlandais, l'adoption de la recommandation concernant la 1^{re} barrière sera réalisée dans le cadre de la mise en œuvre de la « *Common Communication Interface* » développée par Euroclear.

Ces mises en conformité minimum doivent être considérées comme des opportunités permettant aux acteurs de proposer de nouvelles offres de services.

Transparence des prix, accès aux infrastructures et séparation comptable des activités, « les lignes directrices ont déclenché une dynamique de marché », se réjouit-on à la Commission Européenne. Quels résultats produira-t-elle ? Il est certainement trop tôt pour le dire. Ne serait-ce que parce que l'interopérabilité entre infrastructures, qui est le clou du Code de conduite, demandera encore du temps pour devenir réalité.

>> Infrastructures post-marché et risques systémiques

La valeur annuelle totale des transactions traitant les systèmes de compensation, de Règlement/Livraison de titres et de paiement atteint dans les pays industrialisés les plus riches plusieurs dizaines de fois leur produit intérieur brut. Cette activité reflète l'importance du rôle de ces infrastructures dans le fonctionnement des marchés financiers. Cette importance crée néanmoins des risques de nature systémique, un défaut de fonctionnement ou l'incapacité d'un utilisateur à remplir ses obligations étant susceptibles d'entraîner des défaillances en chaîne.

La crainte d'avoir à faire face à de tels dysfonctionnements a, de longue date, conduit les opérateurs, les participants ainsi que les autorités publiques, à porter une attention

(1) MTF: Multilateral Trading Facilities - (2) CSD : Central Securities Depository

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DU CODE DE CONDUITE EUROPÉEN COUVRE TROIS DOMAINES

31 décembre 2006 – Transparence des prix

Tous les signataires doivent offrir une transparence pleine et entière sur les tarifs, les rabais et les réductions en vigueur pour aider les consommateurs à comprendre et à comparer prix et services.

Les organismes ayant signé le Code de bonne conduite ont donc mis à disposition une note explicative ainsi que des exemples de prix.

30 juin 2007 – Accès et interopérabilité

Le Code exige des organisations la mise en place des conditions nécessaires pour permettre l'accès et l'interopérabilité.

Les systèmes intégrés doivent d'abord réussir la standardisation et l'automatisation de leur chaîne complète des traitements (STP⁽³⁾). Cette intégration technique des systèmes doit être conduite en préservant l'ouverture des infrastructures et en renforçant leur interopérabilité.

1^{er} janvier 2008 – Séparation des services et comptabilité séparée⁽⁴⁾

Les organisations doivent mettre en place la séparation des services ainsi qu'une comptabilité séparée conformément aux principes posés par le Code (Dégrouper les services et séparation comptable afin d'augmenter la liberté de choix des acteurs et fournir les informations pertinentes sur les services proposés).

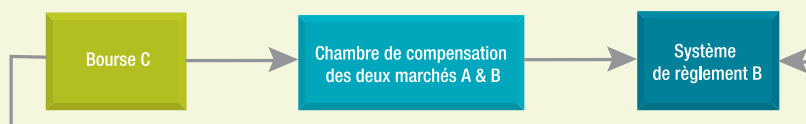
L'organisation de la filière titres étant par nature complexe, les grands opérateurs tendent à promouvoir des modèles visant à mieux organiser les processus de traitement des transactions, en tenant compte de la diversité et de la spécificité des besoins, mais aussi de contraintes fortes : la réduction des coûts et le respect des normes réglementaires.

En pratique deux modèles coexistent :

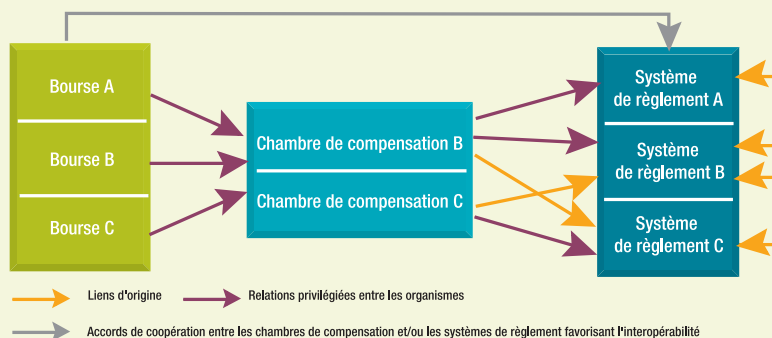
- > Une organisation proposant aux intervenants du marché une chaîne de traitement intégrée des différentes fonctions dont les acteurs respectifs seront des partenaires privilégiés. Dans une conception stricte, les partenaires d'une même filière peuvent entretenir des relations exclusives :



- > Une organisation consistant au contraire à raisonner par bloc fonctionnel et à mener, à chaque stade de la filière, des restructurations par le biais d'éventuels rapprochements ou de liens organiques entre les systèmes assurant la même fonction dans la chaîne titres :



Le Code tend à faire la synthèse des deux organisations précédentes. Tout en proposant une chaîne de traitement intégrée optimisant le coût des opérations, les marchés s'engagent à offrir à la demande, grâce à la mise en place d'une interconnexion avec d'autres entités, la possibilité de passer par des opérateurs n'entretenant pas de relation privilégiée avec elle, mais avec lesquels les intervenants de marché ont l'habitude de travailler.



En pratique, l'interopérabilité se révèle complexe à mettre en œuvre malgré l'adoption de plus en plus courante de normes et processus standards.

(3) STP : Straight Through Processing - (4) Unbundling & Acc. Separation.

particulière aux risques que ces infrastructures font peser sur la stabilité financière, et à prendre des mesures pour les maîtriser.

Le traitement des transactions sur actifs financiers se décompose en quatre étapes essentielles:

- > La confirmation de la transaction,
- > Le calcul des obligations en découlant pour les parties à la transaction,
- > La livraison des titres concernés,
- > Le paiement correspondant.

Chacune de ces étapes est mise en œuvre selon différentes modalités en fonction des systèmes utilisés.

Les participants à ce processus sont exposés à une variété de risques dont la matérialisation est susceptible d'avoir des conséquences systémiques en fonction de la nature et du volume des actifs financiers traités.

Ces conséquences systémiques auront un impact d'autant plus important que les transactions traitées relèveront de marchés critiques pour le financement des intermédiaires financiers et des autres agents économiques et que les infrastructures impliquées seront concentrées.

Les infrastructures post-marché partagent une même exposition à trois catégories principales de risques à portée potentiellement systémique :

Le risque juridique

Le participant à ces infrastructures peut encourir un risque juridique si :

- > Les règles de fonctionnement de ces infrastructures ne sont pas conformes avec le droit applicable soit par méconnaissance ou négligence, soit parce que la norme n'est pas adaptée à la situation opérationnelle,
- > Les infrastructures relèvent de différentes législations dont les dispositions divergent et donnant lieu à un conflit de lois (par exemple, en matière de transfert des actifs financiers).

Le risque opérationnel

Il s'agit du risque qu'un participant subisse des pertes imprévues en raison de défaillances dans la sécurité, la fiabilité et la continuité de l'ensemble des composantes nécessaires au fonctionnement des systèmes utilisés (matériels informatiques, logiciels, réseaux de télécommunication, services de distribution d'électricité, plateformes d'accès des participants, le personnel).

Ce type de risque peut avoir de multiples causes telles : une gestion inappropriée des différents composants des systèmes, des erreurs humaines (identification et compréhension des risques, contrôles et procédures pour les limiter et les gérer), une vérification insuffisante de la compréhension et du respect des procédures, ou enfin des événements hors du contrôle des opérateurs des systèmes (tremblements de terre, inondations, attentats,...).

Le risque de défaillance de l'agent de règlement

Les participants aux infrastructures post-marché sont exposés au risque de défaillance de l'agent utilisé pour assurer le règlement des obligations de paiement contractées. Les mécanismes de paiement peuvent différer d'un participant et d'une infrastructure à l'autre mais, quel que soit le mécanisme utilisé, la défaillance de l'agent de règlement dont l'actif est utilisé pour le règlement ultime des opérations est de nature à provoquer des pertes et des problèmes de liquidité pour les participants aux effets potentiellement systémiques.

Ainsi, l'utilisation de la Banque Centrale comme agent de règlement présente deux avantages : l'absence de risque de défaillance et la facilité des règlements grâce à la parfaite liquidité des avoirs mis à disposition des infrastructures et de leurs participants.

Cependant, toutes les catégories de participants ne disposent pas d'un statut leur permettant de détenir un compte auprès de la Banque Centrale, ce qui conduit certaines banques à jouer le rôle d'intermédiaire pour assurer les règlements en monnaie de Banque Centrale.

>> Conclusion

Les risques financiers et d'infrastructure vont augmenter mécaniquement sous l'effet du développement des opérations transfrontalières, de l'arrivée de nouveaux acteurs (par exemple les plateformes de négociation se positionnant comme chambre de compensation), et de l'élargissement du nombre des participants aux infrastructures.

« C'est le prix à payer
pour une plus grande concurrence »

Reste que le contrôle de ces risques relève bien de la responsabilité des autorités publiques. Or, le chantier de standards communs pour le post-marché achoppe sur des différends entre régulateurs nationaux ●

OTC CONSEIL : LE PILOTAGE DES RISQUES

Les dispositifs de gestion des risques visent à assurer une bonne maîtrise des risques exposés. Les outils nécessaires pour atteindre cet objectif incluent notamment :

- Des processus d'identification des risques,
- Une définition d'objectifs et de politique en la matière,
- La dotation de dispositifs de contrôle interne,
- Des plans et dispositifs de secours.

La réduction des risques opérationnels et juridiques est aujourd'hui plus que jamais au cœur des pôles d'expertise d'OTC conseil.

