

Les risques des marchés financiers restent très difficiles à mesurer

Entretien avec David Wright, secrétaire général de IOSCO, International Organization of Securities Commission, l'un des artisans du Plan d'action des services financiers en 1999.

Marie-France Baud : *La titrisation revient sur le devant de la scène. Mais comment bâtir un système cohérent après le scandale des subprimes ? Un cadre réglementaire est-il nécessaire ?*

David Wright : Différentes instances, aux niveaux européen et mondial, s'emploient à revivifier une titrisation saine et de qualité et à lui bâtir un cadre pour éviter les écueils du passé et le désastre des subprimes qui a failli entraîner l'effondrement du système financier international. Les travaux réglementaires en cours se concentrent sur des principes de haut niveau, appelés « SCT ». « S » pour standardisation, une demande des investisseurs pour des produits financiers plus harmonisés permettant d'encourager investisseurs institutionnels et fonds de pension à les acheter. « C » pour la comparabilité des produits, pour développer le marché. « T » pour transparence, peut-être l'élément le plus important, à la fois celle des actifs sous-jacents qu'évaluent tous les investisseurs, et celle des structures de titrisation : celles-ci doivent éviter les produits hautement complexes. En fixant à l'attention des émetteurs de titrisation ces critères, couplés au principe du « *skin in the game* »⁽¹⁾, la confiance à long terme peut revenir.

Nous venons de terminer notre processus de consultation et ces idées sont largement partagées. Au niveau européen, elles sous-tendent le projet d'union des marchés de capitaux et sont jugées particulièrement importantes pour l'accès au financement des PME européennes. Un cadre réglementaire européen est vraisemblablement nécessaire, même si l'industrie financière elle-même pourrait contribuer à établir de bonnes pratiques saines et durables.

M.-F. B. : *La confiance est le maître mot. Quel pourrait être le rôle de l'ESMA, l'autorité européenne des marchés financiers, dans la capital markets union ?*

D. W. : En tant que rapporteur du rapport Larosière de 2010, j'ai soutenu fermement la création des agences européennes de supervision. L'ESMA s'acquitte de façon impressionnante du travail complexe très technique de régulation dans le champ des valeurs mobilières, un travail loin d'être terminé. En outre et, de mon point de vue plus important encore, l'ESMA est le superviseur direct des agences de notation et voit son rôle étendu aux *hedge funds*. Elle travaille avec méthode, en consultant largement acteurs et participants de marché, ce qui lui vaut le respect de l'industrie.



M.-F. B. : *Le Livre vert insiste sur les infrastructures de marché. Où en est-on au niveau européen ?*

D. W. : J'observe un renouveau d'intérêt pour les infrastructures de marché, en particulier les chambres de compensation centralisées, CCP, qui jouent un rôle pivot dans le système financier international. Le sommet du G20 de Pittsburgh de 2009 leur a donné un rôle encore plus important en exigeant une compensation centralisée des dérivés OTC suffisamment standardisés auprès d'elles. Soit plus de 50 % des *swaps* de taux d'intérêt et des quantités importantes de *credit default swaps*, CDS. D'autres classes d'actifs seront concernées. Le travail des CCP au niveau mondial se concentre sur la mise en œuvre des principes

IOSCO-CPMI⁽²⁾ et sur les conditions de redressement et de résolution en cas de difficulté d'une chambre de compensation⁽³⁾.

M.-F. B. : *Comment maintenir la stabilité financière dans une Union où circuleront librement les capitaux ?*

D. W. : Le *shadow banking*, les dérivés OTC, la résolution des faillites transfrontières font partie de l'héritage à la fois du sommet du G20 et du conseil de stabilité financière de 2008 qui n'est pas complètement réglé. Le travail s'intensifie sur la gestion d'actifs, les fonds d'investissement, le fonctionnement des marchés d'émissions obligataires d'entreprises, l'évaluation des risques. Mais les données dont nous disposons ne permettent ni de mesurer ni d'analyser les risques des marchés financiers mondiaux, notamment parce que les registres d'opérations ne sont pas interconnectés et n'agrègent donc pas l'information sur les expositions. Si bien que notre compréhension de base sur la façon dont s'interconnectent les marchés financiers et se propagent le risque et la contagion reste sous-optimale. Au bout du compte, l'importance d'une gouvernance rigoureuse, de l'éthique et de mesures dissuasives appropriées pour mauvaise conduite, fraude, abus de marché, etc., telle une peine d'emprisonnement, n'a pas été suffisamment prise au sérieux. ☞

Propos recueillis par M.-F. B.

1) L'émetteur d'une opération conserve un pourcentage des actifs titrisés dans son bilan, afin de présenter un alignement d'intérêt avec les investisseurs et ainsi, potentiellement, restaurer leur confiance. L'émetteur joue lui aussi « sa peau » dans l'opération : il ne peut pas se désintéresser de la qualité des prêts qu'il octroie.

2) CPMI, *Committee of Payments and Market Infrastructures*, Banque des règlements internationaux.

3) La concentration de compensation centralisée dans les CCP peut faire apparaître un risque systémique, lié à la possibilité de défaut de l'une d'elles.