



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 34 - Juillet à Septembre 2021

afti
La dynamique du post-marché

Éditorial

Euralia - Présidence française du Conseil de l'UE: le compte à rebours est lancé 3

Marchés financiers

L'ESMA juge préoccupante la pratique d'acheminement des ordres des clients en échange de compensation. 4

CCP de pays tiers : l'ESMA propose une nouvelle méthodologie d'évaluation des établissements d'importance systémique 5

International : les priorités 2022 du Comité sur les infrastructures de paiement et de marché 6

CSDR : la Commission européenne juge qu'une révision complète n'est pas encore utile mais souhaite apporter des amendements ciblés 7

Fintech/Numérique

Régime pilote pour les DLT dans les infrastructures de marchés financiers : le Parlement européen adopte sa position 8

L'ESMA se penche sur l'utilisation de solution Fintech par les dépositaires centraux de titres 10

Fintech et sas réglementaires : le Conseil de l'UE fait un état des lieux des dispositifs européens..... 11

Finance durable

Changement climatique et risques associés : la Commission et la Banque centrale européenne invitent à accélérer la transition 12

Obligations vertes : l'Europe souhaite se positionner comme leader du marché et fixer ses propres standards 13

PRÉSIDENTE FRANÇAISE DU CONSEIL DE L'UE: LE COMPTE À REBOURS EST LANCÉ

Du 1^{er} janvier au 30 juin 2022 et pour la 13^e fois dans la courte histoire de l'Union européenne, la France prendra la tête du Conseil de l'UE. A l'origine pensée pour impliquer les Etats-membres dans les affaires de l'Union, la Présidence du Conseil reste toujours un temps fort pour le pays concerné. Pour les nouveaux membres, c'est une façon de pleinement entrer dans le concert européen. Pour les membres de plus longue date, c'est l'opportunité de lancer des dynamiques politiques et réglementaires sur des chantiers vus comme prioritaires.

La Présidence française du Conseil de l'UE - appelez la « PFUE » - est donc prise très au sérieux par Paris. La France a ainsi largement renforcé les équipes de sa Représentation permanente à Bruxelles, doté le Secrétariat général de l'Union européenne (SGAE) de conseillers spéciaux et créé, en septembre 2020, le Secrétariat général de la présidence française. Cette nouvelle structure *ad hoc* rattachée au Premier ministre symbolise le rôle institutionnel d'une Présidence, à savoir d'une part organiser, coordonner, planifier les débats entre les Etats membres au sein du Conseil et d'autre part, représenter ce dernier auprès des autres institutions européennes, Parlement européen et Commission européenne en tête.

Une Présidence du Conseil s'inscrit en effet dans le contexte politique et réglementaire européen. La première mission du pays en charge est de s'assurer que les travaux déjà engagés à Bruxelles suivent correctement leurs cours. Par ailleurs, une règle non-écrite veut que la Présidence ait une approche « *d'honest broker* », entre les Etats membres. Comprendre : que l'Etat membre en fonction concilie au maximum les points de vue en proposant des compromis et ne cherche pas à profiter de la maîtrise de l'agenda européen pour son propre compte.

L'expérience passée montre toutefois que la Présidence du Conseil est l'occasion d'accélérer les négociations sur certains textes ou au contraire, de ralentir, dans une certaine mesure, la machine bruxelloise. Certaines réflexions « politiques » ou grands projets d'ensemble peuvent également connaître une nouvelle impulsion au niveau européen : relance économique, agenda vert européen, souveraineté européenne, Europe sociale, font partie des multiples chantiers sur lesquels Paris souhaite avancer... tout en sachant que l'identité de la future coalition allemande aura une influence déterminante sur leurs progressions.



En réalité, c'est lors de la gestion de crise aiguë que l'identité de l'Etat membre à la tête du Conseil s'avère être la plus décisive. Le dernier exemple en date est la Présidence allemande du premier semestre 2020, qui s'est tenue au cœur de la crise provoquée par l'épidémie de Covid-19. La Chancelière Angela Merkel a exploité toutes les ressources institutionnelles à sa disposition pour convaincre les Etats membres réticents à adopter un plan de relance européen d'une ambition inégalée. De nombreux tabous ont été levés à cette occasion, comme le principe d'un endettement commun européen ou le développement de ressources propres de l'Union.

« L'éléphant dans la pièce » de la PFUE reste l'élection présidentielle française, dont le premier tour se tiendra au début du mois d'avril 2022, au milieu du semestre français. Quel impact aura cette concomitance des agendas nationaux et européens, à la fois sur le pouvoir de négociation des équipes françaises à Bruxelles et sur le cours de la campagne présidentielle française ? Les succès ou les échecs européens du premier trimestre pèseront-ils de manière déterminante sur la possible candidature d'Emmanuel Macron ? Ce dernier avait fait de l'Europe un axe fort de sa candidature en 2017. S'il se représente, il ne pourra en être autrement en 2022.

LMD
EURALIA

L'ESMA JUGE PRÉOCCUPANTE LA PRATIQUE D'ACHEMINEMENT DES ORDRES DES CLIENTS EN ÉCHANGE DE COMPENSATION



« Il est, dans la plupart des cas, peu probable que la réception par les établissements de PFOF, envoyés par des prestataires tiers, soit compatible avec MiFID II ». C'est en ces termes que dans un communiqué de presse, l'Autorité européenne des marchés financiers condamne le PFOF¹.

PFOF (payment for order flow) signifie « rémunération contre acheminement des ordres des clients ». La pratique consiste pour des courtiers à recevoir des paiements de la part de tiers prestataires de services de règlement ou teneur de marché, en échange de l'acheminement des ordres des clients vers eux. Le PFOF est en particulier utilisé dans un système de rémunération permettant d'offrir des ordres de bourse sans commission (« zero commission brokerage ») aux investisseurs de détail.

Pour l'ESMA, l'acheminement des ordres des clients contre rémunération est préoccupant car susceptible de créer des conflits d'intérêt tout en créant une incitation pour les courtiers à choisir les tiers prestataires de services offrant la rémunération la plus élevée plutôt que le meilleur service. « L'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client » (best execution) est pourtant un principe établi par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II)². Il est défini de la manière suivante :

« Les entreprises d'investissement (...) prennent toutes les mesures suffisantes pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre ».

Conséquences pour les investisseurs de détail

D'après l'ESMA, le PFOF pourrait donc entrer en conflit avec cette obligation d'après MiFID II. La question concerne en particulier les investisseurs de détail. En ligne de mire, des applications permettant aux investisseurs d'échanger des titres sans frais. Ces « zero-commission brokers » bénéficient d'une

interface facile à appréhender, et mettent en avant une forme de jeu autour de l'achat et de la revente de titres.

La plus connue de ces applications, « Robinhood » est aujourd'hui active uniquement aux États-Unis où elle a également attiré l'attention des autorités de réglementation. L'application, plébiscitée par les investisseurs de détail, a fait son entrée en bourse en juillet 2021 aux États-Unis. En décembre 2020, elle tirait environ 75% de ses revenus du PFOF³ d'après sa demande d'enregistrement auprès de l'autorité des marchés financiers américaine. Au mois de juillet 2021, la chambre des représentants des États-Unis a ainsi adopté une proposition de loi exigeant de l'autorité américaine chargée de surveiller les marchés financiers (la SEC – Securities and Exchange Commission) une étude sur le PFOF devant déterminer si une limitation ou une interdiction est la meilleure solution⁴.

Des applications similaires existent dans l'Union européenne mais elles doivent toutefois se conformer à des obligations réglementaires supplémentaires – la principale, Trade Republic, dispose par exemple d'une licence bancaire en Allemagne.

Pour l'ESMA, ce type d'application qui propose des échanges sans commission (zero commission brokerage) serait problématique pour la protection des investisseurs.

Le 24 juin, la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen a organisé une audition suite à l'affaire Gamestop durant laquelle des quantités importantes d'investisseurs de détail ont fait monter artificiellement le prix d'actions d'une entreprise spécialisée dans les jeux-vidéos.

À cette occasion, le président de l'ESMA a déclaré⁵ que l'utilisation d'application proposant des investissements via du courtage sans frais et une interface ressemblant à celle d'un jeu pouvait être source de préoccupations et demandait attention de la part des superviseurs européens. Au cœur du problème, la question des commissions ou de l'absence de celles-ci. Les offres « sans commissions » auraient ainsi dans ce contexte

1 « ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by “zero-commission brokers”, ESMA, déclaration publique, 13 juillet 2021

2 Directive du Parlement européen et du Conseil de l'UE concernant les marchés d'instruments financiers, article 27(1).

3 United States Securities and Exchange Commission, Registration Statement – Robinhood markets, 1er juillet 2021.

4 House of Representatives, HR 4617 “to require the Securities and Exchange Commission to carry out a study on payment for order flow, to require the Investor Advocate of the Commission to provide recommendations on payment for order flow and other purposes”, 22 juillet 2021

5 Introductory statement, ECON exchange of views in relation to GameStop share trading and related phenomena

permis une plus grande participation d'investisseurs de détail guidés par des conseils d'investissement publiés en ligne.

Comment l'UE pourrait répondre à cette situation ?

Les règles en matière de vente à découvert via le règlement sur la vente à découvert⁶ devraient permettre d'encadrer également l'acheminement des ordres des clients contre compensation. Celles-ci requièrent la publication d'information sur les positions courtes nettes en fonction de seuils définis.

De plus, la stratégie pour les investisseurs de détail – attendue pour le premier trimestre 2022 – et la révision de MiFID II également attendue en 2022 ; pourraient être l'occasion pour le législateur européen de clarifier le statut du PFOF et des applications d'investissements de détail au regard de MiFID II. Dans le cadre de cette stratégie, la Commission européenne examinera via une étude d'impact l'état du régime des commissions pour les intermédiaires financiers, dont les courtiers, et les interactions possibles entre systèmes de rémunération et qualité du conseil.



6 Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit

CCP DE PAYS TIERS : L'ESMA PROPOSE UNE NOUVELLE MÉTHODOLOGIE D'ÉVALUATION DES ÉTABLISSEMENTS D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE



Au cours du mois de juillet, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) s'est penchée sur la question de l'évaluation des contreparties centrales (CCP) de pays tiers. Au vu de l'importance systémique de la prestation de services de compensation, la possibilité ou non pour les acteurs des pays tiers d'être actifs dans l'UE revêt une importance clé pour la stabilité financière.

L'ESMA a ainsi publié une méthodologie¹ pour déterminer si une contrepartie centrale (CCP) de pays tiers - ou une partie de ses services - sont d'importance systémique, conformément au règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR).

Le classement en CCP d'importance systémique peut conduire ces entreprises à devoir se conformer à des obligations supplémentaires, dont une supervision directe de l'ESMA, voire à ne plus pouvoir proposer leurs services au sein de l'UE si elles

ne peuvent présenter ces garanties. Ces CCP seraient en effet susceptibles d'en affecter la stabilité financière. L'établissement de cette méthodologie est requis par le règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR)².

Pour déterminer l'importance systémique, l'ESMA propose notamment les critères suivants :

- Le volume d'expositions de crédits des participants en provenance de l'UE ;
- Le volume d'expositions en termes de liquidité des participants de l'UE en proportion de leur capacité d'absorption ;
- L'impact potentiel d'un arrêt de l'accès aux services (dû par exemple aux coûts ou à des problèmes opérationnels).

1 ESMA, Methodology for assessing a Third Country CCP under Article 25(2c) of EMIR

2 Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux

INTERNATIONAL: LES PRIORITÉS 2022 DU COMITÉ SUR LES INFRASTRUCTURES DE PAIEMENT ET DE MARCHÉ



Le 5 août 2021, le Comité sur les infrastructures de paiement et de marché (Payment and Financial Market infrastructures) au sein de la Banque pour les règlements internationaux (Bank for International Settlement – BIS) a publié son programme de travail 2021-2022¹.

C'est la première fois, que le comité responsable pour l'édition des principes pour les infrastructures de marché (PFMI) rend public son programme. Le document rend compte des priorités pour les infrastructures de marché et des défis auxquelles elles font face au niveau international.

Les PFMI sont une série de normes internationales décidées par le CPMI et visant à assurer la stabilité des systèmes de paiements, des dépositaires centraux de titres, des systèmes de règlement sur titres, des contreparties centrales et des référentiels centraux. Leur objectif est de s'assurer que l'infrastructure soutenant les marchés financiers mondiaux est robuste face aux chocs financiers et aux risques opérationnels. Ces normes couvrent par exemple la gouvernance, la transparence et des points technique par catégorie d'acteurs. Le principe n°8 établit par exemple qu'une « infrastructure de marché doit fournir un règlement final clair et certain (...). Lorsque cela est nécessaire ou préférable l'infrastructure de marché financier doit fournir un règlement final intra-journalier ou temps réel. »

En ce qui concerne les infrastructures de marché financier, le Comité juge prioritaires les domaines suivants :

1. Évaluer les risques liés aux contreparties centrales

Pour le comité, les contreparties centrales (CCP) devraient faire l'objet d'une surveillance particulière car les réformes menées au niveau du G20 ont eu pour effet de leur conférer un rôle systémique.

En effet, la crise du COVID-19 aurait accentué certains aspects nécessitant une action prioritaire. Il s'agit par exemple des appels de marge perçus comme importants aussi bien sur les marchés compensés de manière centralisée que sur les marchés non compensés. Le Comité étudiera les pratiques en termes de marge mais aussi la prévisibilité et la volatilité des marchés au

pic de la crise afin d'en tirer des conclusions sur le degré de préparation des participants au marché.

Le travail sur les contreparties centrales devrait également porter sur l'identification des lacunes potentielles concernant les pertes hors-défaut, et la gestion du défaut.

2. Assurer la résilience des FMIs

Le COVID-19 a permis de mettre en avant le rôle essentiel que jouent les infrastructures financières dans la résilience du secteur financier. Les bonnes pratiques mises en œuvre afin d'assurer la continuité des activités ont également été relevées par la Banque centrale européenne dans un rapport dédié : mise en place d'une équipe dédiée à la gestion de crise et développement d'un plan de gestion des conséquences de la pandémie².

Le Comité du BIS a pour objectif d'améliorer la résilience des infrastructures en particulier sur le plan opérationnel, ce qui passe par exemple par la réduction de la fraude dans les transactions de gros ou de la dépendance aux tiers prestataires de service. Une évaluation continue de la mise en œuvre des principes pour les infrastructures de marchés (principles for financial market infrastructures – PFMI) est également une priorité de l'institution.

3. Faire face aux défis du changement climatique pour les infrastructures de marché financier

Le comité affirme étudier le risque que pose le changement climatique pour les marchés financiers, afin d'aboutir à des actions spécifiques.

En effet, le sujet a aussi été relevé comme préoccupant par le Conseil pour la stabilité financière (FSB – Financial Stability Board) et la Banque Centrale européenne. L'augmentation des événements météorologiques extrêmes est susceptible d'entraîner des conséquences pour les infrastructures sur le plan opérationnel matériel mais aussi sur le plan des mouvements de capitaux.

¹ The CPMI's work programme, BIS, Août 2021

² "Best practices applied by financial market infrastructures in their business continuity plans during the COVID-19 pandemic", European Central Bank, 2021

CSDR: LA COMMISSION EUROPÉENNE JUGE QU'UNE RÉVISION COMPLÈTE N'EST PAS ENCORE UTILE MAIS SOUHAITE APPORTER DES AMENDEMENTS CIBLÉS

Le 1^{er} juillet, la Commission européenne a publié les résultats de son évaluation du règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR)¹ sous la forme d'un rapport. Pour l'institution, le texte a rempli ses objectifs de manière satisfaisante, mais certains points nécessiteraient d'être révisés en accord avec le plan d'action pour l'union des marchés de capitaux (UMC). Par ailleurs, d'autres éléments soulignés par les parties prenantes lors du processus de consultation mériteraient attention.

Le règlement CSDR, adopté en 2014 en réponse à la crise financière et bancaire de 2008, avait introduit un ensemble de règles communes pour les dépositaires centraux de titres européens avec pour objectif d'améliorer l'efficacité et la sécurité juridique des échanges. Agir sur les acteurs systémiques que sont les CSD était alors perçu comme un levier essentiel pour renforcer la résilience du marché intérieur. D'après les données de la Banque Centrale européenne², la valeur totale des titres détenus dans les systèmes de règlement sur titre européens atteignait en effet 53 trillions d'euros fin 2019.

Les principales mesures du règlement concernent notamment les délais de règlement / livraison, les mesures en cas de défaut de règlement, la dématérialisation des titres et certaines exigences prudentielles supplémentaires. Le texte est en particulier à l'origine du « passeport » européen pour les CSD, qui offre des garanties supplémentaires dans la prestation de services transfrontières.

En décembre 2020, la Commission a entamé avec une consultation³ un processus d'évaluation du règlement dans le cadre de l'obligation - prévue par le texte lui-même - d'examen avant septembre 2019. La crise du COVID-19 a retardé ce calendrier initial.

Dans son rapport, la Commission européenne souligne que le règlement CSDR répond à la plupart de ses objectifs. Toutefois plusieurs points à améliorer ont été identifiés.

Prestation transfrontière de services

Certaines faiblesses du règlement sur la prestation transfrontière de services ont été identifiées par le rapport final du groupe d'experts de haut-niveau sur l'Union des marchés de capitaux. Les données récoltées par la Commission montrent également une plus faible compétitivité des CSD européens dans le domaine : la prestation transfrontière représente moins de 5% de l'activité des CSD européens contre 80% de l'activité des dépositaires centraux de titres internationaux (ICSD).

La première piste d'amélioration évoquée dans le rapport concerne le passeport CSD. Dans le cadre de l'autorisation permettant de fournir des services dans d'autres États membres, les CSD doivent aujourd'hui compléter un processus administratif dans leur État membre.

Le rapport met en avant que les formalités administratives – notamment l'évaluation annuelle – seraient disproportionnées. Une de solutions évoquées par la Commission est la mise en place d'une procédure de notification semblable à celle en vigueur pour les autres établissements financiers.

La convergence en termes de supervision devrait aussi être favorisée pour offrir davantage de garanties lorsque des services CSD sont proposés sur une base transfrontière. Par ailleurs, la standardisation de la méthode et du contenu de la procédure est soulignée par l'étude de la Commission.

Dernière piste pour renforcer les échanges transfrontières, la Commission évoque également une fin de la clause d'antécédent (« *grandfathering clause* ») pour les CSD. Cette clause permettait aux CSD déjà autorisés avant l'entrée en vigueur du règlement CSDR de continuer leur activité. Y mettre fin serait donc une manière de simplifier le paysage réglementaire au niveau des autorisations.

Encadrement de l'accès aux liquidités des banques commerciales

L'encadrement de l'accès aux liquidités des banques commerciales par les CSD pose la question de la prestation de services auxiliaires de type bancaire. Ceci se réfère aux situations dans lesquelles les CSD utilisent des liquidités provenant de banques commerciales dans les cas où elles n'ont pas accès à l'argent fourni par les banques centrales.

Les CSD ne peuvent utiliser les liquidités provenant de banques commerciales uniquement dans le cas où ils sont autorisés à fournir des services auxiliaires de type bancaire. Le cadre réglementaire applicable est aujourd'hui jugé trop contraignant – uniquement quatre CSD ont pu avoir cette autorisation sur les 27 autorisés en vertu de CSDR.

Règles applicables aux CSD de pays tiers

La Commission européenne dit étudier la situation des CSD de pays tiers. Bien qu'en droit, les CSD de pays tiers ne peuvent proposer qu'un nombre limité de prestation (notariaux et maintenance centrale), les acteurs étrangers autorisés avant l'entrée en vigueur de CSDR peuvent continuer à proposer tous leurs services – sans date limite. De même, un régime d'équivalence pour les CSD de pays tiers existe mais il n'a servi qu'une seule fois – pour une entreprise du Royaume-Uni. La Commission européenne souhaite donc explorer les manières d'améliorer ce régime qui demeure approximatif sur ces points.

La Commission devrait proposer une révision (REFIT) du règlement sur les dépositaires centraux de titres. Cette révision, prévue par le programme de travail 2021 de la Commission européenne devait avoir lieu au deuxième trimestre 2021 mais a fait l'objet d'un report sans date encore connue.

¹ Règlement n°909/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres

² European Central Bank, Statistical Data Warehouse

³ Voir consultation du 8 décembre 2020 sur les dépositaires centraux de titres

RÉGIME PILOTE POUR LES DLT DANS LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS FINANCIERS : LE PARLEMENT EUROPÉEN ADOPTE SA POSITION

Le 13 juillet 2021, les députés européens de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen ont adopté le projet de rapport¹ de Johan Van Overtvedt (ECR, BE) sur la proposition² de la Commission européenne d'un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués (ou DLT *distributed ledger technologies*). Les eurodéputés de la commission se sont prononcés en faveur du régime qui permettrait de favoriser l'innovation et d'expérimenter des adaptations réglementaires.

Les registres distribués sont un mécanisme décentralisé d'enregistrement, de partage et de synchronisation des transactions. Concrètement, chaque ordinateur est un bloc du système. Lorsqu'il enregistre une transaction, il la transmet aux autres blocs qui l'enregistrent également – sans qu'il y ait besoin d'une unité centralisée. La *blockchain*, qui sous-tend les échanges de crypto-monnaies, en est l'exemple le plus répandu.

Quel potentiel de la DLT pour les infrastructures de marché ?

Les DLT bénéficient d'une attention croissante en termes de potentiel pour le secteur financier. La Banque Mondiale a par exemple dédié un vaste [rapport](#)³ sur le sujet en décembre 2017, dans lequel elle note qu'il est probable que la DLT dans le domaine de la finance soit d'abord utilisée là où des processus manuels sont toujours la règle comme les données de référence, les données de marché, ou le suivi de la provenance des matières premières agricoles.

D'après la Banque Mondiale, la DLT pourrait représenter plusieurs opportunités : elle pourrait par exemple être utilisée dans le cadre des processus de réduction des risques et les crypto-monnaies pourraient être utilisées pour sécuriser des transactions transfrontières.

La Commission européenne note dans son exposé des motifs que l'utilisation des registres distribués peut conduire à effectuer les opérations de règlement et d'échange « *quasiment en temps réel* », et pourrait ainsi permettre de faire converger les activités de marché et de post-marché. Le cadre réglementaire actuel opère une séparation entre les activités d'échange et de règlement, et considère qu'elles sont effectuées par des infrastructures de marché différentes.

Le plan de la Commission pour une expérience à grande échelle

Afin d'explorer le potentiel des DLT dans le domaine des infrastructures de marché, la Commission européenne a proposé en septembre 2020 dans le cadre du « Paquet finance numérique » un régime pilote pour les DLT.

Il s'agirait dans l'essentiel d'un « sas réglementaire » (*sandbox*), soit de dérogations temporaires aux règles existantes pour que les opérateurs d'infrastructure de marché puissent faire usage des technologies de type DLT pour la **négociation, la**

conservation et le règlement de titres. Le régime pilote serait conçu pour une durée de cinq ans à la suite de laquelle la Commission examinera la prolongation du régime, son extension à d'autres types d'instruments financiers, sa suppression ou sa pérennisation.

Concrètement le règlement sur les dépositaires centraux de titres requiert que les instruments échangés via une plateforme d'échange au sens de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) soient enregistrés par un dépositaire central de titre alors qu'un registre distribué pourrait également être utilisé pour les deux opérations.

Le régime pilote permettrait aux plateformes d'échange fondées sur la DLT (ou DLT MTF – *distributed ledger technology multilateral trading platform*) d'effectuer les opérations traditionnellement effectués par les CSD. Les DLT MTF pourraient être autorisées à enregistrer les transactions, à effectuer le règlement puis assurer la conservation des titres alors que chacune de ces opérations est traditionnellement assurée par un prestataire différent.



Portée et limites de l'expérimentation

Le règlement s'appliquerait aux participants de marchés suivants : entreprises d'investissement, opérateurs de marché, dépositaires centraux de titres.

La Commission européenne propose des limites au niveau des titres pouvant être éligibles aux opérations (échange et enregistrement). Les limites sont fondées sur la capitalisation totale des émetteurs (moins de 200 millions d'euros), la nature des titres, et un montant maximum (500 millions d'euros) des émissions pour les titres autres que les obligations souveraines, les actions couvertes et les obligations d'entreprises. Les obligations souveraines sont exclues. La valeur totale des titres enregistrés via un système de DLT de règlement sur titre par un CSD ou une plateforme d'échange multilatéral DLT ne peut excéder 2,5 milliards d'euros.

¹ Johan Van Overtvedt, Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology

² Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués.

³ World Bank Group, Fintech Note "Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain"

L'avis des institutions

Les eurodéputés voient le régime d'un œil favorable mais souhaitent néanmoins y apporter des modifications. Le rapporteur du Parlement européen a notamment proposé des amendements aux seuils : limiter davantage la capitalisation totale de marché (50 millions pour l'émetteur), et pour les types de titres admis autoriser les obligations souveraines et les ETFs DLT.

Précisément, les députés de la commission aux affaires économiques et monétaires (ECON) se sont prononcés sur les limites suivantes pour le régime pilote :

- Un seuil limite de 200 millions d'euros pour les actions ;
- Un seuil limite de 500 millions d'euros pour certains types d'obligations (obligations garantie et souveraines) et les parts d'OPCVM de type action ou obligation ;
- Une limite maximale de 5 milliards d'euros de valeur marchande totale des instruments financiers enregistrés dans le système DLT de règlement des opérations sur titres après admission.

De plus, les obligations souveraines seraient autorisées à l'échange ou l'enregistrement via DLT. Les eurodéputés souhaitent donc davantage différencier les seuils par nature

1 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology – mandate for negotiations with the European Parliament, Council of the European Union, 25 juin 2021

de titre et étendre la portée de l'expérimentation via un relèvement du seuil total des opérations.

Parmi les autres modifications, la responsabilité des opérateurs serait renforcée : les opérateurs de systèmes DLT sont responsables à tout moment de toute perte de fonds, de garanties et d'instruments financiers de leurs clients ou de perte de moyen d'accès aux actifs résultant de dysfonctionnements.

Divergences avec le Conseil de l'UE

Le Conseil de l'UE¹ a adopté sa position le 28 juin 2021. Les États-membres se sont prononcés en faveur du régime mais ont également proposé une vision différente de l'encadrement de l'expérience. Le Conseil de l'UE estime par exemple que les autorités compétentes nationales doivent disposer d'une marge de manœuvre plus large qui comprendrait notamment la modification des seuils pour les adapter au contexte national.

Les négociations interinstitutionnelles pourront commencer à la rentrée. L'ESMA devrait également se pencher précisément sur la question avec un rapport intermédiaire sur le régime pilote trois ans après l'entrée en vigueur du règlement puis un rapport final dans les cinq années après l'entrée en vigueur.



L'ESMA SE PENCHE SUR L'UTILISATION DE SOLUTIONS FINTECH PAR LES DÉPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES

Le 6 août 2021, l'ESMA a publié un rapport¹ sur l'utilisation des solutions proposées par les Fintech par les dépositaires centraux de titres (central securities depositories – CSD). Les registres distribués (DLT), les contrats intelligents (« smart contracts »), le cloud, l'intelligence artificielle (IA) et encore les moyens biométriques font partie des innovations technologiques traitées dans le rapport. La démarche de l'ESMA était fondée sur une consultation de CSD sélectionnés et d'autorités nationales compétentes.

Les CSD interrogés par l'ESMA sont favorables à l'adoption de nouvelles technologies mais l'autorité européenne note un écart considérable dans les degrés d'adoption des différentes technologies. L'IA et le cloud par exemple sont bien adoptés mais ce n'est pas encore le cas des registres distribués.

À quoi est due une telle différenciation entre les technologies, quand bien même le règlement CSDR est neutre d'un point de vue technologie ?

Pour l'ESMA, l'adoption de certaines technologies a été favorisée par la mise en place de régimes spéciaux au niveau des États membres pour l'innovation en matière de Fintech.

De plus, le statut réglementaire des technologies innovante demeurerait encore peu clair.

Recommandations de l'ESMA

Les aspects techniques devraient, d'après l'ESMA, être précisés. Pour les DLT, il s'agit de déterminer si des adresses numériques sur une plateforme DLT peuvent être considérées comme des « comptes-titres », ou encore si les données d'échange enregistrées par les plateformes DLT peuvent être considérées comme « crédits » et « débits » conformément au règlement CSDR. Se pose donc la question de la correspondance entre les processus DLT lors d'une opération et la description légale de l'exécution des opérations dans la réglementation actuelle. Les aspects opérationnels relatifs à la compensation des opérations sur titres via la DLT – procédures de communication, protocoles à utiliser - gagneraient également à être clarifiés.

L'ESMA recommande enfin les modifications réglementaires suivantes :

- Amender le règlement CSDR pour autoriser les CSD à utiliser des moyens de communication et protocoles autres que standards s'ils utilisent la DLT. D'après l'ESMA, la possibilité d'utiliser d'autres protocoles et communications est implicite dans le règlement lorsque les standards ne sont pas disponibles.
- Clarifier la terminologie au sein la directive sur la finalité du règlement², les étapes pouvant être différentes dans un contexte numérique (prise en compte de l'ordre, moment où l'ordre devient « irrévocable »).

Prochaines étapes:

La proposition de la Commission pour un régime pilote pour les DLT dans les infrastructures de marché est actuellement étudiée par les co-législateurs. Ce régime permettra d'apporter des clarifications sur l'utilisation de cette nouvelle technologie.

La Commission européenne prévoit également une proposition législative pour la révision du règlement sur les dépositaires centraux de titres d'ici fin 2021.



¹ ESMA, Use of Fintech, Report to the European Commission, 6 août 2021

² Directive 98/28/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres

FINTECH ET « SAS RÉGLEMENTAIRES » : LE CONSEIL DE L'UE FAIT UN ÉTAT DES LIEUX DES DISPOSITIFS EUROPÉENS

Le fort potentiel des Fintechs à faire évoluer l'industrie des services financiers invite les décideurs européens à se mobiliser pour développer un « sas réglementaire » harmonisé à l'échelle européenne.

Pour rappel, les « sas réglementaires » sont des dispositifs juridiques offrant la possibilité d'une application différenciée du cadre réglementaire conventionnel. Destinés à des projets innovants ils sont mis en œuvre dans le domaine des services financiers. La mise en place d'un sas réglementaire permet ainsi de déroger, dans une certaine mesure, au droit commun en vigueur tout en maintenant une supervision par les autorités compétentes. Le terme anglo-saxon de « *regulatory sandboxes* » démontre notamment le caractère pilote et expérimental de tels projets nécessitant flexibilité et emménagements temporaires pour se développer.

Dans la lignée des [conclusions du Conseil](#)¹ adoptées le 16 novembre 2020 relatifs « *aux sas réglementaires et aux clauses d'expérimentation comme outils d'innovation et de résilience à l'ère du numérique* », la Présidence slovène actuelle du Conseil souhaite faire un point² sur l'impact de ces derniers sur l'innovation et la flexibilité dans le secteur financier. Les « sas réglementaires » développés au niveau national ont notamment été utilisés dans le cadre de projets FinTech ou ont contribué au développement de pôles d'innovation numérique (*voir aussi l'article sur le régime pilote des DLT dans les infrastructures de marchés financiers page 8*).



Le Conseil de l'Union européenne a donc publié un appel à échange d'informations et de bonnes pratiques, sur la base d'une coopération entre Etats membres.

L'objectif est double : dresser un état des lieux de l'utilisation des sas réglementaires dans l'Union et identifier les bases légales existantes permettant la mise en œuvre et l'évaluation de ces dispositifs juridiques spécifiques.



La Commission européenne a quant à elle publié un rapport préparatoire³ établissant un panorama des clauses déjà existantes en droit européen par l'intermédiaire d'autres actes législatifs comme la proposition de règlement pour l'intelligence artificielle⁴.

Elle propose également des pistes de réflexion pour la création d'un mécanisme compatible avec le marché intérieur, plus particulièrement concernant la mise en place de garde fous ainsi que la durée et le cadre des dérogations temporaires. Un groupe inter-service consacré à la collecte de données sur la pratique et les dispositifs juridiques des sas réglementaires a par ailleurs été mis en place.

Le Conseil et la Commission souhaiteraient ainsi pouvoir analyser les modalités de mise en œuvre des « sas réglementaires » au niveau des Etats membres afin de permettre dans un second temps l'élaboration d'un dispositif commun en la matière.

Si la capacité des FinTechs à faire évoluer le marché des services financiers incite les décideurs européens à développer un dispositif commun de « sas réglementaires » en dehors du cadre juridiques conventionnelles, cette flexibilité réglementaire devra faire l'objet d'un encadrement précis afin de préserver la stabilité du système financier et protéger les consommateurs.

¹ "Council Conclusions on Regulatory sandboxes and experimentation clauses", Conseil de l'Union européenne, 16 novembre 2020

² "State of play on the use of regulatory sandboxes in the EU Member States", Conseil de l'Union européenne, 5 juillet 2021

³ "Draft Non-paper on Regulatory Sandboxes as Tools for Innovation-Friendly Regulation - Preliminary Findings", Document de travail, Commission européenne, 5 juillet 2021

⁴ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles harmonisées concernant l'intelligence artificielle (législation sur l'intelligence artificielle et modifiant certains actes législatifs de l'Union

CHANGEMENT CLIMATIQUES ET RISQUES ASSOCIÉS : LA BCE ET LA COMMISSION EUROPÉENNE APPELLENT À ACCÉLÉRER LA TRANSITION

La Commission européenne et la Banque centrale européenne (BCE) ont publié en juillet dernier, à une semaine d'intervalle, leurs plans d'action liant stabilité financière et transition vers une économie plus durable.

« Viabilité environnementale » et finance durable : la Banque centrale prend les devants

Dans son plan d'action¹ publié le 8 juillet 2021, la BCE propose plusieurs mesures pour poursuivre l'intégration des risques et des enjeux climatiques dans l'élaboration et la mise en œuvre de la politique monétaire. Elle souhaite ainsi y incorporer le critère de « viabilité environnementale ».

Parmi les mesures clés mises en avant par la BCE, citons l'introduction de nouveaux indicateurs pour les instruments financiers verts qui incluent l'empreinte carbone des établissements et leurs expositions aux risques climatiques. Autre point important, l'ajustement du programme d'achat de titres de l'institution se fondant sur des critères environnementaux.

Le plan d'action de la BCE s'inscrit dans la lignée d'un précédent rapport, publié quelques jours plus tôt avec le Conseil européen du risque systémique². Celui-ci mettait en évidence l'exposition inégale des régions et des secteurs économiques aux risques engendrés par le changement climatique. Ces risques peuvent d'ailleurs aussi bien prendre la forme de risques physiques (catastrophes naturelles, raréfaction des ressources naturelles ou encore montées des eaux) ou de risques liés au processus de transition climatique en lui-même : interdiction progressive d'activités considérées comme trop polluantes, réorientation des investissements vers des secteurs plus durables et hausse de la taxation pour des secteurs polluants, « coût d'ajustement » aux politiques vertes, etc.

Transition vers une économie plus durable : la Commission publie son « pacte vert »

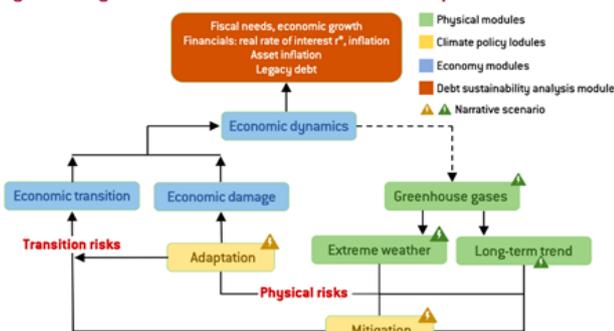
Un an après l'adoption du règlement Taxonomie³ visant à favoriser les investissements durables, la Commission européenne a présenté le 14 juillet dernier les détails de son « pacte vert »⁴. L'exécutif européen a publié à cet effet un ensemble de mesures législatives intitulé « Fit for 55 » avec pour principal objectif d'assurer la transition vers une économie plus durable et de répondre aux objectifs climatiques. Pour rappel, la Commission vise la réduction des émissions nettes de gaz à effet de serre de l'Union européenne d'au moins 55% d'ici à 2030, par rapport aux niveaux de 1990, et la neutralité carbone en 2050.



Ces nouvelles propositions législatives intéressent de nombreux secteurs économiques. Parmi les mesures phares, notons la création d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'Union et la réforme du système ETS d'échange de quotas d'émissions. Ce dernier est notamment étendu à de nouveaux secteurs dont le transport routier et maritime. L'objectif de neutralité carbone du secteur des transports figure également au programme avec la fin prévue en 2035 de la mise sur le marché des véhicules à moteur thermique. L'efficacité énergétique et l'accroissement de la part des énergies renouvelables dans la consommation totale, les carburants ainsi que la gestion des sols et forêts sont également des points importants abordés par ce paquet législatif, nouveau versant de la politique européenne de transition et d'adaptation au changement climatique.

Parallèlement, de nouvelles dispositions législatives à destination des entreprises, déjà entrées en vigueur ou encore au stade de propositions à ce jour, visent à assurer une meilleure prise en compte des critères et indicateurs environnementaux tout en améliorant le reporting extra-financier : le règlement SFDR portant sur la publication d'informations en matière de durabilité pour les services financiers est ainsi entré en vigueur en mars 2021 et la proposition de directive CSRD sur la publication par les entreprises d'informations en matière de durabilité a été publiée en avril dernier et est actuellement débattu au Parlement européen.

Figure 6: Integrated assessment model for climate risks of public debt



Source :Bruegel based on Batten (2018).

Impact des risques climatiques sur l'économie et conséquences sur la politique monétaire : la Banque centrale souhaite anticiper toute potentielle instabilité financière future en adaptant sa politique d'achat de titres et en développant des politiques prenant en considération les risques physiques et de transition.

1« La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire », Communiqué de presse, BCE, 8 juillet 2021

2 « Joint ECB/ESRB report show uneven impacts of climate change for the EU financial sector », Communiqué de presse, BCE, 1^{er} juillet 2021

3 Règlement 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables

4 «Pacte Vert pour l'Europe : La Commission propose de transformer l'économie et la société européennes afin de concrétiser les ambitions climatiques de l'Union », Communiqué de presse, Commission européenne, 14 juillet 2021

OBLIGATIONS VERTES : L'EUROPE SOUHAITE SE POSITIONNER COMME LEADER DU MARCHÉ ET FIXER SES PROPRES STANDARDS

Alors que l'Union européenne se place en première position des émetteurs d'obligations vertes avec 51% des émissions globales en 2020¹, elle souhaite affirmer son leadership dans le domaine de la finance durable en concourant notamment à fixer les standards de référence internationaux.

Quels intérêts présentent les obligations vertes ?

Les obligations vertes sont perçues comme un outil efficace pour contribuer aux financements des mesures de transition comme la construction d'infrastructures plus économes en énergie ou encore la mise sur le marché de moyens de transports neutres en carbone. Par ailleurs, ce type d'obligations est de plus en plus populaires chez les investisseurs soucieux des défis environnementaux car il garantit davantage de transparence sur la manière dont les fonds levés sont utilisés par les bénéficiaires. Afin d'accélérer la transition, la Commission souhaite développer des standards alliant ambition environnementale et protection des investisseurs. Elle a ainsi annoncé le 6 juillet, lors de la publication² de sa proposition de règlement³, que la mise en place de normes de référence, même appliquées sur la base du volontariat, contribuerait au renforcement du nombre et de la qualité des obligations vertes émises.

Quels critères prendre en compte pour des standards de référence efficaces en matière d'obligations vertes ?

La Commission européenne a développé quatre points qui lui semblent indispensables pour l'édiction de standards de référence.

Tout d'abord, les fonds levés par l'intermédiaire d'obligations vertes devront exclusivement être alloués à des projets en accord avec les dispositions de la taxonomie verte européenne. Ensuite, des obligations de *reporting* devront s'appliquer afin d'assurer la transparence et de rassurer les investisseurs sur l'impact environnemental des fonds levés par l'intermédiaire d'obligations vertes.

Les obligations émises devront par ailleurs faire l'objet d'une évaluation par un auditeur externe. Cet audit aura pour but d'évaluer la conformité des obligations émises avec les normes de référence nouvellement établies (comme par exemple l'alignement des projets financés avec les objectifs de la taxonomie).

Enfin, les auditeurs externes réalisant ces services pour les émetteurs d'obligations devront être enregistrés et contrôlés par l'Autorité européenne des marchés financiers. Cette dernière exigence permettrait de s'assurer de la qualité et la fiabilité des audits réalisés et de protéger les investisseurs d'obligations frauduleuses quant à la destination des fonds.

De plus, la supervision européenne exercée par l'ESMA permettrait la normalisation des règles relatives à l'audit d'obligations vertes, tout en offrant aux émetteurs et investisseurs une plus grande visibilité des exigences attendues

pour l'émission de telles obligations.

Pour la Commission européenne, la mise en place de standards de référence est bénéfique, même dans la perspective où ils seraient non obligatoires. Il permettrait ainsi de garantir la qualité des obligations vertes émises tout en protégeant les investisseurs d'obligations non conformes aux objectifs de transition et à la taxonomie européenne.

Toutefois, des ONG tels que Reclaim Finance⁴ dénoncent l'utilisation abusive des obligations vertes qui seraient utilisées comme un « outil marketing ». Elles proposent d'aller plus loin que la proposition de la Commission en liant les obligations vertes non pas à des financements de projets spécifiques mais à des profils d'émetteurs. Selon cette proposition, seules les entreprises et les porteurs de projets ayant adopté des objectifs de décarbonisation sur le long terme et sur l'ensemble de leurs activités pourraient bénéficier de l'octroi d'obligations vertes labellisées au niveau européen.

Du « vert » au « social » ?

Alors que l'établissement d'un cadre de référence pour les obligations vertes fera l'objet de débats au Parlement européen et au Conseil, les obligations dites sociales font leur apparition chez les gestionnaires de fonds obligataires. Visant le financement de projets sociaux comme l'amélioration des établissements d'enseignement ou les soins de santé, les obligations sociales ouvrent encore davantage la possibilité pour les investisseurs de suivre la destination et l'impact de leurs fonds tout en valorisant leurs engagements sociétaux.

La proposition de directive sur le *reporting* durable (CSRD – Corporate Sustainability reporting directive) publiée en avril dernier par la Commission européenne a ouvert la voie en élargissant le champ de la divulgation d'informations non financières également aux enjeux sociétaux et de gouvernance. Pour de futurs labels « durables » dépassant les seules questions environnementales ?



¹ Axel Fougner, « Sustainable Finance », Commission européenne

² « Strategy for financing the transition to a sustainable economy », Commission européenne, 6 juillet 2021

³ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les obligations vertes européennes

⁴ « Les obligations vertes : attention arnaque ? », Reclaim Finance

La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro ISSN : 2428-0771

AFTI
La dynamique du post-marché

Directeur de publication : **Pierre JOND**

Rédactrice en chef : **Stéphanie SAINT-PE**

AFTI

36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél : +33 1 48 00 52 03
Fax : +33 1 48 00 50 48
www.afti.asso.fr
secretariat.afti@fbf.fr



EURALIA

Réalisée par **EURALIA**,
Conseil en affaires publiques

Contact :
Louis-Marie Durand
louismarie.durand@euralia.eu

Hadrien Bazenet
hadrien.bazenet@euralia.eu

Manon Quénel
manon.quenel@euralia.eu