



# La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 15 - Janvier à Avril 2015

**afti**  
La dynamique du post-marché

## Editorial

La nouvelle approche réglementaire de la Commission, «cadeau» pour l'industrie financière ? ..... 3

## Marchés financiers

L'Union des marchés des capitaux : un projet structurant pour le système financier européen ..... 4

Relance de la titrisation : de nombreuses pistes ..... 5

Plan « Juncker » : un accord pour l'été ? ..... 6

Indices de référence : les députés adoptent leur position ..... 7

## Gestion d'actifs

MMF : Une première étape franchie au Parlement ..... 8

FEILT : le texte officiellement adopté ..... 9

Droit des actionnaires : le Conseil devance le Parlement..... 9

TTFE : Paris et Vienne reprennent la main ..... 10

## Règlement/Livraison

MIF II : la rédaction des actes délégués en débat ..... 11

SFTR : le Parlement européen trouve un accord ..... 12

Le Comité de Bâle et l'IOSCO changent les exigences de marges applicables aux dérivés non-compensés centralement..... 12

La BCE déclarée incompétente pour imposer aux chambres de compensation (CCP) d'être localisées dans la zone euro..... 13

Commission et BCE déterminées à renforcer les Chambres de Compensation. .... 14

## LA NOUVELLE APPROCHE RÉGLEMENTAIRE DE LA COMMISSION, «CADEAU» POUR L'INDUSTRIE FINANCIÈRE ?

Six mois après son entrée en fonction officielle - et bien que tout reste à faire - la Commission Juncker semble déjà avoir bien défini l'agenda réglementaire et les grandes orientations stratégiques de la première partie de son mandat.

Ceux-ci découlent de deux constats : premièrement, alors que l'investissement a chuté de 15% entre 2007 et 2014, les perspectives de croissance restent faibles en Europe. Deuxièmement, l'actuelle Commission considère, en s'appuyant notamment sur le succès des « *stress test* » menés en 2014 par l'Autorité bancaire européenne, que le système bancaire européen est plus stable qu'il ne l'était avant la crise. Cette analyse a ainsi conduit l'Institution bruxelloise à vouloir (re)placer le financement de l'économie « *réelle* » au cœur de l'activité financière et à adopter une nouvelle approche du risque.

L'une des clés de voûte de cette politique consiste en premier lieu à réorienter les liquidités et l'épargne vers le financement des PME et des projets de long terme afin de relancer l'investissement, condition préalable selon la Commission à la reprise de la croissance et de l'emploi. Elle est symbolisée par l'initiative visant à construire une Union des marchés des capitaux (*voir infra*), qui regroupe un grand nombre d'initiatives institutionnelles déjà avancées (Fonds européen d'investissement de long terme, Plan 'Juncker', etc.) ou en projet, comme la relance d'une titrisation simple, transparente et standardisée.

Cette nouvelle priorité s'accompagne d'une approche nouvelle du risque explicitée ainsi aux régulateurs par Jonathan Hill en avril dernier: « *Nous souhaitons faire de la stabilité financière le fondement d'une économie solide, mais nous ne devrions pas chercher à éliminer le risque, parce que sans risque il n'y a pas de croissance* ». Ainsi, alors que la régulation financière (prudentielle et de supervision) avait été érigée en totem de l'action de l'ancienne Commission, Jonathan Hill répète désormais à l'envi que « *la plus grande menace pour la stabilité financière est le manque d'emplois et de croissance* ».

Concrètement, le Commissaire britannique a annoncé d'une part l'aménagement des « *règles détaillées* » de Solvabilité II, afin d'accroître les possibilités pour les investisseurs institutionnels d'investir dans les projets d'infrastructure, et d'autre part le lancement d'une large consultation à l'été 2015 pour estimer l'impact du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR) dans l'octroi de crédits. Cette évaluation se fera à l'aune des nouveaux principes de mise en œuvre des règles prudentielles visant à mieux prendre en compte les spécificités et la diversité du système financier européen, à savoir une démarche *proportionnée* et *différenciée* en fonction du profil de risque et des *business models* des institutions financières concernées.

Ce changement d'approche vis-à-vis des normes prudentielles est perçu, après cinq ans de réglementations contraignantes, plutôt positivement par le secteur. Néanmoins, le projet d'ensemble, structurant, que représente l'Union des marchés des capitaux pourrait, en favorisant notamment l'éclosion de nouveaux acteurs et en encourageant une concurrence financière transnationale, bouleverser les équilibres existants et obliger les acteurs à se réinventer, sous peine de disparaître.

En effet, il semble important de souligner que l'objet sous-jacent de la Commission n'est pas de faire de « *cadeaux* » particuliers aux acteurs de l'industrie déjà installés mais de les « *encourager* » fortement à financer l'économie à un coût moindre, en rendant le capital plus disponible et moins cher pour les agents de l'économie « *réelle* ». La nomination, au départ mal comprise, d'un commissaire anglo-saxon pour mettre en place un système concurrentiel fort, paraît être aujourd'hui on ne peut plus cohérente.

LMD

## L'UNION DES MARCHÉS DES CAPITAUX : UN PROJET STRUCTURANT POUR LE SYSTÈME FINANCIER EUROPÉEN

Le 18 février 2015, Jonathan Hill, Commissaire à la Stabilité financière, aux Services financiers et à l'Union des Marchés des Capitaux, a officiellement lancé ce qui devrait être le chantier majeur de son mandat : construire une Union des Marchés des Capitaux (UMC) à l'horizon 2019.

La publication d'un Livre vert, d'un document de travail ainsi que le lancement d'une très large consultation, ouverte à l'ensemble des parties prenantes – industrie financière, ONG, décideurs politiques, associations de consommateurs etc. – jusqu'au 13 mai 2015, doivent servir de point de départ à ce projet d'ensemble, composé d'une multitude d'initiatives et qui, dans son objet, pourrait bouleverser structurellement le système financier européen tel qu'il existe actuellement.

Alors que Jean-Claude Juncker a défini comme première priorité la relance de la croissance et de l'emploi par l'investissement de long terme et des petites et moyennes entreprises, l'UMC a pour objectif de financer cette politique (1) en améliorant l'accès au financement pour toutes les entreprises en Europe et les projets d'investissement de long terme, (2) en développant et diversifiant les sources de financement offertes par les investisseurs et (3) en rendant le fonctionnement des marchés plus efficient.

Comme évoqué dans la Lettre européenne de l'AFTI n°14, il s'agit donc avec l'UMC de lutter contre la fragmentation des marchés financiers européens, de réduire la dépendance vis-à-vis du secteur bancaire, de favoriser la concurrence et l'innovation financière et de diminuer le coût du capital, en « réorientant » et en « libérant » « les liquidités, abondantes mais actuellement gelées » au sein de l'Union.

Sur un plan macroéconomique et prudentiel, une plus grande intégration des marchés financiers doit assurer une meilleure répartition du risque entre les acteurs. De même, une diversification accrue des moyens de financement doit rendre le système européen plus résilient face aux chocs internes et externes sur l'ensemble du territoire de l'Union.

Concrètement sont abordés pêle-mêle dans le document de consultation : l'amélioration de l'accès à l'information, que ce soit sur la structure financière des PME, les projets d'infrastructure et les réserves de projets ; la standardisation de certains produits ou instruments financiers (obligations sécurisées, produits de retraite, titrisation) ; l'augmentation de la concurrence transnationale dans les différents métiers de la finance (gestion d'actifs, capi-

tal-risque etc.) ; le développement de financements innovants (finance participative etc.) ; l'harmonisation du droit des titres, des sociétés, des régimes en matière d'insolvabilité, des régimes fiscaux ou encore les questions sur le flux de collatéral.

En ce qui concerne le droit des titres, la Commission demande aux parties prenantes de se positionner sur la « faisabilité et l'opportunité de modifications ciblées de la législation relative aux règles régissant la détention de titres ayant pour but de renforcer l'intégration des marchés des capitaux au sein de l'Union », ceci au regard notamment de l'impact qu'aura le lancement de 'Target 2-Securities' sur les risques opérationnels et juridiques liés au transfert et à la conservation de titres dans différentes juridictions européennes.

Des rapports devraient être rédigés par la Commission au cours de l'année 2015 sur l'effectivité des transferts transfrontaliers de créances et leur ordre de priorité, « notamment dans les cas d'insolvabilité ». L'objectif ici sera de pouvoir assurer un cadre juridique sûr dans l'optique de la mise en place d'un marché pan-européen pour la titrisation et les contrats de garantie financière.

L'UMC s'inscrit dans les fondements idéologiques de la Commission qui n'a, depuis sa création, cessé de proposer des dispositions, secteur après secteur, visant à harmoniser et à intégrer l'espace économique européen afin d'y favoriser une concurrence pan-européenne accrue. Historiquement, il est à noter que ces processus d'harmonisation ont parfois abouti à la confrontation de modèles économiques nationaux. Il peut sembler prématuré d'évoquer un futur phénomène de concentration du secteur financier mais la création d'un (de) grand(s) marché(s) des capitaux est susceptible de rebattre les cartes entre acteurs européens, où certains pourraient davantage souffrir d'une concurrence accrue dans un environnement nouveau.

Les Etats membres, qui auront un rôle incontournable dans la mise en œuvre du marché financier intégré à 28 souhaité par la Commission, pourraient ainsi être tentés de freiner certains processus d'harmonisation soupçonnés d'affaiblir les *business models* de leur industrie nationale. Ceci se ferait au détriment d'un projet qui, s'il ne produirait ses effets que dans le long terme - et même si certaines voix dissonantes se font entendre-, semble déjà indispensable, économiquement, aux yeux d'un grand nombre de responsables politiques et d'acteurs économiques. Parfois il est vrai, pour des raisons très différentes.

## RELANCE DE LA TITRISATION : DE NOMBREUSES PISTES

Après la crise financière, beaucoup pensaient que la titrisation serait définitivement écartée des outils de financement de l'économie par les décideurs politiques. En octobre 2014, la Commission leur donnait tort avec la publication des actes délégués sur le *Liquidity Coverage Ratio* et les règles de Solvabilité II, assouplissant les exigences prudentielles. Elle a depuis continué sur cette voie d'une relance de la titrisation pour soutenir le financement en Europe. Jonathan Hill estime que la relance de la technique pourrait apporter « 20 milliards d'euros de financements supplémentaires ».

La Commission a lancé une consultation spécifique sur le sujet le 17 février dernier, en même temps que celle sur son Livre vert sur l'Union des Marchés des Capitaux et celle sur la révision de la directive Prospectus. Cette consultation sera suivie d'une proposition législative qui viendra fixer un cadre réglementaire pour une titrisation de haute qualité.

Afin de ne pas revenir « aux jours sombres d'avant crise », selon les mots de Jonathan Hill, l'objectif poursuivi par la Commission européenne est d'encadrer cette technique financière. Pour ce faire, elle entend définir des critères d'une titrisation de haute qualité qui serait simple, transparente et standardisée (STS). Pour la consultation, la Commission propose également des critères pour définir des risques additionnels, comme la solvabilité des emprunteurs.

La proposition de la Commission sur la titrisation fait suite à plusieurs travaux d'autres organisations européennes : la publication conjointe de la BCE et de la Bank of England ainsi qu'un rapport et un avis de l'Autorité bancaire européenne. Les deux institutions proposent de compléter l'approche européenne actuelle, dite « indirecte », par une « approche directe », imposant aux émetteurs de conserver une part du risque. En outre, la mise en place de cette seconde approche permettrait une meilleure convergence entre les réglementations européenne et américaine.

La BCE et la BoE ont déjà rédigé une réponse commune à cette consultation dans laquelle elles affirment leur préférence pour une responsabilisation des acteurs impliqués dans le mécanisme de titrisation. Ces acteurs certifieraient alors eux-mêmes que les produits titrisés répondent aux critères STS (« *self-attestation* »). Elles estiment qu'une certification par un superviseur ou un tiers doit être évi-



Jonathan Hill, Commissaire à la Stabilité financière, aux Services financiers et à l'Union des Marchés des Capitaux - © Union européenne, 2015

tée car cela irait contre la responsabilisation des acteurs.

L'« initiative » *Prime Collateralised Securities* (PCS), dont font partie les grands acteurs de l'industrie (majoritairement des groupes bancaires et des compagnies d'assurance), s'est inscrite en faux par rapport à cette proposition des deux banques centrales, qualifiant le mécanisme d'auto-certification de « promesse illusoire ». PCS estime que l'auto-certification ferait supporter la totalité des risques aux investisseurs et n'apporterait pas la liquidité souhaitée au marché secondaire.

D'autres acteurs se montrent dubitatifs sur l'objectif que cherche à atteindre la Commission en relançant la titrisation. C'est le cas de Finance Watch et de l'Union européenne de l'Artisanat et des Petites et Moyennes Entreprises (UEAPME) qui estiment que la titrisation ne bénéficiera pas à l'économie réelle de l'UE dans les mesures prévues par la Commission. Les deux organisations se montrent davantage favorables à la promotion de modèles de banques locales.

Certains acteurs, tel que le Fonds monétaire international, estiment que la mesure la plus efficace et adaptée à la situation européenne serait une harmonisation réglementaire, notamment en matière de régime d'insolvabilité et de traitement fiscal des titrisations. Deux sujets que la Commission évoque dans son Livre vert sur l'Union des Marchés des Capitaux.

## PLAN « JUNCKER » : UN ACCORD POUR L'ÉTÉ ?

L'adoption puis la mise en œuvre du plan « Juncker » espéré cet été doit symboliser la première initiative d'ampleur en faveur de la croissance et de l'emploi de la nouvelle Commission. Alors que le chantier titanesque d'Union des marchés des capitaux s'inscrit dans le long terme (*voir p. 4*), celui-ci vise à injecter dès cette année et jusqu'en 2017 « au moins » 315 milliards d'euros dans l'économie européenne, afin de pallier le manque structurel d'investissement au sein de l'Union et de « soutenir la formation de capital dans la zone euro ».

Ce plan d'investissement pour l'Europe repose sur la création d'un Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) de 315 milliards d'euros qui aura pour vocation d'investir dans des projets européens stratégiques selon le principe d'additionnalité. En effet, l'un des fondements du FEIS est de ne financer que des projets qui n'obtiendraient pas de financement sans son intervention afin d'assurer un impact économique réel. Un quart des montants (soit 75 milliards d'euro) seront à destination des PME, le reste (240 milliards d'euro) à destination de projets de long terme dans les secteurs de l'énergie, du transport, du numérique et autres.

Le FEIS repose sur un mécanisme financier original pour la Commission. En effet, 21 milliards d'euros, dont 16 milliards d'euros en provenance du budget européen et 5 milliards d'euros de la Banque européenne d'investissement (BEI), doivent servir de Fonds de garantie publique européenne pour les tranches les plus risquées des projets d'investissement et ainsi attirer, par un effet de levier de « 15 », 294 milliards d'euros de capitaux privés.

Alors que le FEIS fait toujours l'objet de discussions entre les co-législateurs, les grandes banques nationales de développement ou d'investissement de six pays se sont déjà engagées à contribuer au plan Juncker pour un montant dépassant les 33 milliards d'euros. Il s'agit des banques publiques d'investissement allemande (KfW), française (Bpifrance et CDC), italienne (Cassa depositi e prestiti) et polonaises (PIR et BGK) pour 8 milliards d'euros. ICO, la banque publique d'investissement espagnole, contribuera à hauteur de 1,5 milliards d'euros et la SNCI, banque nationale de développement luxembourgeoise, pour 80 millions d'euros.

### Le Parlement isolé

La Commission a publié la proposition de règlement le 13 janvier dernier, le Conseil a adopté un compromis sur le texte le 10 mars et les commissions « Budget » et « Affaires économiques et monétaires » du Parlement ont voté leur rapport conjoint le 20 avril. Les principaux points d'achoppement entre les institutions portent sur les mécanismes de financement du FEIS, le contrôle politique et la définition même du principe d'« additionnalité ». Sur ces éléments, le Parlement européen apparaît isolé face à la Commission et au Conseil.

En effet, pour financer le FEIS, la Commission et le Conseil se sont entendus sur la réaffectation d'allocations de fonds initialement destinés au Mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) et au programme Horizon 2020, ce que le Parlement refuse. Dans le rapport adopté le 20 avril, les députés prônent l'utilisation préalable des marges de flexibilité existantes au sein du budget de l'UE et s'opposent à la mobilisation de toute la garantie dès l'amorçage du FEIS.

Au sujet de la gouvernance, les députés veulent disposer d'un droit de regard sur la nomination des huit membres du comité d'investissement et souhaiteraient également avoir un pouvoir de contrôle sur les activités du Fonds si nécessaire. Enfin, le rapport du Parlement introduit un mécanisme de contrôle supplémentaire pour les co-législateurs : il propose que la liste des projets à haut risque soit approuvée par un acte délégué de la Commission. Sur ce dernier point, la Commission et le Conseil semblent ouverts à un compromis.

Enfin la définition même du principe d'additionnalité adoptée par le Parlement, qui stipule que le FEIS doit soutenir les projets non éligibles aux fonds de la BEI est considérée par cette dernière comme étant concrètement « impossible » à mettre en place.

Les négociations en trilogue ont débuté le 23 avril et il est prévu que l'ensemble du Plan Juncker soit adopté au mois de juin : début « concret » du mandat de la Commission Juncker ?

## INDICES DE RÉFÉRENCE : LES DÉPUTÉS ADOPTENT LEUR POSITION

Le 31 mars 2015, les députés de la commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen ont adopté leur position sur le projet de règlement visant à encadrer les indices utilisés comme référence dans les contrats financiers.

Le rapport reprend la proposition initiale de la Commission sur la catégorie d'« indices de référence d'importance critique » : un indice de référence sera qualifié d'importance critique s'il représente une valeur d'au moins 500 milliards d'euros. Cependant les députés proposent de compléter le système basé sur des critères quantitatifs par des critères qualitatifs, afin de mieux encadrer le risque

systemique.

Un amendement de dernière minute soumis par le groupe PPE a ajouté un critère supplémentaire : seraient exclus de cette catégorie les indices qui reposent sur des « données réglementées », c'est-à-dire les informations provenant directement des plateformes de négociations.

Le compromis trouvé par les députés propose également de conférer une marge d'appréciation plus importante aux autorités nationales compétentes qu'à l'Autorité européenne des Marchés financiers (ESMA) dans l'identification de ces indices d'importance critique.



London Metal Stock Exchange - © Union européenne, 2014 - Parlement européen

## MMF : UNE PREMIÈRE ÉTAPE FRANCHIE AU PARLEMENT

Après plus d'un an et demi de discussions, les députés européens ont réussi à trouver un accord sur la proposition de règlement qui entend encadrer les fonds monétaires (*Money Market Funds*, MMF). Ce succès revient en partie à la rapporteure Neena Gill (S&D, UK), qui a réussi à trouver un compromis acceptable pour une majorité de groupes politiques : il ne prévoit pas la suppression des fonds à valeur liquidative constante (CNAV) mais leur encadrement strict.

La commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen était très divisée sur le sujet. Ces divisions ne correspondaient pas seulement aux clivages politiques mais également aux Etats d'origine des députés. Les groupes PPE, S&D et ADLE ont finalement réussi à trouver un compromis après de longues négociations qui ont nécessité le report de la date du vote en commission.

Le rapport finalement adopté par la commission ECON ne prévoit pas la suppression des fonds CNAV et leur conversion en fonds à valeur liquidative variable (VNAV) mais propose de les encadrer de façon stricte et devrait en réduire le champ d'activité. Le texte propose également des exigences de diversification du portefeuille des MMF et interdit l'intervention d'un soutien extérieur, même du sponsor, visant à garantir la liquidité du fonds ou à stabiliser sa valeur liquidative.

La position des députés s'articule autour de deux autres grandes mesures. La première consiste à substituer au coussin de liquidités (« *buffer* ») de 3%, initialement proposé par la Commission, des « *liquidity fees* » et des « *redemption gates* » (voir *Lettre européenne de l'AFTI n° 14*).

La deuxième concerne la création de trois nouvelles catégories au sein des fonds CNAV mais avec des caractéristiques strictement encadrées. Tout d'abord, le texte crée les « *Public debt CNAV* ». Ces fonds CNAV devront investir 99,5% de leurs actifs dans les dettes souveraines pour faire partie de cette catégorie. Les députés proposent également la mise en place de fonds CNAV « *pour petits investisseurs* » qui seront réservés aux organisations caritatives, aux organisations sans but lucratif, aux administrations publiques et aux fondations publiques.

Enfin, le rapport propose la création de fonds monétaires à faible volatilité (*Low volatility Net Asset Value*, LNAV). Ces fonds devraient avoir les mêmes spécificités que les



Vote en séance plénière du Parlement européen © Union européenne, 2014 - PE

fonds CNAV actuels tant que la variation de la valeur de leur portefeuille n'excède pas 20 points de base. Cependant il ne s'agit que d'un statut transitoire car le rapport du Parlement prévoit que les fonds LNAV devront être convertis après 5 ans. Le compromis trouvé par la commission ECON prévoit toutefois la possibilité de revenir sur cette suppression de fonds LNAV, sur proposition de la Commission européenne.

Le vote du texte par le Parlement européen s'est avéré plus délicat que prévu. En effet, les groupes politiques Verts/ALE et GUE/NGL avaient déposé des amendements au rapport adopté en ECON, notamment proposant la conversion de tous les fonds CNAV en VNAV. Le rapporteur fictif pour le groupe PPE, l'Irlandais Brian Hayes, songeait à supprimer l'obligation de convertir les fonds LNAV en fonds VNAV après 5 ans mais s'est ravisé. Finalement, le rapport de Neena Gill a été adopté par les députés européens qui lui ont donné mandat pour négocier avec le Conseil.

En ce qui concerne le Conseil, les Etats membres ne se sont toujours pas accordés sur une position commune. Aucune réunion n'a d'ailleurs été tenue sur le dossier sous la Présidence lettone, débutée le 1er janvier dernier. Les négociations pourraient donc s'avérer encore longues au Conseil. Un dénouement final au dossier semble ainsi peu probable dans les prochains mois.

## FEILT : LE TEXTE OFFICIELLEMENT ADOPTÉ

Le Parlement européen et le Conseil de l'UE ont définitivement adopté l'accord trouvé le 26 novembre dernier sur la création d'une nouvelle catégorie de fonds d'investissement : les Fonds européens d'investissement de long terme (FEILT). Le règlement vise à favoriser le financement « *non-bancaire* » de l'économie réelle dans l'Union européenne, en relançant et en redirigeant les investissements vers les projets d'infrastructures et de long terme. La nouvelle catégorie de fonds devrait offrir aux investisseurs institutionnels des véhicules financiers adaptés au financement de ce type de projet.

Jonathan Hill s'est engagé à plusieurs reprises à mettre en place les FEILT le plus rapidement possible afin qu'ils constituent l'une des premières mesures effectives d'une Union des Marchés des Capitaux. Cette volonté est également motivée par le fait que les FEILT ont vocation à être utilisés dans le cadre du plan d'investissement pour l'Europe de Jean-Claude Juncker.

Pour recevoir l'agrément de FEILT, un fonds devra disposer d'un portefeuille composé à 70% d'« *actifs d'investissements éligibles* ». Des obligations d'informations prévoient que les investisseurs devront être dûment informés du caractère illiquide de ces actifs, de la durée minimale de l'investissement et des risques auxquels ils sont exposés.

Le texte final donne également la possibilité aux investisseurs de détail d'accéder à ces nouveaux fonds. Selon les dispositions prévues dans le règlement, les investisseurs dont le portefeuille est inférieur ou égal à 500.000 euros seront autorisés à investir jusqu'à 10% de leur portefeuille dans des FEILT.

Le Parlement européen et le Conseil de l'UE se sont accordés sur une possibilité de remboursement avant l'échéance du fonds pour les investisseurs de détail, uniquement si le fonds dispose de suffisamment d'actifs liquides. Cette disposition donne un peu de flexibilité au mécanisme initialement prévu et a été saluée par Pensions Europe – l'association européenne des fonds de pension – et l'EFAMA – l'association européenne des fonds et de la gestion d'actifs.

Les deux associations saluent la création de cette catégorie de fonds qui devrait assurer, selon elles, un meilleur accès aux projets de long terme pour les investisseurs institutionnels. Cependant, elles estiment que l'efficacité dépendra étroitement des régimes fiscaux – incitatifs – auxquels ils seront soumis dans les Etats membres. Les parlementaires avaient proposé des dispositions dans ce domaine mais le Conseil s'y était opposé. Les Etats membres décideront seuls s'ils veulent introduire de telles mesures dans leurs pays.

## DROIT DES ACTIONNAIRES : LE CONSEIL DEVANCE LE PARLEMENT

Cela en deviendrait presque une habitude. Comme pour les dossiers des opérations de financement sur titres, des indices de référence ou encore du Fonds européen d'investissement stratégique, le Conseil de l'UE a adopté sa position sur une proposition législative avant les députés européens. Cette situation va à l'encontre de l'usage institutionnel, qui veut que le Parlement statue sur un texte en première lecture avant le Conseil.

Il s'agit cette fois du projet de révision de la directive relative aux droits des actionnaires, présentée en avril 2014 par la Commission européenne. L'objectif affiché par la Commission était d'encourager l'engagement de long terme des actionnaires. Le texte cherche également à renforcer la transparence de la gestion des sociétés cotées. Les critères de transparence proposés concernent notamment les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et leurs politiques d'investissement et d'engagement à l'égard des sociétés dont ils sont actionnaires.

La mesure emblématique de ce projet de réforme est l'introduction d'un droit de regard des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants, dit « *Say on Pay* ». Sur ce point, l'accord trouvé entre les Etats membres prévoit que seules les grandes entreprises européennes cotées devraient soumettre leur politique de rémunération à un vote obligatoire des actionnaires, et ce tous les 5 ans. La disposition ne toucherait plus que 10% des 10.000 entreprises cotées dans l'Union européenne, réduisant considérablement le champ d'application proposé par la Commission.

Sur les mesures relatives au renforcement de la transparence pour les investisseurs, le texte adopté par le Conseil introduit davantage de flexibilité par rapport à la proposition initiale de la Commission. Les députés ne se sont pas encore prononcés sur le texte. Ils devraient arrêter leur position au début du mois de mai sur la base du rapport rédigé par Sergio Gaetano Cofferati (S&D, IT).

## TTFE : PARIS ET VIENNE REPRENENT LA MAIN

Après le constat d'échec de la Présidence italienne en fin d'année 2014, la coopération renforcée sur la mise en place d'une taxe sur les transactions financières européenne (TTFE) a connu un sursaut au début de l'année 2015. En effet, le revirement de la France dans le dossier et son rapprochement avec l'Autriche ont relancé les travaux.

C'est le Président de la République, François Hollande, qui a annoncé lui-même le changement d'orientation de la France sur le dossier, le 5 janvier. La France soutiendra une TTFE dont la base d'imposition devrait être la plus large possible, avec un taux d'imposition faible. Le Président a ainsi marqué une rupture avec l'approche mise en avant en novembre dernier par son Ministre des Finances, Michel Sapin, en faveur d'une assiette relativement restreinte pour la TTF qui aurait concerné les transactions en actions et les *Credit Default Swaps* non compensés.

Ce changement de cap a donné un second souffle à la coopération renforcée engagée par 11 Etats membres de l'Union européenne. La Lettonie – qui occupe depuis le 1er janvier 2015 la présidence tournante du Conseil de l'UE – ne s'est pas impliquée outre mesure sur ce dossier com-

plexe et politiquement sensible. Ne faisant elle-même pas partie des pays engagés dans la coopération renforcée, la Lettonie est restée en retrait des négociations.

Cette nouvelle « *impulsion* », selon les dirigeants autrichiens et français, s'est matérialisée par une déclaration commune des 11 ministres des finances concernés qui ont confirmé leur volonté de mettre en place la TTFE d'ici le 1er janvier 2016.

Outre cette déclaration d'intention, des changements ont été apportés aux travaux sur la TTFE. En premier lieu, les ministres ont affirmé que ceux-ci seraient menés sur la base de « *nouvelles orientations* », à savoir une base imposable large avec des taux faibles, en prenant en compte le risque de délocalisation. Il a également été décidé que l'Autriche aurait la charge de coordonner les travaux auxquels la Commission devrait être davantage associée.

Selon le Ministre français des Finances, son homologue autrichien présentera des propositions sur le dossier au mois de mai. M. Sapin s'est montré relativement confiant, estimant qu'un accord entre les 11 Etats participant à la coopération était envisageable en mai ou juin.



Hans Jorg SCHELLING, Ministre autrichien des finances © Union européenne, 2015

## MIF II : LA RÉDACTION DES ACTES DÉLÉGUÉS EN DÉBAT

Le paquet MIF II relatif aux marchés d'instruments financiers – composé de MiFID II et MiFIR –, adopté au début de l'année 2014, continue d'animer les débats tant entre les institutions européennes que parmi les acteurs du secteur. L'enjeu est désormais de traduire la législation en règles concrètes et applicables via l'adoption d'actes délégués. Dans ce processus, deux institutions mènent la danse : l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et la Commission européenne.

L'ESMA est au centre de cette nouvelle phase réglementaire car elle a la charge de rédiger la majeure partie des normes techniques et de fournir à la Commission des avis et des propositions pour la rédaction des actes délégués. Selon les dires de son président, Steven Maijor, l'Autorité européenne se concentre sur trois domaines en particulier pour ce qui est des marchés et de leur fonctionnement : la transparence des marchés de « titres autres que de capital » (*non-equities*), les produits dérivés sur les matières premières et les microstructures de marché.

Pour les marchés des non-equities, l'ESMA s'intéresse en priorité à la transparence obligatoire. Elle lie cet objectif de transparence renforcée à celui de promotion de la liquidité des marchés. Devant les députés européens, Steven Maijor a estimé que 10% des obligations correspondraient actuellement aux critères de transparence envisagés. La proposition de l'ESMA dans ce domaine est de mettre en place une classification de la liquidité basée sur un concept de « catégorie d'obligations » lié à la valeur d'émission des obligations. Le président de l'ESMA se dit « conscient des limitations et des préoccupations » soulévées par une telle proposition.

L'ESMA devrait soumettre à la Commission la quasi-totalité des normes techniques réglementaires relatives à MIF II avant juillet 2015. Selon le calendrier souhaité par la Commission, les normes techniques et les actes délégués des deux textes devraient être publiés au Journal Officiel de l'UE au début de l'année 2016 afin de permettre une application de MIF II à partir du 3 janvier 2017.

Un autre aspect crucial de MIF II est la question de la protection des investisseurs, très structurante pour les institutions européennes. Parmi les sujets traités sous cet angle, le traitement des rétrocessions et des avantages (inducements) occupe une place importante. En revanche, ce n'est pas l'ESMA mais la Commission qui rédigera l'acte délégué qui contiendra les règles qui encadreront ces pratiques.



Autorité européenne des marchés financiers - © Union européenne, 2014

L'exécutif européen se concentre sur deux points : la définition du concept d'« amélioration du service » – qui conditionne la possibilité de percevoir des rétrocessions pour un intermédiaire – et les critères devant définir si la recherche est assimilable à un inducement ou non. La Commission travaille également sur les obligations de reporting.

Les représentants de la Commission ont affirmé devant les députés de la Commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) que les informations à fournir seraient définies selon une « base commerciale raisonnable ».

Dans les interactions entre les institutions européennes, les députés européens ont manifesté leur volonté d'exercer leur droit de contrôle sur la législation secondaire. Le rapporteur sur le texte et désormais vice-président d'ECON, Markus Ferber (PPE, DE), et les rapporteurs fictifs se sont montrés déterminés à faire respecter les orientations définies par la législation de niveau 1 votée en 2014.

Les députés européens ne sont pas les seuls à se montrer vigilants par rapport aux travaux de la Commission et de l'ESMA. De nombreux acteurs français du secteur (notamment l'AFG et l'AMAFI) sont assez critiques par rapport aux projets de normes techniques de l'ESMA. Le débat et les échanges devraient donc continuer pendant une bonne partie de l'année.

## SFTR : LE PARLEMENT EUROPÉEN TROUVE UN ACCORD

Le règlement sur les opérations de financement sur titres (*Securities Financing Transactions Regulation – SFTR*) va entrer dans la phase finale du processus législatif européen : les négociations en trilogue entre les représentants du Parlement européen, du Conseil de l'UE et de la Commission. Le dossier s'est révélé moins conflictuel que celui des fonds monétaires ou de la réforme structurelle du secteur bancaire.

Les Etats membres avaient trouvé un compromis à la fin de l'année 2014, définissant ainsi la position du Conseil de l'UE (voir *Lettre européenne de l'AFTI n°14*). Le 24 mars, ce sont les députés européens qui ont à leur tour trouvé un accord sur le texte. Ils ont également octroyé un mandat à Renato Soru (S&D, IT), rapporteur sur le SFTR, pour mener les négociations avec le Conseil.

Le projet propose d'améliorer la transparence des opérations de prêts de titres et des opérations de mise en pension qui sont utilisées pour obtenir de la liquidité. Tel que modifié dans le rapport de la Commission des Affaires économiques et monétaires (ECON), le projet de règlement impose que ces opérations soient notifiées à des registres centraux, quelles que soient les contreparties, sous trois jours ouvrables. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) aura la charge de produire les normes techniques relatives à ce nouveau reporting.

Le texte voté par les députés exempte les banques centrales, les agences publiques de gestion de la dette souveraine des pays de la zone euro ainsi que la Banque des règlements internationaux (BIS), de déclarer les opé-



Consignes de vote des coordinateurs de groupe lors d'une vote en plénière du Parlement européen - © Union européenne, 2014

rations de financement sur titres dans lesquelles elles seraient d'ores et déjà impliquées.

Dans son projet initial de rapport, Renato Soru avait proposé à ses homologues d'ajouter aux exigences de transparence un encadrement des « *haircuts* » (décotes) sur les titres, sur le modèle des recommandations du Conseil de stabilité financière (FSB). Les groupes PPE, ADLE et ECR ainsi que la Commission n'ont pas soutenu cette proposition du rapporteur qui ne fait donc pas partie du texte adopté. Cependant, le compromis prévoit que l'ESMA effectuera une analyse sur le sujet sur la base de laquelle la Commission présentera un rapport au Parlement et au Conseil.

Il ne semble pas y avoir de désaccords majeurs entre le Parlement et le Conseil. Les négociations sur le projet de règlement pourraient aboutir rapidement à un accord politique.

## LE COMITÉ DE BÂLE ET L'IOSCO CHANGENT LES EXIGENCES DE MARGES APPLICABLES AUX DÉRIVÉS NON-COMPENSÉS CENTRALEMENT

Le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont publié les modifications apportées au dispositif établissant les exigences de marge applicables aux dérivés dont la compensation n'est pas assurée par une contrepartie centrale. Cette nouvelle publication vient ainsi modifier les exigences décidées en septembre 2013.

Le principal changement provient de ce que les deux organisations ont convenu de différer de neuf mois l'applica-

tion des obligations d'échange portant sur les marges initiales et les marges de variation.

Elles ont également prévu d'introduire une période transitoire aux fins d'une « *application graduelle de l'obligation d'échanger une marge de variation* ». Le début de la période transitoire de collecte et de versement de la marge initiale des dérivés non compensés centralement est ainsi repoussé au 1er septembre 2016.

# LA BCE DÉCLARÉE INCOMPÉTENTE POUR IMPOSER AUX CHAMBRES DE COMPENSATION (CCP) D'ÊTRE LOCALISÉES DANS LA ZONE EURO

La Banque centrale européenne ne réussit pas à tous les coups. Le 4 mars dernier, la BCE a été déjugée par le Tribunal de l'Union européenne qui l'a estimée non compétente pour imposer aux chambres de compensation (CCP) une localisation dans la zone euro.

L'arrêt porte sur le cadre de surveillance de l'Eurosystème, texte qui imposait aux CCP qui garantissaient le règlement de transactions de produits dérivés libellés en euros, et dont le montant dépassait un certain seuil, d'être localisées dans la zone euro. Le Royaume-Uni avait alors déposé un recours devant le Tribunal de l'UE estimant que la BCE outrepassait son mandat et n'était pas compétente pour imposer une exigence de localisation à l'égard des contreparties centrales.

La BCE estimait qu'un dysfonctionnement de ce type d'infrastructures se situant hors de l'Eurozone pourrait provoquer des effets néfastes pour la stabilité et le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Afin d'assurer sa mission de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, de compensation et de règlement, la BCE considérait ainsi que les infrastructures procédant au règlement de transactions en euros devraient être juridiquement enregistrées, contrôlées et opérées dans la zone euro. Néanmoins, cette décision de la BCE allait au-delà des pouvoirs confiés par les législateurs.

De nombreux observateurs, tels Nicolas Véron du think tank Bruegel, ont estimé que cette décision du Tribunal de l'UE était « *une bonne nouvelle pour le Royaume-Uni et le marché unique* ». Pour lui, l'arrêt du Tribunal « *met les Européens face à leurs contradictions* ». Il estime que l'Union bancaire a été présentée comme une politique de la zone euro alors qu'une bonne partie de la législation relève du marché unique. Selon lui la véritable question que pose le jugement du Tribunal est de savoir si « le reste de l'Europe peut accepter que les marchés des capitaux et les marchés de gros soient surveillés à Londres, par les autorités britanniques, sans qu'il y ait un échelon de surveillance européen ».

A la suite de cet arrêt, la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) ont annoncé qu'elles allaient renforcer leur coopération et les échanges d'informations sur les chambres de compensation (CCP) du Royaume-Uni réalisant des « *activités importantes libellées en euro* ». Elles ont également modifié leur accord de swap (« *swap line* ») afin de faciliter l'approvisionnement en liquidités multidevises par les deux banques centrales des CCPs installées au Royaume-Uni et dans la zone euro. La BCE et le gouvernement britannique se sont enfin entendus pour que ce dernier retire les deux actions judiciaires en cours devant la CJUE sur des affaires similaires.



Tassilios Skouris, président de la Cour de Justice de l'UE, au centre - © Union européenne, 2015

## COMMISSION ET BCE DÉTERMINÉES À RENFORCER LES CHAMBRES DE COMPENSATION.

Le jugement rendu le 4 mars dernier par le Tribunal de l'Union européenne qui estime que la Banque centrale européenne (BCE) n'est pas compétente pour imposer aux chambres de compensation (CCP) d'être localisées dans la zone euro, n'a, semble-t-il, pas dissuadé la BCE de s'intéresser de près à ces institutions financières, du fait de leur « *importance systémique grandissante* ».

Ainsi, le 10 avril dernier, Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, a soutenu dans un discours intitulé « *Assurer une capacité d'absorption des pertes adéquate des contreparties centrales (CCP)* », le « *besoin d'augmenter [leur] capacité d'absorption des pertes au-delà des niveaux actuels* ». Afin de répondre à cet impératif, l'ancien Directeur général adjoint du Trésor envisage trois options graduelles:

1. Le renforcement de la résilience des CCP, via l'augmentation du niveau de ressources préfinancées détenues par les CCP, pour couvrir le risque de défaut au-delà des standards actuels, qui serait financée par leurs membres ;
2. Le renforcement de la capacité de redressement des CCP ;
3. La mise en place, en dernier ressort, de mécanismes de résolution spécifiques, sur lesquels le Conseil de stabilité financière (FSB) travaille actuellement.

Dans son allocution, Benoît Cœuré n'exclut pas néanmoins que les dispositions réglementaires mises en place pendant la crise puissent suffire. Surtout, il insiste sur le besoin à la fois de préserver les avantages des mécanismes de compensation centrale, d'apporter les bonnes incitations aux CCP et à leurs membres, tout en renforçant le système financier dans son ensemble. Il appelle également à prendre du recul sur l'ensemble de la réglementation prudentielle.

Quelques jours après, le 22 avril dernier, la Commission, qui avait déjà annoncé, lors de la publication de son programme de travail pour 2015 qu'une initiative législative prudentielle d'ampleur portant sur la résolution d'institutions comme les CCP devrait être engagée, a communiqué une feuille de route intitulée « *Cadre pour la résolution d'institutions financières autres que les banques* » où il apparaît que les CCP sont sa priorité.

La Commission insiste sur le fait que l'importance systémique des CCP a d'autant plus augmenté que le G 20 s'est engagé à ce que pour les produits dérivés normalisés, la



Mario Draghi à son arrivée en commission parlementaire des Affaires économiques et monétaires - © Union européenne, 2014 - PE

compensation via ces dernières soit rendue obligatoire. L'objectif de la Commission est triple : maintenir la stabilité financière, minimiser les pertes « *pour la société dans son ensemble et en particulier pour le contribuable* » et renforcer le marché unique.

Dans sa communication, la Commission insiste sur le fait que des outils, adaptés aux CCP, devraient être mis en place pour l'ensemble des chambres opérant en Europe, afin notamment d'assurer un « *level playing field* » entre les acteurs.

Par ailleurs la Commission explique qu'un tel cadre de redressement et de résolution « *pourrait impliquer la mise en place d'une autorité publique, prenant des mesures exceptionnelles au service de l'intérêt général, y compris l'imputation des pertes sur les actionnaires et les créanciers, [...] pour assurer que les pertes d'une contrepartie centrale sont correctement partagées entre les parties prenantes de l'institution, qu'il y a suffisamment de liquidités pour honorer les obligations de paiement et que les coûts potentiels pour les gouvernements sont minimisés* ».

Les conclusions des différents travaux actuellement menés par l'organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO), le Comité des paiements et des infrastructures de marché (CPMI), le Conseil de stabilité financière (FSB) et le Comité de Bâle pour la supervision bancaire (BCBS) devraient décider de l'ampleur de l'initiative législative de la Commission. A ce stade, il semble peu probable que les CCP soit épargnées à terme par un mécanisme similaire à celui auquel sont soumises les banques européennes depuis le 1er janvier 2015.

# La Lettre européenne de l'AFTI



Directeur de publication : **Marcel RONCIN**

Rédacteur en chef : **Marcel RONCIN**

## AFTI

36, rue Taitbout - 75009 PARIS

Tél : +33 1 48 00 52 03

Fax : +33 1 48 00 50 48

[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

[secretariat.afti@bf.fr](mailto:secretariat.afti@bf.fr)



# EURALIA

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

Contact :

**Louis-Marie Durand**

[louismarie.durand@euralia.eu](mailto:louismarie.durand@euralia.eu)

**Pierre Degonde**

[pierre.degonde@euralia.eu](mailto:pierre.degonde@euralia.eu)