



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 19 -Mai à Août 2016

afti
La dynamique du post-marché

Editorial

Une rentrée politique confuse 3

Politique européenne

Brexit : La politique britannique bouleversée 4

Brexit : Quel impact sur l'influence britannique et son secteur financier ? 5

L'héritage de Jonathan Hill et les priorités du nouveau Commissaire... 7

Marchés financiers

MIF II : le report acté, les travaux techniques se poursuivent..... 8

Prospectus : les négociations commenceront à la rentrée..... 9

Titrisation STS : le Parlement fait de la résistance..... 10

Titrisation STC : le Comité de Bâle définit ses premiers critères 11

Banque

Bâle IV : le secteur financier se mobilise 12

Gestion d'actifs

L'ESMA consulte sur les services de ségrégation et de conservation d'actifs 13

FRANCE : un groupe de place pour renforcer la compétitivité des fonds français 13

La Commission s'intéresse à la distribution transfrontière des fonds.. 14

L'ESMA rend son avis sur l'octroi du passeport européen aux fonds de pays tiers 15

Vers la révision de l'encadrement des fonds européens de capital-risque et d'entrepreneuriat social 16

MMF : Les Etats membres ont trouvé un accord..... 17

Règlement/Livraison

T2S : La BCE dresse un premier bilan 18

EMIR : de nouvelles règles pour la compensation centrale des dérivés .. 19

Digitalisation : les institutions s'interrogent sur le potentiel des Distributed ledger technologies 20

Numérique

Cyber sécurité : les initiatives se multiplient..... 21

Fintech : lancement des pôles dédiés au sein de l'AMF et de l'ACPR ... 21

UNE RENTRÉE POLITIQUE CONFUSE

Le vote britannique du 23 juin dernier sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union Européenne aura constitué l'un des événements marquants du bouillonnement politique en cours au sein des « grandes » – de par leur démographie et leur poids économique - démocraties occidentales. L'instabilité et la montée en puissance des courants antisystèmes semblent en effet être les principaux enseignements de cette rentrée 2016.

Cela fait désormais plus de huit mois que l'Espagne est sans gouvernement et le pays devrait, pour la troisième fois en moins d'un an, convoquer de nouvelles élections législatives. En Italie, Matteo Renzi a promis d'organiser avant la fin de l'année un référendum portant sur une réforme du Sénat. Affaibli par le parti antisystème Le Mouvement 5 étoiles, qui a gagné de nombreuses villes au détriment du Parti Démocrate lors des dernières élections municipales, le Premier ministre italien n'est plus assuré de remporter un scrutin pour lequel il a mis son mandat en balance.

En France, le Président François Hollande est au plus bas dans les sondages et de nombreux analystes estiment que Marine le Pen, la Présidente du Front National, devrait être présente au second tour de l'élection présidentielle de mai prochain. En Allemagne, Angela Merkel subit de plein fouet la crise des réfugiés. A un an des élections fédérales, l'AfD, un parti anti-immigré et anti-européen, est parvenu pour la première fois de son histoire à passer devant la CDU, le parti de la Chancelière, à l'occasion des élections régionales du Mecklembourg-Poméranie-Occidentale.

Outre-Atlantique, Donald Trump sera le représentant du Parti Républicain aux élections présidentielles de novembre. Se posant comme le candidat antisystème, anti-libéral et anti-immigration, il s'opposera à la démocrate Hillary Clinton. Cette dernière, accusée d'incarner le système et Wall Street, a été poussée dans ses derniers retranchements par le sénateur du Vermont Bernie Sanders, qui a lui-même conduit une campagne sévère envers l'*establishment* américain.

En Grande-Bretagne, le vote en faveur du Brexit a bouleversé les principaux partis mais l'été aura permis d'apaiser un moment d'hystérie politique – entre trahisons personnelles, coups d'éclats sans lendemain, revirements et démissions. En revanche, le pari politique de l'ancien Premier ministre David Cameron s'est finalement transformé en remise en cause profonde du projet européen, déjà source d'interrogations, sur l'ensemble du Vieux Continent.

Personne, à Londres ou à Bruxelles, n'est aujourd'hui en mesure d'évaluer avec certitude les conséquences de ce scrutin car de trop nombreuses inconnues demeurent : l'article 50 du Traité sur l'Union Européenne, qui encadre le processus de sortie d'un Etat membre, sera-t-il bien activé par le Gouvernement de Theresa May? Si oui, pour quel calendrier ? Quel accord sera finalement conclu entre l'UE à 27 et le Royaume-Uni?

Une question lancinante revient également : la velléité de départ du peuple britannique est-elle un cas isolé ou présage-t-elle un lent processus de déconstruction du projet européen?

En réalité, il apparaît, au regard de cette rentrée politique tendue dans les démocraties occidentales, que l'UE agit comme une loupe sur le fossé qui se creuse entre les populations et leurs élites. L'enjeu pour ces dernières est désormais de répondre à la fois aux défis globaux (mondialisation, concurrence des pays émergents, réchauffement climatique, terrorisme international, flux migratoires, etc.) et aux attentes « locales » (politiques de l'emploi, éducation, intégration, sécurité, etc.).

Si l'intégrité territoriale de certains pays peut parfois être remise en cause – essentiellement en Espagne et au Royaume-Uni, surmonter ces défis est devenu une question de survie pour l'Union. Celle-ci devra réinventer, en bonne intelligence avec ses Etats membres, un destin collectif enchanteur aux niveaux local, national et européen. Illusoire ?

BREXIT: LA POLITIQUE BRITANNIQUE BOULEVERSEE

Le résultat du référendum du 23 juin sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne, qui a vu les partisans du Brexit l'emporter à près de 52%, a non seulement marqué le début d'une période d'incertitude pour le projet européen mais a également bouleversé la scène politique britannique, l'entraînant dans une spirale peu contrôlée.

Au sein du parti des Tories, profondément divisé lors de la campagne référendaire, David Cameron, Premier Ministre et leader du camp du maintien du pays au sein de l'UE, a été contraint à la démission. Boris Johnson, ancien maire de Londres et figure de la campagne pro Brexit, a renoncé à se présenter à sa succession, à la surprise générale. Au terme d'un processus de désignation interne, les conservateurs ont finalement choisi de porter Theresa May, ministre de l'intérieur sous le gouvernement Cameron, au 10 Downing Street.

Tantôt comparée à Margaret Thatcher, tantôt à Angela Merkel, Theresa May s'était rangée, malgré son euroscepticisme, derrière David Cameron dans le camp du Bre-main. Dès son accession au poste de Premier Ministre, elle a néanmoins affirmé que « le Brexit, c'est le Brexit » et qu'il n'y aurait pas de nouveau référendum.

Chez travaillistes, le chef de file du Labour, Jeremy Corbyn, s'est retrouvé très affaibli au sein de son propre parti. Accusé d'avoir conduit la campagne en faveur de l'UE à reculons, il a été contraint de remettre son poste en jeu après que 75% des députés du parti ont adopté un vote de défiance à son encontre. Les militants doivent voter du 22 août au 21 septembre pour choisir qui doit diriger le parti entre lui et un député du Pays de Galles, Owen Smith. Le nom du vainqueur devrait être annoncé le 24 septembre 2016.

L'UKIP, le parti anti-UE et anti-immigration et grand vainqueur du scrutin, a également connu de profond remous après la démission le 4 juillet dernier de son leader, le député européen Nigel Farage, « *estimant sa mission accomplie* ». Sa succession à la direction de l'UKIP entretient un peu plus le climat d'incertitude qui plane sur la politique britannique après que le favori désigné, l'eurodéputé Steven Woolfe, a été écarté de la course. Cinq candidats inconnus du grand public devraient s'affronter, dont un parlementaire européen, à moins que le chaos ne provoque une implosion du parti.

Les modalités de sortie dans le flou

Alors que la vie politique nationale britannique devrait peu à peu s'apaiser, les principales incertitudes portent désormais sur les conséquences concrètes du vote du 23 juin, à savoir le calendrier et les modalités d'un départ de l'UE.

L'activation de la procédure de sortie de l'Union européenne elle-même a été l'objet d'un grand flou depuis le scrutin. Si de nombreux acteurs souhaitent que l'article 50 du Traité sur l'Union européenne, qui définit le mécanisme de retrait d'un Etat membre et fixe les délais de négociation à deux ans (prolongeables sous réserve de l'unanimité des 28), soit notifiée le plus vite possible, les médias anglais évoquent désormais fin 2017, après les élections générales françaises et allemandes.

Ces attermoissements suscitent des spéculations quant à la volonté réelle du gouvernement britannique de lancer ces négociations. Concrètement, cela pourrait repousser la sortie effective du pays fin 2019, alors que les élections européennes doivent se tenir en mai de cette même année.

Sur les négociations en elles-mêmes, Theresa May devra composer entre la volonté de conserver l'accès au marché unique et celle de limiter le déplacement des européens vers le Royaume-Uni, alors que la libre-circulation des personnes constitue l'une des quatre libertés fondamentales de l'UE*.

Les « *Brexiters* » de son gouvernement Boris Johnson, ministre des affaires étrangères, David Davis, ministre en dédîé au Brexit, et Liam Fox, ministre chargé du commerce international s'opposent aux anciens partisans du « Bre-main », Philip Hammond, le nouveau chancelier de l'échiquier, en tête, sur la stratégie de sortie. Les premiers mettent l'accent sur les freins à l'immigration, tandis que les seconds souhaitent que le Brexit soit le moins pénalisant possible économiquement, et donc privilégier l'accès au marché européen.

Au milieu de ces multiples sources d'agitation, la Banque d'Angleterre a décidé de baisser ses taux directeurs et d'augmenter son programme de rachat de dette souveraine. Elle prévoit par ailleurs une croissance nulle au second semestre 2016.

*Les quatre libertés fondamentales définies par le Traité de Rome sont la liberté de circulation des personnes, des services, des marchandises et des capitaux

BREXIT : QUEL IMPACT SUR L'INFLUENCE BRITANNIQUE ET SON SECTEUR FINANCIER ?

Bien que le Royaume-Uni conservera le statut d'Etat membre de plein droit jusqu'à sa sortie effective de l'Union européenne, son influence au sein de la sphère communautaire a déjà été affectée par le résultat du vote.

À la Commission européenne

La démission le 25 juin de Jonathan Hill, commissaire britannique en charge de la stabilité financière, des services financiers et de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC) a constitué le premier résultat concret de la perte d'influence du pays. Son portefeuille, stratégique pour le Royaume-Uni, a été confié au Vice-président letton Valdis Dombrovskis, déjà en charge de l'Euro et du dialogue social.

Le nouveau représentant britannique au sein de la Commission européenne est Julian King, ancien ambassadeur du Royaume-Uni en France. Il a été nommé commissaire européen pour l'union de la sécurité le 2 août 2016 par Jean-Claude Juncker, où il est placé sous l'autorité du Premier Vice-président de la Commission, Frans Timmermans. Son travail « *viendra en appui et en complément* » de celui du commissaire pour la migration, les affaires intérieures et la citoyenneté, Dimitris Avramopoulos, et s'appuiera sur une « taskforce » et non une direction

générale.

Au Parlement européen

Les parlementaires ont annoncé qu'ils prendraient des mesures pour tenir compte du futur Brexit. Dans certains groupes politiques, les eurodéputés britanniques pourraient ainsi abandonner leur rôle de coordinateur, de rapporteur ou même de président de commission parlementaire mais cela reste pour l'heure pure spéculation.

Néanmoins, alors que de nombreux textes doivent être révisés ou adoptés, la question porte sur leur participation à l'élaboration de la réglementation européenne à venir qui pourrait, à court ou moyen terme, ne pas s'appliquer au Royaume-Uni.

Au Conseil

Face à la pression des institutions européennes, le Royaume-Uni a renoncé à assumer la Présidence du Conseil au deuxième semestre 2017. Le Conseil doit par ailleurs se réunir à 27, sans la Grande-Bretagne, à Bratislava les 16 et 17 septembre prochain, afin de définir une position commune de négociation dans le cadre du Brexit. Pour le reste, le Royaume-Uni garde sa place pour tous les sujets n'ayant pas trait à son départ.



Les services financiers britanniques dans l'expectative

Au-delà de ces considérations politiques et institutionnelles, l'industrie financière de l'Union européenne est plongée dans une zone de turbulences au-delà de laquelle il semble difficile de se projeter.

Pour la City comme pour les autres places financières européennes, le grand enjeu des futures négociations sera l'accès au marché unique : les établissements financiers britanniques localisés Outre-Manche continueront-ils à bénéficier des différents systèmes de passeport européens ? C'est l'objectif clairement affiché par l'une des entités représentant la finance britannique, The CityUK, qui présentait un plan post-Brexit le 3 août dernier. D'un point de vue politique, il semble pourtant difficile à atteindre sans revenir sur un des totems du vote pro-Brexit : sortir de l'espace européen de libre circulation des personnes et des travailleurs.

Du côté français, la réponse de l'industrie semble unanime : pas de passeport pour la City sans garantie d'un traitement réglementaire équivalent. C'est notamment le cas de Paris EUROPLACE et des organisations patronales allemandes et françaises (BDI, BDA et Medef). La Fédération bancaire française s'est montré moins catégorique mais indique rester très attentive « à l'intégrité du marché des services financiers européens entre Etats membres et à l'égalité des conditions de concurrence ».

Du côté allemand, outre les syndicats patronaux BDI et BDA, la Fédération bancaire allemande appelle à ce que le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne ait « un coût élevé ».

L'alternative aux passeports qui semble se dessiner serait la mise en place d'équivalences entre réglementations européennes et britanniques mais vraisemblablement législation par législation, métier par métier, activité par activité. Les intérêts divergent en effet en fonction des services financiers concernés. Certains pourraient obtenir des statuts d'équivalences, prévus dans certains textes déjà existants – comme MIF 2.

En revanche, les établissements ayant des activités de dépôt, de finance commerciale, de services de paiements ou de gestion d'actifs en Angleterre ne pourraient, en l'état actuel, bénéficier de tels statuts et pourraient être contraints de délocaliser leurs activités dans l'un des 27 Etats membres pour pouvoir accéder au marché unique et à ces 450 Millions de consommateurs.

Autre élément clé, la localisation des activités de compensation centrale des produits dérivés négociés de gré à gré (OTC) libellés en Euro, qui pourraient devoir être rapatriée en zone euro sous la pression de la Banque centrale européenne (BCE) et des Etats membres – et notamment de la France. Dernier point symbolique, l'Autorité bancaire



Michel BARNIER, Négociateur en chef du groupe de travail de la Commission en charge de la préparation et de la conduite des négociations avec le Royaume-Uni - © Union européenne, 2014

européenne devrait être relocalisée sur le Continent.

Last but not least, le Français Michel Barnier, ancien commissaire européen au marché unique et chargé des Services financiers entre 2009 et 2014, a été nommé pour négocier au nom de la Commission les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE. Chargé de mettre en place les grandes réformes financières post-crise, l'ancien ministre français des affaires étrangères (2004-2005) fait figure d'épouvantail au Royaume-Uni, où the Telegraph l'avait surnommé en 2009 « l'homme le plus dangereux d'Europe ».

Sa nomination démontre la place clé que tiendront les services financiers dans l'élaboration des rapports futurs entre l'UE et la Grande-Bretagne.

L'ensemble des services financiers européens restent dans l'expectative et personne, à Londres ou à Bruxelles ne peut prévoir quel sera le paysage de l'industrie financière européenne de demain. Cela, alors qu'une bataille des places financières européennes s'engage pour attirer les activités susceptibles de devoir quitter la City.

L'HÉRITAGE DE JONATHAN HILL ET LES PRIORITÉS DU NOUVEAU COMMISSAIRE

En deux ans, après ses auditions agitées devant le Parlement européen, Jonathan Hill, l'ancien Commissaire européen britannique aux services financiers est parvenu à imprimer sa marque.

Au cours de son mandat, Lord Hill s'est fait le héraut du principal credo de la Commission Juncker, « moins légiférer mais mieux réguler ». La meilleure illustration est le grand « appel à témoignages » (« call for evidence ») lancé le 30 septembre 2015 sur l'impact cumulé des réformes européennes sur les services financiers.

Cet exercice d'examen de conscience a été l'un des grands travaux du Commissaire britannique, un de ceux qui porte sa marque et le fil rouge de son mandat. La sempiternelle ritournelle de son premier discours officiel illustre parfaitement cette idée : "Have we always struck the right balance between reducing risk and encouraging growth?". Et le Commissaire européen d'appeler à une application plus extensive du principe de proportionnalité et d'annoncer la fin du « one-size-fits-all » qui avait prévalu dans les années après crise.

Concrètement, de nombreuses avancées sont à son actif : la mise en œuvre des réformes engagées par son prédécesseur touche à sa fin, le grand projet d'Union des Marchés de Capitaux (UMC) est sur les rails et le financement de l'économie réelle a été remis au centre des politiques financières européennes.

C'est dans cette logique que se placent nombre des initiatives lancées sous son patronage dans le cadre de l'UMC et en particulier :

- la relance de la titrisation et mis en place d'un traitement préférentiel pour les titrisations simples, transparentes et standardisées (STS),
- la révision de la directive Prospectus,
- l'ajustement du cadre prudentiel de l'assurance pour les investissements de long terme et l'évaluation du cadre prudentiel bancaire (CRR/CD IV),

- le Livre vert et consultation sur les services financiers de détail,
- la révision des cadres nationaux d'insolvabilité, pour laquelle une initiative de la Commission devrait voir le jour « en automne prochain »,
- l'examen de la réglementation sur les produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR),
- etc.

Valdis Dombrovskis, nouvel homme fort des services financiers

L'ancien Premier Ministre letton, Valdis Dombrovskis, déjà Vice-président de la Commission en charge de l'Euro et du dialogue social, a repris le portefeuille du commissaire démissionnaire. Confirmé par le Parlement européen après une audition au début du mois de juillet, le successeur de Jonathan Hill a annoncé son volonté d'assurer la continuité avec les travaux engagés par le Britannique, et en particuliers ceux relatifs à la titrisation STS, à la directive Prospectus, au Livre vert sur les services financiers de détail et à l'insolvabilité.

Le Vice-président de la Commission a affirmé qu'il ferait également sien l'engagement de Jonathan Hill d'introduire davantage de proportionnalité au sein de la réglementation financière européenne. Des propositions concrètes à la suite du « Call for Evidence » sur l'impact cumulé des réformes dans ce domaine sont à attendre dans les prochains mois.

Devant les eurodéputés, Valdis Dombrovskis a également décliné quelques-unes de ses futures priorités, au premier lieu desquelles la finalisation des réformes bancaires européennes tel que CRR/CRD IV, Bâle III ou l'Union bancaire. A noter également que l'ancien Premier ministre letton pourrait relancer le processus – actuellement au point mort au Parlement européen, relatif à la réforme structurelle du secteur bancaire (BSR).

Concernant le futur enjeu brûlant du système de passeport pour les services financiers britanniques, le Vice-président de la Commission a appelé au strict respect des traités européens : l'octroi du passeport étant strictement conditionné au fait que « le pays est dans le marché unique », il a annoncé que tout dépendrait du résultat des négociations entreprises entre l'UE et le Royaume-Uni, et sur la sortie, ou non, du pays du marché unique européen.

Le mandat de Valdis Dombrovskis devrait donc s'inscrire dans la même ligne que celui de Jonathan Hill, et conserver le même triple objectif : « l'investissement, la croissance et l'emploi ».



MIF II : LE REPORT ACTÉ, LES TRAVAUX TECHNIQUES SE POURSUIVENT

Une fois n'est pas coutume, un dossier relatif à la réforme MIF II a été traité rapidement. Il s'agit de la révision de la directive et du règlement relatifs aux marchés d'instruments financiers (MiFID II/ MiFIR) visant à repousser leur date d'entrée en application d'une année.

Proposé le 10 février dernier par la Commission européenne, le report de l'application des règles de MIF II au 3 janvier 2018 a été entériné par le Parlement européen et le Conseil le 6 mai, puis officiellement adopté par les deux législateurs au cours du mois de juin et finalement publié au Journal officiel de l'UE le 30 juin.

Outre l'application des règles de MIF II reportée au 3 janvier 2018, Parlement et Conseil ont apporté d'autres modifications à MiFID II et MiFIR à l'occasion de ce « quick fix » :

- L'extension d'une année du délai de transposition pour les Etats membres, jusqu'au 3 juillet 2017 ;
- L'introduction d'une définition de « paquet de transaction » dans MiFIR, avec certaines exemptions ;
- L'exclusion des opérations de financement sur titres des obligations de transparence pre- et post-négociation.

Malgré ce processus d'adoption relativement rapide, cette révision du paquet MIF II n'a cependant pas été dénuée d'enjeux. Après un accueil très favorable de cette initiative de la Commission européenne, le Parlement européen et le Conseil de l'UE se sont montrés moins conciliants.

Ces derniers ont non seulement saisi l'opportunité d'ajouter les changements cités mais ils ont également fait de ce quick fix un levier pour faire avancer les négociations toujours en cours sur les mesures d'exécution préparées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et soumis à la Commission pour adoption.

L'ESMA modifie ses projets de normes techniques

Un des principaux points de négociations est la modification de certaines normes techniques réglementaires (RTS) proposées par l'ESMA en septembre 2015 (voir Lettre européenne de l'AFTI n°18) :

- Les RTS sur la transparence et la liquidité des marchés de non-equities ;
- Les RTS sur les limites de position sur les produits dérivés de matières premières ;
- Les RTS sur les activités accessoires.

Suite aux demandes de la Commission, l'ESMA a proposé des versions amendées des standards techniques, mais toutes ne reprenaient pas les demandes formulées par l'exécutif européen.

Les RTS relatifs à la transparence des marchés non-equities ont intégré les seuils suggérés par la Commission pour déterminer si une obligation ou une classe d'actifs sont considérées comme « liquide ». L'ESMA propose cependant une approche quelque peu différente de celle suggérée par la Commission européenne sur la nature progressive du mécanisme, le rendant automatique (automatic phase-in).

Pour les normes techniques définissant des limites de positions sur les dérivés de matières premières, l'ESMA a revu la méthodologie proposée pour rendre l'approche réglementaire plus sensible aux spécificités des matières premières sous-jacentes considérées. Elle a également élargi la définition des contrats EOTC (economically equivalent OTC contracts).

Enfin, concernant les RTS définissant les critères déterminant si l'activité d'une entreprise entrant dans le champ d'application de la directive MiFID II doit être considérée comme « accessoire », l'ESMA a publié une version amendée qui ne comportent que des clarifications juridiques et une adaptation aux nouvelles dates d'application des dispositions du paquet MIF II.

La Commission européenne avait demandé à l'Autorité d'introduire un test basé sur le capital pour compléter les deux tests présents dans les propositions de l'ESMA : un test d'activité principale (main business test) et un test de part de marché (market share test). Pour l'ESMA, ses propositions respectent les objectifs fixés par MiFID II alors que le test basé sur le capital de l'entreprise demandé par la Commission ne permettrait pas d'assurer un level playing field pour les acteurs du marché.

Outre cette considération, l'Autorité estime qu'elle ne dispose pas des données nécessaires et suffisantes pour élaborer un test basé sur le capital. Elle dessine cependant des pistes devant permettre à la Commission de mettre sur pied un tel test.

La Commission européenne doit désormais étudier les nouvelles propositions de l'ESMA avant d'adopter les normes techniques de réglementation qui seront soumises au droit de regard des colégislateurs.

Alors que les colégislateurs ne se sont pas opposés à l'acte délégué concernant la transparence et la liquidité des marchés d'actions et certaines de surveillance adopté par la Commission le 18 mai dernier, ces trois mesures d'exécution pourraient prolonger un peu plus la réforme MIF II, feuilleton qui dure depuis près de 5 ans.

PROSPECTUS : LES NÉGOCIATIONS COMMENCERONT À LA RENTRÉE

Les colégislateurs ont défini leur position sur la révision de la directive Prospectus proposée par la Commission européenne le 30 novembre 2015. Cette initiative est l'une des premières annoncées parmi les mesures clés pour construire une Union des Marchés des Capitaux.

Les négociations pour entériner la simplification du cadre réglementaire nécessaire à la publication des documents d'informations permettant de lever des fonds sur les marchés doit débuter à l'automne. Un accord définitif devrait être trouvé avant la fin de la Présidence slovaque, le 31 décembre 2016.

Le Conseil apporte des modifications à la marge

L'accord trouvé par les représentants permanents des 28 Etats membres le 17 juin dernier n'amende qu'à la marge la proposition initiale de la Commission européenne. Les principales mesures restent inchangées :

1. Le format et le contenu des prospectus ;
2. Le document d'enregistrement universel (Universal Registration Document, URD) ;
3. Le régime minimal pour les émissions secondaires des entreprises cotées ;
4. Les rôles de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et de la Commission européenne.

Quelques changements ont été apportés sur des aspects moins clés du projet de règlement, comme l'élargissement de l'exemption de publication de prospectus qui pourrait concerner toutes les émissions inférieures à 10 millions d'euros, et pas uniquement les opérations purement nationales. Parmi les autres assouplissements voulus par le Conseil, on peut citer la circonscription de la responsabilité de la conformité d'un prospectus uniquement à l'émetteur ou encore le contrôle des activités promotionnelles confié aux autorités de l'Etat de diffusion et plus à celles du pays d'émission.

Les parlementaires vont (beaucoup) plus loin

Suite à la démission de l'eurodéputé Philippe de Backer (ADLE, BE), Petr JEZEK (ALDE, CZ) a été nommé rapporteur en charge de la révision de la directive Prospectus. Ce changement n'a pas entraîné de chamboulement des travaux du Parlement : le rapport de la commission des Affaires économiques et monétaires a été adopté le 13 juillet 2016 à une très large majorité.

Le rapport adopté modifie peu le projet présenté par Philippe de Backer (ALDE, BE) en début d'année mais ce dernier proposait d'ores et déjà d'aller au-delà des ambitions



Petr JEZEK (ALDE, CZ) - © Union européenne 2016 - Parlement européen

de la Commission en termes de simplification du régime actuel :

- Augmentation des seuils d'exemption de publication des prospectus de 500 000 à 1 million d'euros et de 10 à 20 millions d'euros ;
- Création d'un prospectus « allégé » de croissance européenne (EU Growth Prospectus) pouvant être publié pour les émissions dont les montants se trouveraient entre 1 et 20 millions d'euros ;
- Mise en place d'un outil en ligne commun pour les émetteurs de valeurs mobilières, les autorités compétentes et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) ;
- Faire bénéficier le document universel d'enregistrement d'un passeport permettant son utilisation dans toute l'Union Européenne ;
- Extension du délai de mise en œuvre de la révision de la directive à 24 mois au lieu de 12.

A noter que l'obligation pour un pays tiers de nommer un représentant auprès de l'UE a été remplacée par des mesures de coopération entre les autorités compétentes des Etats concernés.

Avant que les discussions interinstitutionnelles ne puissent débuter, les députés européens devront se prononcer sur le rapport d'ECON en séance plénière et y confirmer le mandat de négociation octroyé à Petr JEZEK (ALDE, CZ).

TITRISATION STS : LE PARLEMENT FAIT DE LA RÉSISTANCE

Il devait s'agir de la première grande réforme de l'Union des Marchés de Capitaux mais pour l'heure l'initiative visant à relancer la titrisation est ralentie par un examen plus long qu'espéré par la Commission européenne au Parlement européen.

Alors qu'au sein du Conseil de l'UE les Etats membres se sont accordés sur une position commune en décembre 2015, le Parlement européen et sa commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) ne devraient adopter qu'au début du mois de novembre prochain leur rapport sur les projets de règlement définissant les critères d'une titrisation simple, transparente et standardisée (STS) et révisant les exigences de fonds propres appliquées à ces actifs.

Les propositions initiales de la Commission sont globalement soutenues par les groupes S&D, PPE, ALDE et ECR. Les positions des différents groupes semblent notamment converger sur une clarification des critères STS et sur la facilitation du financement des PME par la titrisation. Le groupe Vert entre quant à lui en opposition avec cette initiative de la Commission.

Le 8 juin 2016, les deux projets de rapport sur les deux propositions législatives composant l'initiative STS ont été publiés :

- Le projet de rapport de Paul TANG (S&D, NL) sur le règlement définissant les critères STS auxquels une titrisation devra répondre pour bénéficier d'un traitement prudentiel plus favorable.
- Le projet de rapport de Pablo ZALBA BIDEQUAIN (PPE, ES) sur la modification du règlement sur les exigences en fonds propres bancaires (CRR) inscrivant dans le texte le traitement prudentiel favorable pour les titrisations STS.

Paul TANG a annoncé vouloir s'attaquer en priorité aux problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral liés à l'utilisation de la titrisation. Ses propositions montrent les moyens par lesquels il souhaite atteindre ces objectifs :

- imposer une rétention du risque à 20% des actifs titrisés pour les émetteurs de titrisation au lieu des 5% initialement proposés par la Commission européenne ;
- mettre en place un registre européen public des données relatives à la titrisation (European Securitisation Data Repository) ;
- réduire la maturité moyenne du pool d'expositions sous-jacentes des titrisations à 1 an, contre 2 initialement proposés par la Commission et 5 voulus par le Conseil ;
- Faire reposer la responsabilité de la certification STS sur les émetteurs, même si une tierce partie est impliquée dans le processus.



Paul TANG (S&D, NL) - © Union européenne 2016 - Parlement européen

Si ses motivations peuvent rassembler, les mesures proposées pour les réaliser ne permettent pas de rassembler les députés engagés dans les discussions, en particulier l'augmentation des obligations de rétention du risque. La majorité des groupes et le Président de la commission ECON, Roberto GUALTIERI (S&D, IT), ont appelé à une accélération du calendrier législatif prévu pour ce dossier. Le rapporteur a assuré avoir « besoin de temps pour travailler dur ». Il avait également déjà fait part de sa volonté de lier les discussions concernant la titrisation STS et l'examen de la proposition de Système Européen de Garantie des Dépôts Bancaires (EDIS) au sein du Parlement européen. Si ces deux dossiers n'ont aucun point en commun, le rapporteur souhaite envoyer un message politique aux Etats membres et les encourager à avancer dans leurs négociations sur EDIS.

Quant à la révision de CRR, Pablo ZALBA BIDEQUAIN propose d'exclure l'approche pour le calcul des exigences en fonds propres basée sur les notations externes de crédit (Securisation External Ratings-Based Approach, SEC-ERBA) de la hiérarchie des approches disponibles pour le traitement prudentiel des titrisations STS. Seules pourraient être utilisées l'approche basée sur les notations internes (SEC-IRBA) ou l'approche standardisée (SEC-SA), si la première ne peut l'être.

Le rapporteur souhaite également encourager davantage les titrisations soutenant les PME, en premier lieu les titrisations synthétiques, mais renvoie la réalisation de cet objectif à une proposition législative distincte. Il appelle à suivre les recommandations de l'Autorité bancaire européenne (EBA) dans ce domaine, notamment une extension limitée du traitement prudentiel accordée aux titrisations STS à des banques détenant certaines positions de titrisation synthétique de bilans de PME (SME balance sheet synthetic securitization positions).

TITRISATION STC : LE COMITÉ DE BÂLE DÉFINIT SES PREMIERS CRITÈRES

Dans le même temps, le Comité de Bâle continue ses propres travaux sur la titrisation « Simple, Transparente et Comparable » (STC) et a publié le 11 juillet dernier ses propositions de révision du cadre réglementaire pour le traitement prudentiel des expositions à ces titrisations STC.

Le but de l'initiative STC est d'aider les investisseurs et les superviseurs à mieux évaluer et comparer les risques des expositions des banques en titrisation, notamment en encourageant la transparence vis-à-vis des actifs sous-jacents et des structures de titrisation. Pour encourager ces pratiques, le Comité de Bâle propose de réduire – mais de façon limitée – les exigences en capital pour les titrisations respectant les critères STC.

Selon la révision publiée, l'évaluation de la conformité des titrisations vis-à-vis des critères STC et la responsabilité qui en découle seraient uniquement laissées aux investisseurs. Il incomberait cependant aux autorités nationales

de supervision de vérifier le respect par les émetteurs des obligations d'information et l'application correcte des exigences en fonds propres.

A noter que les titrisations de court-terme, basées sur papier commercial adossé à des actifs (Asset Backed Commercial Papers, ABCP), ainsi que les titrisations synthétiques, ne peuvent – pour le moment – pas bénéficier du régime spécifique STC. Le Comité de Bâle a toutefois annoncé vouloir étudier la possibilité de développer des critères STC spécifiques à ce type de titrisation. Une consultation devrait être lancée, et les résultats de ces travaux seraient publiés « vers la fin de l'année ». Si de tels critères sont publiés, le Comité a annoncé qu'il précisera ensuite comment incorporer les ABCP dans le cadre révisé.

Pour l'heure les relations entre l'initiative STS de l'Union européenne et STC du Comité de Bâle ne sont pas établies mais les institutions européennes restent très attentives



BÂLE IV : LE SECTEUR FINANCIER SE MOBILISE

Après les réformes bancaires d'après-crise qui avaient formé les accords de Bâle III, une nouvelle vague de réglementations va s'imposer à l'industrie : la révision des règles encadrant les méthodologies de calcul de fonds propres, les obligations relatives à la liquidité sur le long terme (Net Stable Funding Ratio, NSFR), les exigences encadrant le ratio de levier et enfin les garanties en matière de résolution bancaire (Total Loss Absorption Capacity, TLAC).

Pour certains représentants du secteur financier, ces mesures équivalraient à des accords de « Bale IV » et représenteraient même le « changement conceptuel le plus important au cadre réglementaire sur les fonds propres depuis les accords de Bâle II ».

L'industrie se mobilise

Les moindres signes du Comité de Bâle font donc l'objet d'une vigilance accrue de la part de l'ensemble du secteur financier et en particulier de l'industrie bancaire de l'Union européenne. Au cours des derniers mois, on a ainsi pu observer une multiplication des prises de position publiques de la part des principaux représentants des banques européennes, dont l'ensemble est soumis aux accords de Bâle III à travers le règlement et la directive sur les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV).

Le mois de juin a vu s'enchaîner les initiatives de l'industrie européenne à destination des décideurs continentaux. Le 8 juin, la Fédération bancaire européenne (EBF) et son Président, Frédéric Oudéa, adressaient une lettre à la Slovaquie, qui assure la Présidence du Conseil de l'UE du 1er juillet et jusqu'au 31 décembre 2016, avertissant que les règles qui seront arrêtées par le Comité de Bâle à l'issue du processus engagé pourraient induire de « nouvelles augmentations des exigences de fonds propres » et la nécessité de « centaines de milliards d'euros » de capitaux supplémentaires, ce qui devrait « réduire la capacité des banques à financer l'économie ».

Les fédérations bancaires allemande et française (Bundesverband Deutscher Banken et FBF) ont également exprimé des inquiétudes similaires de façon conjointe devant les argentiers allemand et français, Wolfgang SCHÄUBLE et Michel SAPIN, et inviter les décideurs européens à prendre une position commune pour défendre le secteur.

Les ministres européens se montrent solidaires

Dans ses conclusions du 12 juillet dernier, le Conseil de l'Union Européenne a réaffirmé son soutien au travail réalisé par le Comité de Bâle, mais a également rappelé que les mesures qu'il préparait – révision du ratio de levier, le ratio de liquidité à long terme (NSFR) et la revue du por-



Le siège de la Banque des règlements internationaux, à Bâle © Banque des règlements internationaux

tefeuille de négociation (fundamental review of the trading book) – devaient prendre en compte « les différents modèles bancaires des différents pays ».

Dans ces mêmes conclusions, les ministres des finances de l'UE indiquaient que ces nouvelles règles bâloises ne devraient pas provoquer d'augmentation des exigences en fonds propres pour les banques et garantir le traitement équitable des acteurs de l'industrie au niveau mondial.

Le même jour, le commissaire européen à la stabilité financière, aux services financiers et à l'Union des Marchés des Capitaux, Jonathan Hill, annonçait l'envoi prochain d'une demande au Président de l'organe de décision du Comité de Bâle, Mario Draghi, de revoir l'adaptation de ces trois mesures aux particularités du secteur bancaire européen.

Ces annonces montre une volonté commune au sein de l'Union d'aller vers une certaine flexibilisation du cadre prudentiel bancaire afin renforcer les capacités de financement des établissements de crédit européens.

L'industrie a salué ces différentes prises de position des institutions, notamment l'EBF qui les considère comme « un signal clair et une avancée majeure pour préserver le financement de l'économie européenne ».

Reste à savoir si ces signaux auront des résultats effectifs au Comité de Bâle.

L'ESMA CONSULTE SUR LES SERVICES DE SÉGRÉGATION ET DE CONSERVATION D'ACTIFS

Après un premier essai en 2014, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) revient à la charge avec une seconde consultation sur les activités de ségrégation et de conservation d'actifs. Le temps écoulé entre les deux consultations s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord, les parties prenantes s'étaient globalement montrées défavorables aux projets de l'ESMA. Ensuite, la révision en cours de la directive OPCVM a incité l'autorité européenne à attendre la fin de la réforme pour adopter une approche plus horizontale du sujet.

Le 15 juillet, l'ESMA a donc relancé le processus et invité les acteurs du secteur à partager leurs commentaires sur huit points clés pour les activités de conservation et ségrégation d'actifs :

1. La cartographie des modèles de ségrégation des actifs ;
2. La protection des investisseurs en cas d'insolvabilité ;
3. La compréhension des questions liées à la complexité et les coûts opérationnels qui découlent du cadre législatif actuel ;
4. La gestion du collatéral et des services de courtage ;
5. Le système de règlement-livraison TARGET2-SECURITIES ;

6. L'impact des exigences de ségrégation sur les pays tiers ;
7. Le régime optimal de ségrégation des actifs pour atteindre un niveau élevé de protection des investisseurs, sans imposer des exigences inutiles ;
8. Les incertitudes portant sur l'application des règles de délégation des fonctions du dépositaire pour les dépositaires centraux de titres (CSD).

L'ESMA a fixé deux grands objectifs à un éventuel cadre réglementaire : rendre les actifs clairement identifiables en tant que propriété d'un OPCVM ou d'un fonds d'investissement alternatif (FIA), et garantir un haut niveau de protection des investisseurs, notamment en cas d'insolvabilité au sein de la chaîne de dépositaires.

En outre l'Autorité désire également collecter des données sur les incertitudes réglementaires pour les obligations de délégation des fonctions de dépositaire imposées aux CSD.

La consultation est ouverte jusqu'au 23 septembre prochain. Les conclusions de l'ESMA sont attendues avant la fin de l'année 2016.

FRANCE : UN GROUPE DE PLACE POUR RENFORCER LA COMPÉTITIVITÉ DES FONDS FRANÇAIS

La Commission européenne n'est pas la seule à vouloir promouvoir la distribution transfrontière des fonds d'investissement, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Association française de la gestion financière (AFG) ont également lancé une initiative en France.

Le 5 février 2016, un « groupe de place innovant » nommé FROG – pour French [Routes & Opportunities] Garden – a été créé pour accroître la visibilité et la distribution des fonds d'investissement français à l'international.

Le groupe réunit des professionnels de la gestion, des infrastructures de marché et des FinTech sous la présidence de Didier Le Menestrel. Il devra apporter une pierre française à l'édifice européen de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC) et mettre en lumière le rôle moteur de la gestion d'actifs, « outil indispensable pour une bonne allocation de l'épargne ».

Le FROG a pour première mission de rédiger un rapport et des recommandations sur les différents aspects clés pour

la gestion d'actifs, en particulier la prise en compte des exigences des investisseurs étrangers en matière de stratégies, de structures juridiques des fonds ou des canaux de distribution. Les opportunités offertes par les dernières évolutions technologiques feront également partie des thématiques couvertes.

Cette première publication devrait intervenir avant la fin du mois de septembre.



LA COMMISSION S'INTÉRESSE À LA DISTRIBUTION TRANSFRONTIÈRE DES FONDS



A chaque dossier sa consultation. Et dans le cadre du projet d'Union des Marchés de Capitaux, les initiatives ne manquent pas. Le 2 juin 2016, la Commission a ainsi lancé une nouvelle consultation publique qui s'achèvera le 2 octobre prochain sur une autre des barrières au marché unique des services financiers qu'elle souhaite mettre à bas : la distribution transfrontière de fonds d'investissement.

La consultation se concentre en particulier sur deux catégories de fonds, actuellement encadrées par la législation européenne : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), encadrés par la directive 2009/65 sur les OPCVM, et les fonds d'investissement alternatifs (FIA), encadrés par la directive 2011/61 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD).

Sont également concernés mais dans une moindre mesure, les fonds européens d'investissement à long terme (FEILT), les fonds européens de capital risque (EuVECA) et les fonds d'entrepreneuriat social (EuSEF) qui ont une législation européenne dédiée.

L'objectif annoncé est simple et bien en ligne avec celui du projet d'ensemble qu'est l'Union des Marchés de Capitaux : « encourager l'investissement des particuliers et des institutionnels dans les fonds d'investissement », et plus généralement relier l'épargne et l'investissement afin de relancer la croissance.

Les limites du secteur européen

La Commission observe une certaine « continentalisation » du marché des fonds d'investissement : selon ses estimations, 57 % des fonds européens (OPCVM et FIA) sont commercialisés sur une base transfrontière au sein de l'UE. Malgré ce premier constat, l'exécutif rend compte

des limites du secteur européen, freinant un meilleur financement de l'économie de l'UE : les fonds sont rarement distribués dans plus de 4 pays et ils sont bien plus nombreux et plus petits que leurs homologues américains.

La Commission attribue les limites du secteur à différents facteurs, dont le plus important serait les barrières réglementaires à la distribution qui existent entre les Etats membres.

Les obstacles visés par la Commission

La Commission a isolé un certain nombre de barrières à la distribution transfrontière de fonds d'investissement au sein de l'Union européenne :

- Les restrictions en matière de commercialisation, en particulier les divergences entre les mesures nationales de promotion financière et de protection du consommateur ;
- Les coûts de distribution et les frais réglementaires, notamment les ressources mobilisées pour les identifier ;
- Les arrangements administratifs visant à garantir un service supplémentaire aux investisseurs dont la valeur ajoutée ne refléterait pas les coûts engagés ;
- Les réseaux de distribution, en particulier les barrières qui entravent l'utilisation des canaux de distribution directe en ligne ;
- Les processus de notification qui induisent des coûts et mobilisent du temps ;
- Les différences dans les traitements fiscaux des investissements.

En ciblant ces éléments, la Commission espère renforcer la concurrence aux niveaux européen et national, consolider le secteur tout en permettant une meilleure allocation des capitaux à l'économie.

L'ESMA REND SON AVIS SUR L'OCTROI DU PASSEPORT EUROPÉEN AUX FONDS DE PAYS TIERS

Prévue par la directive sur les gestionnaires des fonds d'investissement alternatifs (AIFMD), la possibilité d'étendre le système de passeport européen aux fonds issus de pays tiers pourrait être activée par la Commission européenne.

En effet sur la base des recommandations formulées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), les fonds d'investissement alternatifs (FIA) et leurs gestionnaires situés en dehors de l'Union pourraient bénéficier du régime paneuropéen établi par la directive AIFM et ne plus avoir à appliquer les régimes nationaux (National Private Placement Regimes, NPPR) au cas par cas.

Le 19 juillet 2016, l'ESMA a rendu un second avis sur cette problématique, analysant l'éventualité d'élargir le passeport européen pour les FIA à 12 Etats tiers : Australie, Bermudes, Canada, Îles Canaries, Îles Caïman, Île de Man, Japon, Guernesey, Hong Kong, Jersey, Suisse, Singapour et les Etats-Unis.

En outre, l'Autorité européenne propose une méthodologie pour octroyer les extensions envisagées en s'appuyant sur quatre critères :

1. La protection des investisseurs
2. Les perturbations potentielles du marché
3. Les obstacles éventuels à la libre concurrence
4. Le suivi des risques systémiques

Les considérations clés des avis de l'ESMA portent en premier lieu sur l'équivalence des régimes réglementaires en matière de protection des investisseurs. L'Autorité pose ainsi les principales conditions pour se voir octroyer l'accès au système de passeport européen sous AIFMD.

Le régime de l'Etat tiers devrait respecter les principes internationaux principes internationaux fixés par l'Organisation internationale des Commissions de Valeur (IOSCO) relatifs à l'application des lois et justifier d'une supervision suffisante concernant les intermédiaires et véhicules d'investissement tombant sous sa juridiction.

En application d'AIFMD, devront être obligatoirement respectées les règles fixées en matière de rémunération des investisseurs. En outre, les gestionnaires de FIA de pays tiers ne pourront remplir les fonctions de dépositaire, en particulier la conservation pour compte propre (self-custody) ou les missions de supervision.

Les autorités compétentes du pays d'accueil auront la charge de contrôler le respect de ces différentes obligations.

Pour mémoire, seule la Commission européenne possède la possibilité d'octroyer une équivalence au régime juridique d'un pays tiers en application d'AIFMD, en particu-



Steven MAIJOR, Président de l'Autorité européenne des marchés financiers - Union européenne 2015 - Parlement européen

lier concernant les activités de dépositaire.

L'ESMA indique donc à la Commission qu'elle ne relève pas d'obstacles significatifs à l'octroi du passeport pour le Canada, Guernesey, le Japon, Jersey et la Suisse, ainsi que pour Hong-Kong et Singapour à une considération près.

Concernant les Etats-Unis, même si l'Autorité juge que les critères en matière de protection des investisseurs sont remplis, elle estime que les fonds commercialisés auprès d'investisseurs professionnels et ayant recours à des appels publics à l'épargne (public offering) pourraient remettre en question les conditions égales de concurrence entre fonds européens et non-européens.

Outre ces considérations, la méthodologie proposée par l'ESMA revêt un intérêt tout particulier à l'heure où se préparent les négociations sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE, puisque cette procédure pourrait être appliquée pour l'octroi potentiel d'un passeport européen aux acteurs financiers britanniques.

VERS LA RÉVISION DE L'ENCADREMENT DES FONDS EUROPÉENS DE CAPITAL-RISQUE ET D'ENTREPRENEURIAT SOCIAL

Cela fera figure de dernière initiative lancée par Jonathan Hill comme commissaire européen : la révision des règlements sur les fonds européens de capital-risque (EuVECA) et les fonds européens d'entrepreneuriat social (EuSEF).

Lancées le 14 juillet, ces deux propositions législatives font partie des mesures annoncées dans le plan d'action visant à construire une Union des Marchés de Capitaux (UMC) et doivent donc participer à l'objectif de développer de nouvelles sources de financement et opportunités d'investissement au sein de l'Union européenne.

Les labels EuVECA et EuSEF ont été créés en 2013 afin de développer l'investissement à long terme dans les Petites et Moyennes Entreprises (PME) non-cotées, le premier pour les PME innovantes et le second pour les PME à visée sociale. Les deux règlements mettent en place un régime paneuropéen permettant de commercialiser les fonds agréés dans l'ensemble de l'Union. Pour bénéficier du statut de fonds EuVECA ou EuSEF, les fonds d'investissement doivent placer au moins 70% dans les entreprises visées.

La révision proposée par la Commission européenne a pour objectif de renforcer l'attractivité des deux labels, pour lesquels l'engouement est assez faible : environ 70 fonds EuVECA existent actuellement, pour seulement 4 fonds EuSEF. L'initiative de l'exécutif européen cible trois points clés.

Un accès élargi aux labels

Les deux régimes actuels sont ouverts uniquement aux gestionnaires de fonds disposant d'un portefeuille d'actifs inférieur à 500 millions d'euros. Ce plafond devrait être supprimé et les labels EuVECA et EuSEF devraient être accessibles à l'ensemble des fonds d'investissement – respectant les règles définies par la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) – et qui se conformeront aux obligations spécifiques prévues pour les deux catégories européennes de fonds :

- Le taux minimum de 70 % d'investissement vers les PME innovantes ou à visée sociale reste en application ;
- Les exigences de transmission d'informations aux investisseurs ;
- Des mesures spécifiques afin de déterminer l'impact social des activités d'une PME.

Cet accès élargi devrait permettre des économies d'échelle, l'émergence des « marques réputées » et in fine renforcer les capacités d'investissement vers les PME innovantes et sociales.

En revanche, la Commission a choisi de conserver le « ticket d'entrée » – la somme minimum devant être investie sur les fonds EuVECA et EuSEF – à 100 000 euros, afin de limiter l'accès à ces fonds aux investisseurs à faible profil de risque.

Davantage d'actifs éligibles pour les fonds EuVECA

La révision proposée par la Commission élargit le spectre des entreprises dans lesquelles les fonds EuVECA pourront investir, notamment les sociétés comptant 500 salariés ou plus. Les plus petites Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) seraient ainsi éligibles.

De même, la Commission propose d'inclure dans le champ de possibilités d'investissement les listées sur les « marchés de croissance des PME » définis par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II).

Ces dispositions ont également pour but d'aligner les exigences du règlement EuVECA avec celles des programmes de capital-risque gérés par le Fonds Européen d'Investissement (FEI).

Une diminution des coûts supportés par les fonds

A cette fin, la Commission propose d'interdire toute forme de frais prohibitifs imposés par les autorités nationales, par exemple via des procédures d'enregistrement. Elle souhaite également que l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) développe des normes techniques réglementaires définissant les méthodologies de calcul des fonds propres des fonds EuVECA et EuSEF.

Les travaux de l'ESMA devront permettre une application proportionnée des méthodologies, en faisant notamment la distinction entre fonds EuVECA et fonds EuSEF et en prenant en compte la taille et les spécificités organisationnelles des gestionnaires.

Les deux projets de règlement vont désormais être soumis à l'examen des deux colégislateurs –Parlement européen et Conseil de l'UE – dont les travaux ont débuté à la rentrée.

MMF : LES ETATS MEMBRES ONT TROUVÉ UN ACCORD

Les négociations entre les Etats membres sur le règlement encadrant les fonds monétaires (Money Market Funds, MMF) ont finalement abouti.

Alors que les discussions étaient au point mort depuis plusieurs mois à cause des antagonismes opposant principalement l'Irlande et le Luxembourg d'un côté et la France de l'autre, la Présidence néerlandaise du Conseil a réussi à définir la position du Conseil de l'UE le 15 juin dernier en vue des négociations avec les représentants du Parlement européen.

Comme le Parlement qui avait adopté sa position le 29 avril 2015, le Conseil propose de remplacer les coussins de liquidités prévus pour les fonds monétaires par des mécanismes de « liquidity fees » et de « redemption gates » ainsi que certaines exigences en matière de diversification et de maturité des actifs. L'approche générale prévoit également, comme le Parlement, qu'un fonds monétaire ne serait pas autorisé à recevoir le soutien extérieur d'un tiers, y compris de son sponsor.

Le grand enjeu de ce projet est la réglementation des fonds monétaires à valeur liquidative constante (CNAV), qui avaient été montrés du doigt après la crise. En effet, ces fonds ont connu certaines déconvenues puisque leur valeur nominale devait rester inchangée alors que leurs actifs s'étaient considérablement dépréciés, causant la faillite de plusieurs fonds. Les fonds à valeur liquidative variable (VNAV) avaient mieux résisté aux tensions sur les marchés.

Sur cet encadrement des fonds CNAV, les parlementaires européens ont adopté une position assez stricte : seuls pourraient bénéficier de ce statut les quelques fonds detenant essentiellement des obligations souveraines ou ayant un but caritatif. Ceci contraindrait la plupart à des fonds actuels à se convertir en fonds monétaire à faible volatilité (Low volatility Net Asset Value, LVNAV), une nouvelle catégorie de fonds monétaires créée par les eurodéputés et aux caractéristiques très proches des CNAV. Cependant, le rapport voté par le Parlement prévoit que tous ces fonds LVNAV devront être obligatoirement convertis en fonds VNAV au bout de 5 années, une mesure désignée sous le nom de sunset close

C'est sur ce point que les positions du Parlement et du Conseil divergent. Le Conseil est favorable à la création de cette nouvelle catégorie de fonds monétaires LVNAV) mais souhaite la rendre permanente. Tels que définis par l'accord trouvé par les Etats membres, ces fonds LVNAV pourraient détenir 30% d'actifs dont l'échéance maximale est d'une semaine (contre 15% pour les VNAV), dont 15% pourront être composés de titres publics dans différentes conditions.

Les discussions entre les représentants du Conseil de l'UE et du Parlement européen débiteront dès le mois de septembre et devraient se concentrer sur la sunset clause, principal blocage annoncé.



Le Conseil des ministres en réunion - Union européenne 2016

T2S : LA BCE DRESSE UN PREMIER BILAN

Plus d'une année s'est écoulée depuis le lancement officiel du système de règlement-livraison TARGET2-Securities (T2S) par la Banque centrale européenne (BCE). Le moment idéal pour dresser un bilan et quelques perspectives pour l'initiative de la BCE.

Deux nouveaux dépositaires centraux de titres (CSD) – Interbolsa (Portugal) et National Bank of Belgium Securities Settlement System (NBB-SSS, Belgique) – ont rejoint T2S depuis le début de l'année 2016. Le 12 septembre, T2S connaîtra une troisième vague de migration qui concernera les dépositaires centraux français, belge et néerlandais, tous membres du groupe EUROCLEAR, et portera le nombre de CSD utilisant la plateforme à 10.

Pour l'heure, seuls 7 dépositaires centraux et leurs marchés font partie du système. Depuis le début de l'année, la BCE a relevé une moyenne mensuelle supérieure à 2 millions transactions de titres. Cela représente en moyenne près de 100.000 transactions quotidiennes pour 360 milliards d'euros, dont 25% traitées en temps réel. Une fois les différentes vagues de migration achevées, la BCE espère voir ce dernier chiffre monter à 550.000 règlements par jour.

Autre satisfaction soulignée par la BCE, l'augmentation de l'utilisation de la fonctionnalité d'auto-collatéralisation au cours des derniers mois (près de +100% entre mars et juin 2016). Les craintes relatives au passage à un système de règlement brut et aux besoins en liquidités auraient été levées.

Outre les nouvelles migrations, une autre échéance de taille attend la plateforme T2S : la mise en conformité avec le règlement relatif aux dépositaires centraux de titres (CSDR). Une task force a été créée avec le but d'identifier les changements à apporter à T2S pour permettre aux

CSD d'opérer dans le cadre tracé par CSDR, en particulier la mise en place d'un régime de pénalité pour les instructions de règlement non-respectées. Les premiers résultats de ses travaux devraient être disponibles à la fin du mois de septembre.

Les futurs projets de la BCE

TARGET2, le système de règlement brut en temps réel en euro a été évalué pour la première fois par la Banque centrale européenne (BCE) en application du règlement de la BCE relatif aux exigences de surveillance pour les systèmes de paiement d'importance systémique (SIPS regulation).

Marc BAYLE DE JESSÉ, le directeur général de la BCE en charge des infrastructures de marché et des paiements, a mis en avant les nouveaux projets à venir, à savoir le rapprochement de TARGET2 avec T2S et la création d'un nouveau comité d'infrastructure de marché (MIB), un nouvel organe en charge de gérer l'ensemble des initiatives de l'Eurosystème relatives aux infrastructures de marché.

Une consultation sur les avantages qui pourraient être tirés d'un rapprochement entre TARGET2 et T2S avait été lancée en février 2016. La BCE devrait bâtir sur les enseignements tirés des réponses des acteurs du secteur. Le développement de nouveaux services pour les acteurs de marchés était également évoqué, comme des outils de gestion de la liquidité.

Dans le cadre plus large de la stratégie de l'Eurosystème pour le développement des services d'infrastructures de marché, la BCE devrait formuler des propositions concrètes pour le renforcement de ces services et du bon fonctionnement des services de paiement dans les prochains mois.



EMIR : DE NOUVELLES RÈGLES POUR LA COMPENSATION CENTRALE DES DÉRIVÉS

La Commission européenne a publié un nouvel acte délégué imposant la compensation centrale de certains produits dérivés le 10 juin 2016. Après un premier acte délégué le 6 août 2015 imposant la compensation pour certains instruments dérivés de taux d'intérêts, puis un second pour certaines classes de contrats d'échanges sur risque de crédit (Credit Default Swaps) le 1er mars 2016, il s'agit de la troisième vague d'obligations depuis l'adoption du règlement EMIR.

En application du règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), des instruments financiers libellés en zloty polonais (PLN), en couronne suédoise (SEK) et en couronne norvégienne (NOK) ont été ajoutés à la liste des contrats d'échanges sur les taux d'intérêt (Interest Rates Swaps) devant être compensés.

Sur le même modèle que précédemment, la Commission accorde également une période de transition allant de 6 mois – soit le 9 février 2017 pour les structures les plus importantes – à 3 ans – soit le 9 juillet 2019 pour les structures de taille réduite – pour l'application de ces nouvelles règles

Les travaux sur les normes techniques devront se poursuivre

✓ **conséquence des demandes de la Commission**

Par ailleurs, suite aux projets de normes techniques réglementaires (RTS) relatifs aux exigences de marges pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une chambre de compensation transmis par le Comité conjoint des Autorités de Supervision Européennes (ESA) à la Commission, cette dernière lui a notifié son intention de les adopter sous réserve que certaines modifications soient apportées.

La Commission a ainsi demandé à ce que soient clarifiés des éléments présents dans le projet de RTS, en particulier les modalités selon lesquelles :

- les contreparties de l'Union qui souhaitent obtenir une exemption intragroupe des exigences pourront soumettre leur demande correspondante après l'entrée en vigueur des RTS ;
- la marge initiale de trésorerie pourra être déposée, en plus des établissements de crédit agréés conformément au règlement sur les exigences de fonds propres (CRR), auprès des institutions de pays tiers dont la réglementation a été reconnue comme équivalente.



Le Vice-président de la Commission européenne en charge de l'Euro et des services financiers, Valdis Dombrovskis - © Union européenne

La Commission a également suggéré une modification du calendrier pour la mise en œuvre des normes techniques, estimant que les dates proposées par les ESA n'étaient pas viables.

✓ **... Ou de consultations**

D'autres éléments du règlement EMIR font toujours l'objet de discussion. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a par exemple lancé une consultation sur l'adoption possible d'un délai supplémentaire (phase-in period) pour la compensation centrale des contreparties financières à faible taux d'activité.

Ces normes techniques réglementaires (RTS) reporteraient de deux ans les délais fixés par 3 actes délégués :

1. Du 21 juin 2017 au 21 juin 2019 pour les échanges de gré à gré de produits dérivés de taux d'intérêts réglés en euro, en livre, en yen et en dollar ;
2. Du 9 février 2018 au 9 février 2020 pour les échanges de gré à gré des produits dérivés sur défaut de crédit (*Credit Default Swaps*, CDS) sur indices européens ;
3. Du 9 février 2018 au 9 février 2020 pour les échanges de gré à gré de produits dérivés de taux d'intérêts réglés en couronne danoise, couronne suédoise, et zloty polonais.

Achevée le 5 septembre, la consultation permettra à l'ESMA de proposer un rapport final sur le sujet avant la fin de l'année et de transmettre des projets de RTS correspondants à la Commission pour approbation.

DIGITALISATION : LES INSTITUTIONS S'INTERROGENT SUR LE POTENTIEL DES DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGIES

Les distributed ledger technologies (DLT) ont fait une entrée remarquée dans le paysage institutionnel européen et ont suscité l'attention de nombreuses institutions de l'UE : le Parlement européen, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ou encore la Banque centrale européenne (BCE) se sont ainsi penchés sur le développement de ces nouvelles technologies.

Des parlementaires plutôt bienveillants

La commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen a été la première à se saisir du sujet dès le début de l'année avec la rédaction d'un rapport d'initiative sur les devises virtuelles faisant la part belle aux DLT. Ce rapport adopté le 26 mai dernier n'a aucune valeur juridique contraignante mais définit la position du Parlement sur le sujet et dresse quelques pistes qui pourraient être suivies.

Le rapport adopté encourage l'usage la technologie de base de données distribuée (distributed ledger technology, DLT) dans le domaine des services financiers. Les parlementaires estiment que les DLT pourraient permettre d'économiser 20 milliards d'euros pour les transferts de fond et 50 milliards d'euros par an pour les opérations de post-marché (post-trade management).

Pour suivre le développement de ces activités et évaluer la pertinence des réglementations européennes, le rapport souhaite la création d'une taskforce dirigée par la Commission, qui déterminerait si un ajustement de la réglementation européenne applicable est nécessaire. Les parlementaires n'en négligent pas pour autant les risques potentiels que pourraient représenter l'utilisation des DLT, notamment pour la stabilité financière ou la faible traçabilité des transactions.

Un impact limité sur le post-marché selon la BCE

Parallèlement, la BCE a publié une étude se concentrant sur les utilisations potentielles des DLT dans le domaine du post-marché. Cette publication du 22 avril 2016 juge que l'adoption des DLT pour les opérations de règlement serait « irréaliste » et qu'une autorité centrale reste nécessaire pour relier les titres et les comptes bancaires des participants à la base de données.

En revanche, l'étude conclut que les DLT pourraient rendre les activités de compensation superflues, si elles sont intégrées aux plateformes de négociation. Dans le cas où les ordres de transaction échangés sur les DLT tiendraient également lieu d'instructions de règlement d'opérations,

les DLT pourraient permettre un règlement instantané des transactions, rendant inutiles les opérations de compensation et éliminant les risques de liquidité et de crédit.

La BCE juge enfin que l'impact des DLT prendra la forme d'une évolution graduelle, et non pas d'une « révolution ».

L'ESMA consulte

Avec un petit temps de retard sur le Parlement et la BCE, l'ESMA a lancé sa propre initiative sur les DLT, visant d'abord à identifier les opportunités et les risques qu'impliquerait leur utilisation. L'Autorité souhaite circonscrire ses travaux à leurs applications aux marchés des instruments financiers, principalement dans le domaine des opérations post-marché.

Reconnaissant le caractère potentiellement disruptif des DLT, l'ESMA estime que la quasi-instantanéité des transactions dans le cadre d'une infrastructure DLT permettrait de limiter les risques de défaut des contreparties, notamment dans le cadre du marché au comptant. Elle juge cependant que les chambres de compensation centrale (CCP) continueraient d'être indispensables pour la compensation des opérations comportant des échéances, notamment les transactions de produits dérivés.

Les opportunités identifiées ne sont pourtant pas sans risque selon l'Autorité. Sa principale préoccupation se concentre sur de potentielles attaques informatiques, permettant de décrypter les transactions effectuées via les DLT.

L'ESMA suggère qu'un réexamen des réglementations qui « s'appliqueraient probablement » aux structures utilisant ces technologies – principalement pour les opérations de post-marché – pourrait être envisagé : les règlements sur les produits dérivés négociés de gré à gré (EMIR) et sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR) pour les activités de compensation, le règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) et la directive sur le caractère définitif du règlement (SFD) pour les activités de règlement, voire les législations nationales relatives à la propriété des titres et des droits attachés à ces titres.

Une fois la consultation close le 2 septembre, l'ESMA devrait produire un rapport qui pourrait s'accompagner d'un avis sur la nécessité – ou non – d'un cadre réglementaire spécifique consacré aux distributed ledger technologies.

CYBER SÉCURITÉ : LES INITIATIVES SE MULTIPLIENT

Déjà source de préoccupation, les cyber-risques ont été mis en pleine lumière après les attaques et les fraudes subies par le réseau de messagerie interbancaire international SWIFT. Ils sont ainsi devenus l'un des nouveaux enjeux clés des services financiers.

La Banque Centrale Européenne (BCE) a annoncé en mai dernier vouloir solliciter les banques centrales sous sa supervision afin de recenser les « cyber crimes ». Un projet pilote a été initié en février, afin de que le Mécanisme de Supervision Unique (MSU) identifie les attaques de ce type les plus importantes.

L'Autorité Bancaire Européenne (EBA) prévoit également d'incorporer ces risques informatiques dans le « deuxième pilier » des règles bancaires européennes, concernant la gestion et la supervision des risques bancaires. Ces lignes de conduites seraient proposées par le biais d'une consultation avant la fin de l'année 2016. Andrea ENRIA, le président de l'EBA, a par ailleurs déjà recommandé aux autorités compétentes des Etats membres de conduire des tests de résilience nationaux sur ce sujet.

À la fin du mois de juin, ce sont la Commission des paiements et des infrastructures de marché du (CPMI) de la Banque des règlements internationaux (BRI) et l'Organisation internationale des Commissions de Titres (IOSCO) qui ont rendu publiques leurs recommandations pour garantir la sécurité informatique des structures financières.

Les deux institutions internationales estiment que la résistance aux attaques informatiques (cyber resilience) ne pourra être atteinte que par la formation d'un « écosystème » commun de cybersécurité, et non par des efforts individuels des infrastructures de marchés. Elles recommandent également la mise en place de systèmes de surveillance des risques informatiques (threat intelligence) ainsi que des procédures de tests de résilience informatique.

L'industrie propose ses pistes

En mai, un groupe d'organisations représentant les acteurs des services financiers a défini un ensemble de principes communs au secteur financier dans le domaine de la cybersécurité, des données et de la technologie (International Cybersecurity, Data and Technology Principles).

La Fédération bancaire européenne (EBF), l'Association mondiale des marchés financiers (GFMA, qui regroupe l'ASIFMA, l'AFME et la SIFMA) et l'Association internationale des swaps et dérivés (ISDA) listent ainsi 11 principes censés refléter les « considérations clés » à prendre en compte lors de la mise en place d'un cadre réglementaire impactant les infrastructures technologiques utilisées par les services financiers.

Parmi les principes avancés, on trouve notamment :

- Encourager l'utilisation des standards techniques existants ;
- Reconnaître la possibilité de transmettre des données dans un autre pays que celui dans lequel elles ont été produites ;
- Produire des standards, normes ou législations suivant un « processus ouvert et transparent qui encourage les consultations et la collaboration » entre les autorités et les parties prenantes ;
- Acter que la cybersécurité est une « responsabilité partagée » entre les autorités publiques et les acteurs économiques ;
- Reconnaître qu'il n'existe pas d'approche universelle en matière de cybersécurité.

Les travaux continueront dans les prochains mois pour fixer des orientations à destination des acteurs du secteur. Les pistes dessinées par la CPMI et l'IOSCO devraient servir de base à la réflexion des autorités européennes, en premier lieu l'EBA.

FINTECH : LANCEMENT DES PÔLES DÉDIÉS AU SEIN DE L'AMF ET DE L'ACPR

Le lancement aura presque été parfaitement synchronisé entre l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) : le 30 mai la première créait une division « Fintech, innovation et compétitivité » (FIC) et le 1er juin la seconde annonçait la mise en place d'un « pôle Fintech et Innovation ».

Leurs responsables sont respectivement Nathalie BEAUDEMOULIN, auparavant directrice adjointe des Agréments, des Autorisations et de la Réglementation de l'ACPR, et Franck GUIADER, directeur de la division Régulation de la gestion d'actifs de l'AMF.

L'objectif pour l'une comme pour l'autre est d'analyser les innovations et d'identifier les enjeux en matière de compétitivité mais aussi de régulation dans deux domaines : les services d'investissement – pour l'AMF – et les activités bancaires, les services de paiement et les activités d'assurance – pour l'ACPR.–

L'AMF et l'ACPR ont également lancé le « Forum Fintech » qui devrait leur permettre de renforcer leur coopération et coordination. Outre les deux superviseurs nationaux, le forum inclut les sociétés innovantes identifiées comme Fintech et les pouvoirs publics, i.e. le ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.

Le Forum devrait être sondé sur les projets nationaux ou européens « d'évolution de la réglementation ou d'amendement de la doctrine de l'AMF et de l'ACPR ». Il pourra également faire part aux autorités de supervision des préoccupations des professionnels.

La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro ISSN : 248-0771



Directeur de publication : **Eric DEROBERT**

Rédacteur 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

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

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

Pierre Degonde
pierre.degonde@euralia.eu

Pierre Garrault
pierre.garrault@euralia.eu

EURALIA