



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 20 - Septembre à Décembre 2016

afti
La dynamique du post-marché

Editorial

2016, année disruptive; 2017, année pour construire (?) 3

Marchés financiers

UMC : la Commission veut accélérer le rythme des réformes 5

UMC : les premières initiatives issues du Call for Evidence connues 7

MIF II : la finalisation de la législation secondaire n'en finit pas 9

Redressement et résolution des CCP : la Commission publie (enfin) ses propositions 10

Titrisation STS : les Parlementaires européens ont défini leur position..... 11

Gestion d'actifs

Le Vice-Président Valdis Dombrovskis dévoile les projets de la Commission pour les gestionnaires d'actifs..... 12

Vers un traitement prudentiel spécifique des sociétés d'investissement..... 13

EuVECA / EuSEF : les institutions se positionnent 14

AIFMD / OPCVM : les lignes directrices sur les politiques de rémunération publiées 15

MMF : les négociations aboutissent enfin..... 16

PRIIPS : rejet des projets de normes techniques et report de l'application du texte 17

Règlement / livraison

CSDR : la Commission adopte des règles « proportionnées » sur la discipline de règlement et les sanctions..... 18

EMIR : la Commission publie son rapport 19

EMIR : vers un report de l'obligation de compensation pour les petites contreparties 20

EMIR : les autorités de supervision désavouent la Commission 21

2016, ANNÉE DISRUPTIVE; 2017, ANNÉE POUR CONSTRUIRE (?)

L'année 2016 aura vu l'utilisation intensive de nouveaux concepts décrivant l'alliance entre nouvelles technologies et les stratégies de rupture vis à vis de systèmes en place: les termes « ubérisation » « fintech », « blockchain » et autres « démarches disruptives » se sont ainsi largement imposés tout au long de l'année.

Politiquement, un mouvement de fond a brutalement fait surface en 2016, remettant également en cause l'existant et rendant les relais d'influence classiques – médias, experts, organisations officielles, etc. – inaudibles face à la communication directe facilitée par les réseaux sociaux : le vote en faveur du Brexit au Royaume-Uni en juin a ouvert la voie un mouvement de « disruption politique ».

L'élection en novembre de Donald Trump, candidat autoproclamé de l'antisystème, à la présidence des Etats-Unis, a montré que la situation britannique n'était pas un phénomène isolé. De même, le 4 décembre dernier se tenait en Autriche le second tour de l'élection présidentielle et en Italie le référendum sur une réforme de la constitution.

Le premier scrutin a vu la disparition dès le 1er tour des partis traditionnels autrichiens au pouvoir depuis plus de 60 ans, et un duel inédit au second tour entre un candidat écologiste Alexander Van der Bellen, finalement vainqueur, et un candidat d'extrême droite, Norbert Hofer. Le vote italien aura de son côté sèchement emporté Matteo Renzi, le bouillonnant Premier ministre italien, sous les coups de boutoir du parti antisystème le Mouvement 5 Etoiles.

En 2016, il est ainsi apparu que chaque scrutin pouvait balayer les hommes en place et surtout les certitudes qui les accompagnent.

2017, année de rendez-vous et de défis pour l'Europe

En 2017, les rendez-vous démocratiques seront nombreux en Europe. Par conséquent, aux Pays-Bas en mars, en France en avril – mai, en Allemagne en septembre, et en République Tchèque en octobre, le vote antisystème, souvent antieuropéen, sera examiné de près.

Dans un contexte où tout vote devient porteur de risque politique, les défis sont pourtant multiples pour l'UE car il s'agira (entre autres) :

- sous réserve de l'avis de la Cour suprême britannique et de la notification de l'article 50 du Traité de l'Union européenne par Theresa May, d'engager les négociations entre l'UE et le Royaume Uni, en préservant l'unité des 27 Etats membres restant malgré des intérêts nationaux parfois divergents ;
- de construire une nouvelle relation avec les Etats-Unis de Donald Trump, qui s'est bruyamment félicité du vote en faveur du Brexit. Sa critique des accords de libre échanges, son hostilité à une partie de la régulation financière adoptée suite la crise de 2008 et son scepticisme vis-à-vis de de l'OTAN sont autant de changements de paradigmes que le Vieux continent devra prendre en compte dans la conduite de sa politique internationale;

2016, ANNÉE DISRUPTIVE; 2017, ANNÉE POUR CONSTRUIRE (?) (SUITE ET FIN)

- de définir des rapports équilibrés avec son « étranger proche », en particulier la Turquie de Recep Erdogan ou la Russie de Vladimir Poutine ;
- de relever le défi migratoire ;
- d'apporter une réponse commune à la menace terroriste ;
- de réussir l'après Cop 21 de Paris et Cop 22 de Marrakech, malgré le changement d'administration américaine.

Cela, alors que les sources d'instabilité économique, financière et réglementaire sont nombreuses: l'Italie est en prise avec une partie de son secteur bancaire et la Grèce est toujours en grande difficulté économique et sociale.

En outre, les règles de Bâle III doivent toujours être finalisées, la taxe sur les transactions financières (TTFE), en suspens depuis 4 ans, pourrait finalement aboutir avant l'élection présidentielle française, une partie de la réglementation financière européenne (en particulier MIF II, CRD/CRR, EMIR) est soit en cours de finalisation, soit de révision, sans compter les projets d'harmonisation fiscale portés par la Commission...

A l'horizon de cet agenda semé d'embûches se distingue un événement chargé en symbole(s): le 25 mars 2017 seront fêtés, à Rome, les 60 ans de la création de la Communauté économique européenne. Dans une Europe en plein doute, le seul fait pour les Etats membres de répondre, ensemble, aux défis auxquels ils font face dans un monde de ruptures, pourrait paradoxalement redonner tout son sens au projet initialement porté par les six membres fondateurs.



Signature du Traité de Rome par les représentants des six membres fondateurs, © Communautés européennes, 1992 - CE

UMC : LA COMMISSION VEUT ACCÉLÉRER LE RYTHME DES RÉFORMES

Le 25 juin dernier, Jonathan Hill, alors Commissaire britannique à la Stabilité financière, aux Services financiers et à l'Union du marché des capitaux, prenant acte du résultat du référendum tenu deux jours plus tôt dans son pays et portant sur le maintien du Royaume-Uni au sein de l'UE, démissionnait.

Commissaire charismatique au sein de l'équipe de Jean-Claude Juncker, son départ de la Commission, concomitant avec celui programmé de la première place financière européenne de l'Union européenne, a installé une brève période de doute quant à l'avenir du projet d'Union des marchés de capitaux qu'il avait incarné pendant deux ans.

C'est pourquoi, quelque mois plus tard, le 14 septembre, Valdis Dombrovskis, le nouveau Commissaire aux services financiers, a réaffirmé la volonté de l'exécutif européen non seulement de faire aboutir ce chantier d'ampleur mais également de l'accélérer. Un calendrier d'actions précis pour les mois à venir a été présenté, entre finalisation d'initiatives et lancement de nouvelles actions.

Dernier trimestre 2016 : faire aboutir les initiatives du début du mandat Juncker ...

Parmi les principales propositions portées par la Commission figurent en particulier :

- Les projets de règlement visant à définir une titrisation Simple, Transparente et Standardisée (STS) et leur traitement prudentiel (aujourd'hui en trilogie, voir infra)
- La révision des règlements régissant les fonds européens de capital risque (EuVECA) et les fonds européens d'entrepreneuriat social (EuSEF) (en attente d'un accord au Parlement, voir infra)
- La révision de la directive Prospectus (aujourd'hui en trilogie)

A cette occasion ont également été annoncées des mesures pour soutenir l'investissement dans des projets d'infrastructures via le renforcement du Fonds Européen d'Investissement Stratégique (FEIS) et certains amendements aux textes sur les exigences en fonds propres pour les banques (CRR/ CRD IV) et pour les assurances (Solvabilité II).

... Et en lancer des nouvelles

Par ailleurs, de nouveaux textes ont été publiés en cette fin d'année, dont :

- La révision des régimes d'insolvabilité européens. La commission a publié sa proposition le 23 novembre dernier.
- Une proposition pour résoudre le biais fiscal en faveur du financement par la dette au détriment du financement sur fonds propres



Valdis Dombrovskis, Vice-Président de la Commission européenne © Union Européenne, 2016 - CE

Présentée le 26 octobre, à l'occasion du projet de directive proposant la création d'une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS), cette disposition annoncée de longue date, propose de réduire le « *biais fiscal en faveur du financement par la dette* » à travers un « *abattement pour la croissance et l'investissement* » qui autoriserait la déductibilité de la rémunération des fonds propres.

A noter également la publication en novembre d'un projet de longue date de la Commission, la proposition de règlement relatif au Redressement et la résolution des CCP (voir infra).

Les actions programmées pour 2017

2017 devrait aussi être riche en initiatives. Sont attendus :

- Un plan d'action de la Commission sur les services financiers de détail
- La proposition d'une initiative législative concernant la mise en place d'un produit pan-européen d'épargne-retraite professionnelle (*Pan European Personal Pension Product, PEPP*)
- Une possible initiative législative pour soutenir le développement des marchés des obligations sécurisées (*covered bonds*) européens
- Une initiative législative pour la distribution transfrontière des fonds d'investissement

Les Etats membres seront particulièrement sollicités pour mettre en œuvre les chantiers structurants de la Commission :

- Une consultation de la Commission visant à identifier des mesures potentielles pour favoriser le post-marché devrait être lancée en 2017. Cette consultation sera basée sur une étude, à paraître, du groupe d'experts des Etats membres European Post-Trading Forum (EPTF). Formé en 2015, l'EPTF est notamment chargé d'analyser l'impact des évolutions réglementaires sur les barrières techniques, juridiques et fiscales aux activités de post-marché identifiées par le groupe Giovannini au début des années 2000.
- Parallèlement, un rapport identifiant les barrières restantes au mouvement transfrontalier des capitaux doit fixer des recommandations que les Etats membres devront suivre jusqu'en 2019.
- De même, une proposition concernant l'établissement d'un programme de soutien aux réformes structurelles (*Structural Reform Support Programme, SRSP*) sur la période 2017-2020, proposant des relais locaux pour contribuer au développement des marchés des capitaux dans tous les Etats membres, doit être publié à la fin de l'année 2016 ou au début 2017.

En ce qui concerne le droit des titres, la Commission proposera une initiative pour déterminer légalement, de manière certaine, quelles lois nationales seraient applicables concernant la détention de titres et les effets des cessions de créances à l'égard des tiers (*third party effects of the assignment of claims*).

Enfin, de nouvelles priorités ont également été annoncées le 14 septembre, à savoir :

- Le développement d'une finance « *soutenable* », via notamment le financement des technologies propres ;
- L'importance accordée aux nouvelles technologies au sein du secteur financier, et notamment aux FinTech
- Un premier « *bilan* » des actions engagées dans le cadre de l'UMC est attendu en juin 2017.

A noter également les suites de l'appel à témoignage (*call for evidence*), où des aménagements ciblés de la législation financière existante sont à attendre pour les deux prochaines années (voir infra).



Jean-Claude Juncker, Président de la Commission européenne lors de son discours sur l'Etat de l'Union, © Union Européenne, 2016 - CE

UMC : LES PREMIÈRES INITIATIVES ISSUES DU CALL FOR EVIDENCE CONNUES



Vue générale de la salle de presse de la Commission européenne, ©Union Européenne, 2016 - CE

Il s'agissait de l'un des projets phares de Jonathan Hill lors de son entrée en fonction en tant que commissaire en charge des services financiers en novembre 2014 : conduire une évaluation de l'impact cumulé des réformes adoptées dans le domaine des services financiers depuis la crise de 2008.

C'est à son successeur, le Vice-président de la Commission Valdis Dombrovskis, qu'est revenue la charge de présenter les conclusions de cet exercice inédit et en particulier de l'appel à témoignages sur le sujet lancé en septembre 2015.

La première – et peut-être la principale – des conclusions de la Commission européenne est que, « *dans l'ensemble, le cadre réglementaire des services financiers dans l'UE fonctionne bien* ». Selon l'institution, cet ensemble composé de plus de 40 textes législatifs ne nécessite que des « *mesures de suivi ciblées* » qui devront poursuivre quatre objectifs :

1. « Réduire les contraintes réglementaires inutiles pesant sur le financement de l'économie »

Pour atteindre cet objectif, l'exécutif européen propose d'abord de réviser le règlement et la directive sur les exigences en fonds propres (CRR/CRD) et d'adapter les standards internationaux du Comité de Bâle aux spécificités de secteur financier européen. Elle propose notamment de modifier les règles initialement prévues en matière de ratio de levier – qui reste néanmoins fixé à 3% des fonds propres – ou de ratio de financement stable à long terme (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR).

Dans le cadre de la révision de CRR, la Commission souhaite également encourager les investissements de long terme. Elle propose donc de diminuer les exigences en fonds propres pour le risque de crédit des investissements des banques dans les projets d'infrastructure.

Afin de soutenir le financement des PME, la Commission souhaite évaluer l'application des règles de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) régissant la recherche en investissements en relation avec les PME, notamment en matière de conflits d'intérêt.

Enfin, la Commission juge que pour atteindre cet objectif de financement de l'économie la liquidité des marchés financiers doit être assurée. A cette fin elle annonce plusieurs actions dont la mise en place de règles plus proportionnées pour les instruments les moins liquides sous le règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) (voir infra) ou encore l'adoption progressive du nouveau régime de pré-négociation sous MiFID II pour les instruments autres que de capital (*non-equity*).

2. « Renforcer la proportionnalité des règles sans compromettre les objectifs prudentiels »

La révision de CRR/CRD comporte également une série de mesures dans cette optique : exigences de reporting et de publication d'informations différentes en fonction de la taille et de la complexité des établissements ; exemption de certaines règles en matière de rémunération introduite pour les institutions « *petites et non-complexes* » ; ou encore révision du traitement des risques de marchés liés au portefeuille de négociation et des risques de crédit

de contreparties.

De même, le règlement EMIR devrait également faire l'objet d'une révision ciblée en 2017 notamment pour ajuster le champ d'application des exigences en compensation et en marge (voir infra).

Quant aux activités de gestion d'actifs, la Commission souhaite évaluer la proportionnalité des règles définies par les directives sur les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFMD) et sur les OPCVM, en particulier sur l'alignement des régimes de rémunération et la réduction des exigences en *reporting*.

3. « Réduire les charges réglementaires inutiles »

Cible de nombreuses doléances, les différentes obligations de *reporting* et de publication d'informations feront l'objet d'une analyse approfondie des services de la Commission pour évaluer leur pertinence et réduire la charge qu'elles représentent pour les établissements financiers.

Une autre étude devrait porter sur les mesures de transposition des réglementations européennes au sein des lois nationales afin de détecter les cas de sur-transposition (*gold-plating*) provoquant des coûts de conformité élevés. Toujours en vue de réduire les coûts de conformité, devrait être rédigée une feuille de route conjointe entre la Commission et les Etats membres pour éliminer les barrières nationales provoquant des coûts de conformité supplémentaires.

Enfin, la Commission se basera sur les résultats de la consultation et sur les obstacles à la provision transfron-

tière de fonds d'investissements au sein de l'UE pour juger si une proposition législative est nécessaire en la matière.

4. « Renforcer la cohérence des règles et les inscrire dans une perspective d'avenir »

La Commission souhaite en premier lieu éliminer les incohérences entre les législations comme par exemple d'analyser les restrictions potentielles des OPCVM dans l'utilisation de produits dérivés échangés de gré à gré.

Afin d'assurer que le cadre réglementaire européen renforce sa stabilité, la Commission évaluera la pertinence d'étendre le cadre macro prudentiel au-delà du système bancaire et a également présenté une proposition législative sur le redressement et la résolution des chambres de compensation (voir infra).

Quant aux perspectives d'avenir, la Commission rappelle la mise en place récente d'un groupe de travail sur les nouvelles technologies dans le domaine financier (*FinTech task force*), l'un des nouveaux sujets prioritaires des institutions européennes.

Au-delà de ces différentes annonces, une déclaration de la Commission mérite d'être relevée : elle indique en effet dans sa publication que cette initiative « *ne doit pas être considérée[e] comme une opération ponctuelle* » mais comme un nouveau signe de son engagement en faveur d'une meilleure réglementation.

Qui devrait se traduire concrètement dans ses projets législatifs et réglementaires dès le début 2017.



Jonathan Hill, ex-Commissaire européen aux Services financiers, à la Stabilité financière et à l'Union des Marchés des Capitaux © Union Européenne, 2016 - CE

MIF II : LA FINALISATION DE LA LÉGISLATION SECONDAIRE N'EN FINIT PAS

Depuis que l'application du paquet sur les marchés d'instruments financiers (MIF II) a été officiellement renvoyée au 3 janvier 2018, le processus d'élaboration de la législation secondaire se poursuit avec moins d'urgence pour la Commission européenne et l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

Suite aux échanges vifs de l'ESMA avec les parlementaires européens et face aux inquiétudes du secteur, la Commission avait demandé à l'autorité européenne d'apporter certains amendements aux projets de normes techniques de réglementations (RTS) transmis en 2015, y conditionnant leur adoption. Etaient notamment visés les RTS précisant les critères permettant d'établir si une activité doit être considérée comme « *accessoire* » par rapport à l'activité principale de la société (RTS 20) et celles relatives à l'application de limites aux positions en produits dérivés sur matières premières (RTS 21).

Après un nouveau projet de l'ESMA, la Commission a finalement adopté ces normes techniques de réglementation sous la forme de deux règlements délégués, le 1er décembre 2016. Le premier acte délégué relatif aux activités accessoires définit un système de tests et de seuils pour déterminer si cette qualification doit s'appliquer.

Un test de part de marché compare le niveau de l'activité de négociation d'une personne au volume d'activité globale de négociation au sein de l'UE par catégorie d'actifs et un test de détermination de l'activité principale permet de déterminer la mesure dans laquelle l'activité de négociation constitue une minorité des activités au niveau du groupe. Les seuils sont eux fixés à 10% de la taille totale de l'activité de négociation du groupe ou à 10% du capital utilisé au niveau du groupe pour l'exercice de l'activité principale. En dessous de ceux-ci, les activités considérées peuvent être considérées comme accessoires et donc ne pas entrer dans le champ d'application de la directive MiFID II.

Le second acte délégué précise quant à lui la méthodologie que doivent appliquer les autorités nationales compétentes pour calculer les limites de positions prises sur les produits dérivés de matières premières. Elle doit permettre d'établir une limite de référence et prévoit les façons de l'ajuster, en fonction de sept facteurs, notamment pour les contrats de dérivés du mois en cours.

Ces RTS définissent également les conditions d'agrégation des positions ou celles dans lesquelles les contrats de gré à gré peuvent être considérés comme « *économiquement équivalents* ».

Parlement et Conseil disposent de trois mois pour se prononcer sur ces mesures. Si au 1^{er} mars, aucun n'a manifesté

d'objection, les actes délégués pourront être publiés au Journal officiel de l'UE et entrer en vigueur. En revanche, ils ne s'appliqueront qu'en même temps que l'ensemble du paquet MIF II, le 3 janvier 2018.

Parallèlement, l'ESMA a continué de consulter les parties prenantes sur de nouveaux projets de normes techniques ou de lignes directrices.

En septembre, l'ESMA a notamment lancé une consultation sur l'obligation de négociation pour les produits dérivés négociés de gré à gré (OTC) et les normes techniques de réglementation (RTS) précisant :

- A quelle date l'obligation prendra effet ;
- Les catégories de contreparties auxquelles cette obligation s'appliquera ;
- Les catégories de dérivés déclarées soumises à l'obligation de compensation pouvant être négociée sur les plates-formes de négociation agréées (*regulated market (RM)*), *multilateral trading facility (MTF)*, *organised trading facility (OTF)*).

Pour mémoire, le règlement MiFIR prévoit également 2 tests pour déterminer si l'obligation de négociation peut s'appliquer : le test de la plateforme et le test de liquidité. La consultation qui a pris fin le 26 novembre 2016 présentait les possibilités de mise en œuvre de ces deux tests, notamment une évaluation initiale de liquidité basée sur les données de négociation disponibles.

Les standards relatifs à l'obligation de négociation sont loin d'être les seuls sur lesquels l'ESMA a lancé des consultations. Entre septembre et décembre, elle a ainsi soumis à l'avis des parties prenantes :

1. Les projets de RTS concernant la création de données de marché consolidées (*consolidated tape*) pour les actifs autres que les actions (*non-equity instruments*) ;
2. Les lignes directrices sur les suspensions de négociation (*trading halts*) ;
3. Les lignes directrices sur les exigences relatives à la gestion des plateformes de négociation et aux fournisseurs de services de reporting ;
4. Les lignes directrices sur la gouvernance des produits ;
5. Les projets de RTS sur les ordres par paquet (*package orders*) pour lesquels il existe un marché liquide.

La date d'échéance pour la transposition de MiFID II dans les législations nationales a été reportée au 3 juillet 2017. L'objectif est que les Etats membres disposent de toutes les mesures d'exécution avant cette date pour faciliter ce processus, avant l'application des premières mesures du paquet MIF II le 3 janvier 2018.

REDRESSEMENT ET RÉOLUTION DES CCP : LA COMMISSION PUBLIE (ENFIN) SES PROPOSITIONS

En 2014, lors de l'entrée en fonction de la Commission Juncker, le redressement et la résolution des chambres de compensation (CCP) avait été annoncé comme devant être le dernier grand chantier prudentiel de l'exécutif européen, visant à garantir la stabilité du secteur financier.

Après plusieurs reports et alors que la première consultation date de 2012, la Commission a finalement publié le 28 novembre dernier une proposition de règlement encadrant le redressement et la résolution des CCP.

Plus précisément, ce projet de règlement vise à organiser une « *sortie de crise ordonnée de ces chambres de compensation via la mise en œuvre d'un plan de redressement robuste et complet, convenu entre les CCP et leurs membres compensateurs* ».

Si le règlement EMIR sur les produits dérivés échangés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux comprend déjà des dispositions prudentielles pour éviter les défauts des CCP, cette nouvelle initiative est la première à prévoir les procédures à mettre en œuvre en cas de défaut effectif.

Des contrôles plus stricts pour les contreparties centrales

Afin de préparer et prévenir les situations de défaut, la proposition de la Commission stipule que les CCP doivent dresser des plans de redressement avec des exigences en fonds de gestion plus stricts que ceux définis sous EMIR.

Différents scénarios, sur le défaut d'un ou plusieurs membres d'une CCP et sur les risques visant la CCP elle-même – tels que les fraudes ou les attaques informatiques – devront être établis. Pour assurer un redressement, la Commission propose de nombreux outils et options à disposition des CCP, dont :

- La résiliation des contrats de la CCP afin de «geler» les profits et les pertes de la structure ;
- L'établissement d'accords volontaires, acceptés par les membres compensateurs, tels que :
- L'organisation d'enchères pour que les membres compensateurs restant se partagent les positions de la CCP ;
- La possibilité d'appeler les membres compensateurs à fournir davantage de fonds (*cash call*) ;
- La possibilité de baisser les paiements effectués aux membres compensateurs suite à un gain réalisé via un contrat de produits dérivés (*variation margin haircutting*).

Le texte propose également de doter les autorités compétentes des Etats membres de nouvelles prérogatives. En plus de devoir valider les scénarios de redressement proposés par les CCP, elles seront chargées de préparer des plans pour préciser les modalités de résolution des



Valdis Dombrovskis, © Union Européenne, 2016 - CE

CCP, telles que leur restructuration et le maintien de leurs fonctions « critiques » en cas de défaut. Par ailleurs, elles auront le pouvoir d'exiger des actions spécifiques des CCP vis-à-vis de leurs plans de redressement, de leur stratégie commerciale ou encore de leur organisation légale et opérationnelle.

Les autorités nationales de supervision pourront ainsi s'opposer aux mesures de redressement proposées par les contreparties si elles estiment que ces dernières risquent de compromettre l'équilibre du système financier. De même, elles auront le pouvoir de placer les contreparties en procédure de résolution si elles jugent qu'elles sont à la fois en situation de défaut ou en passe de l'être, qu'aucune alternative provenant du secteur privé ne peut les sauver et que ce défaut risque de compromettre la stabilité financière et « l'intérêt public ».

Enfin, les procédures de coopération entre Etats membres ont été précisées afin de mieux tenir compte du caractère transfrontalier des activités des contreparties centrales.

L'introduction de nouveaux collèges de résolution

Pour chaque contrepartie, le projet de règlement prévoit la création de collèges de résolution (*resolution colleges*), composés de représentants des autorités nationales compétentes, des autorités européennes de supervision des marchés financiers (ESMA) et du secteur bancaire (EBA). Ces collèges doivent être complémentaires avec ceux déjà définis par le règlement EMIR.

La proposition de règlement de la Commission doit maintenant être discutée, amendée, et adoptée par les co-législateurs (Parlement européen et Conseil de l'Union Européenne) avant de pouvoir entrer en vigueur. A noter que c'est la députée britannique Kay SWINBURNE (ECR, UK) qui sera chargée de l'examen du dossier pour le Parlement européen. Les travaux préparatoires étant en cours, aucune date prévue d'adoption n'est pour le moment annoncée pour ce dossier.

TITRISATION STS : LES PARLEMENTAIRES EUROPÉENS ONT DÉFINI LEUR POSITION

Après des mois de débats, la commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen a adopté une position commune sur l'initiative de la Commission européenne pour une titrisation Simple, Transparente et Standardisée (STS) composée de deux projets de rapport :

- 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 d'Othmar KARAS (PPE, AT) – en remplacement 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.

Il aura donc fallu attendre près d'un an après l'accord du Conseil de l'UE, en décembre 2015, pour que les députés européens s'accordent sur les positions de compromis suivantes :

- Une rétention minimale du risque à 5%, 7,5% ou 10% des actifs titrisés en fonction des modalités choisies, la règle générale étant une rétention de 10% ;

A noter que l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) devra proposer des normes techniques réglementaires (RTS) qui pourront, potentiellement, la porter à un maximum de 20% pour certaines modalités de rétention.

- L'interdiction de titriser des instruments financiers déjà titrisés ;
- La création d'un registre public de toutes les titrisations dans l'Union européenne ;
- Un régime de sanction en cas d'infractions ;
- Une durée de vie résiduelle moyenne pondérée maximale des ABCP fixée à 1 an à part quelques exceptions.



Paul Tang en session plénière du Parlement européen, © Union Européenne, 2016 - PE

La rétention du risque pour le moment portée à un maximum de 10% des actifs titrisés

La longueur des échanges parlementaires peut s'expliquer par les positions particulièrement tranchées défendues par les députés, en particulier concernant la rétention des risques par les émetteurs. Alors que l'initiative initiale de la Commission fixait cette rétention à 5% des actifs titrisés, taux jugé raisonnable par une majorité de députés, le rapporteur Paul TANG avait en effet proposé de la porter au minimum à 20%.

Les groupes PPE, ADLE, et ECR du Parlement européen s'étaient opposés à cette mesure. Le rapporteur fictif pour le groupe ECR Morten MESSERSCHMIDT (ECR, DK) avait notamment demandé à Paul TANG de revenir « à la réalité », tandis que la rapporteure fictive Sylvie GOULARD (FR, ALDE) lui avait rappelé qu'il fallait également « veiller à ne pas empêcher le financement de l'économie ».

Des considérations plus « politiques » s'étaient également invitées dans les discussions. Paul TANG avait annoncé vouloir lier son rapport à l'examen parallèle de la proposition de Système Européen de Garantie des Dépôts bancaires (European Deposit Insurance Scheme, EDIS) au sein du Parlement européen. Si ces deux initiatives de la Commission n'ont techniquement pas de lien, cela permettait au député néerlandais de faire de son rapport un levier politique pour tenter d'influencer les processus d'adoption des deux textes.

Ces derniers mois, la pression s'était accentuée sur les épaules du rapporteur néerlandais. Le Président de la Banque Centrale Européenne Mario DRAGHI, avait à plusieurs reprises manifesté son impatience devant la lenteur de la procédure d'examen du Parlement.

L'industrie, par le biais d'une note conjointe de 8 associations, dont la Fédération Bancaire Européenne (EBF) et l'Association européenne des gestionnaires de fonds (EFAMA), avait enjoint la Commission à conserver la rétention du risque à 5% des actifs titrisés. La contestation atteignant son propre parti, par la voix du président de la commission ECON, Roberto GUALTIERI (S&D, IT), Paul TANG a accepté de revoir ses propositions à la baisse, rendant cet accord possible.

Les « trilogues », ou négociations tripartites entre les représentants de la Commission, du Parlement et du Conseil, vont donc pouvoir débuter afin de trouver un texte de compromis pour le début de l'année 2017.

LE VICE-PRÉSIDENT VALDIS DOMBROVSKIS DÉVOILE LES PROJETS DE LA COMMISSION POUR LES GESTIONNAIRES D'ACTIFS

Le Vice-Président de la Commission Valdis Dombrovskis a profité d'un discours au Congrès européen de la gestion d'actifs, le 13 octobre dernier à Paris, pour donner un avant-goût des futures initiatives européennes en la matière.

Celui qui a repris le portefeuille de Commissaire européen à la Stabilité financière, aux Services financiers et à l'Union des Marchés des Capitaux en juillet dernier a indiqué que ces différentes actions se basaient sur une volonté de « *construire un marché unique approfondi pour les gestionnaires d'actifs* ».

En s'appuyant sur la récente consultation tenue entre le 2 juin et le 2 octobre 2016 sur la distribution transfrontière de fonds d'investissement, le Commissaire a annoncé vouloir supprimer les barrières – en particulier réglementaires – à l'investissement transfrontalier.



Valdis Dombrovskis, © Union Européenne, 2016 - CE

La réponse du groupe d'experts des usagers des services financiers (FSUG) à la consultation de la Commission

Le 31 octobre 2016, le groupe d'experts des usagers des services financiers créé par la Commission (FSUG) a publié sa réponse à la consultation sur la distribution transfrontière de fonds d'investissement.

Le FSUG considère que les investisseurs de détail ne savent, en général, pas ce que représentent les OPCVM ou les fonds d'investissement alternatifs (FIA). Par ailleurs, le groupe note que la majorité des épargnants possèdent des produits packagés et peu de titres : 32 % de la « richesse financière » des foyers européens proviennent des investissements de détail qui sont réalisés indirectement via l'assurance-vie contre 8 % directement dans des fonds. Il constate également que ces investissements indirects donnent lieu à des commissions plus élevées.

Le groupe considère ainsi que les produits financiers de détail sont souvent conseillés du fait des commissions et des avantages fiscaux qu'ils impliquent. Cette situation limiterait le niveau des investissements directs dans des titres, l'achat de produits packagés plus simples, ou bien les produits paneuropéens comme les OPCVM.

C'est dans cette logique que la Commission devrait proposer une réforme du système de passeport européen pour les fonds d'investissement, si besoin en révisant la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) et la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

En donnant l'exemple de l'obligation pour un OPCVM d'avoir un agent payeur à l'étranger pour collecter les frais de gestion, il a confirmé sa volonté de supprimer ce type d'exigence administrative « inutile ».

Par ailleurs, le Vice-Président a annoncé que la Commission devrait prochainement étudier la possibilité d'adopter une « *approche plus proportionnée* » pour les règles relatives à la rémunération des gestionnaires d'actifs. Elle compte pour cela rationaliser les multiples exigences de différents pans de la réglementation financière européenne : le règlement sur les exigences de fonds propres (CRR), la directive OPCVM, la directive AIFM ou encore la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID).

S'il estime que le cadre réglementaire européen dans le domaine de la gestion d'actifs est déjà très développé, Valdis Dombrovskis a annoncé que la Commission travaillerait néanmoins en collaboration avec le Conseil de Stabilité Financière (FSB) afin d'identifier les faibles structures subsistantes dans le secteur.

Le Commissaire européen a dévoilé une autre priorité de la Commission européenne : le marché des produits d'investissements de détail. Une prochaine évaluation de ces marchés d'investissements est d'ores et déjà prévue par l'institution. Elle se concentrera notamment sur les différentes étapes du cycle de vie des produits : leur développement, leur commercialisation, leur vente et le conseil proposé aux investisseurs.

La Commission a également demandé aux Autorités Européennes de Supervision (ESA) d'étudier la transparence des investissements de détail de long terme et des retraites professionnelles, et de réaliser une analyse de leurs performances et de leurs coûts.

Une initiative législative de la Commission suivant la consultation sur la distribution transfrontière de fonds d'investissement est attendue pour 2017.

VERS UN TRAITEMENT PRUDENTIEL SPÉCIFIQUE DES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT

La Commission européenne et les Autorités Européennes de Supervision (ESA) continuent à proposer des mesures pour rendre le traitement prudentiel des institutions financières européennes plus proportionné. L'Autorité Bancaire Européenne (EBA) a récemment lancé plusieurs actions pour favoriser un traitement prudentiel « *sur mesure* » des sociétés d'investissement.

Un avis sur le traitement prudentiel des sociétés d'investissement d'importance systémique

Le 20 octobre, l'EBA a publié un avis sur l'application du régime prudentiel défini par la directive et le règlement sur les exigences en fonds propres (CRR et CRDIV). Cet avis définit en particulier les critères potentiels pour évaluer si les sociétés d'investissement relèvent de ce cadre prudentiel.

Les quatre critères retenus par l'EBA sont les suivants :

1. L'importance systémique de l'institution ;
2. Son interconnexion avec le système financier ;
3. Sa complexité ;
4. La poursuite d'activités bancaires (*bank-like activities*).

Sur la base de ces critères, l'EBA conclut que seules les institutions d'importance systémique mondiale (*Global Systemically Important Institutions*, GSIs) et les autres institutions d'importance systémique (*Other Systemically Important Institutions*, OSIs) devraient être soumises à l'intégralité des exigences prudentielles de CRR et CRD.

Une proposition de révision du traitement prudentiel des sociétés d'investissement non-systémiques

Quelques jours après la publication de l'avis de l'EBA, le 4 novembre, l'Autorité a également lancé une consultation sur le traitement prudentiel des sociétés d'investissement à caractère non-systémique et aux activités non-assimilables à des activités bancaires dans le cadre de CRR et CRDIV.

L'Autorité s'adresse en priorité aux sociétés d'investissement entrant dans le champ d'application de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II), mais aussi à celles sous l'autorité de la directive OPCVM, ainsi que les gestionnaires de fonds reconnus par la directive sur les Fonds d'investissement alternatifs (AIFMD).

Cette consultation propose en particulier une simplification de ce traitement prudentiel qui serait basé sur deux facteurs principaux : les risques que feraient courir les sociétés d'investissement aux consommateurs et ceux qu'elles poseraient à l'intégrité et à la liquidité du marché.



Andrea Enria, Président de l'Autorité Bancaire Européenne (EBA), au cours d'une audition à la Commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, © Union Européenne, 2013 - PE

Le calcul des exigences en capital serait adapté en conséquence et effectué sur la base des facteurs de capital (*K-factors*) qui sont attribués à ces deux types de risques.

Par ailleurs, l'EBA propose trois alternatives pour imposer des exigences minimum en termes de liquidité aux entreprises d'investissement. Chacune vise à apprécier de manière « *appropriée* » le profil de liquidité des sociétés concernées en opposition, selon l'Autorité, aux standards internationaux de ratio de liquidité à court-terme (LCR) et de ratio de financement à long terme (NSFR) :

- L'adoption d'une « *capacité de contrebalancement* », où le total des créances et des actifs liquides et négociables qu'une société d'investissement peut utiliser pour rencontrer ses exigences en capital pourrait être mesurée contre les créanciers (*payables*)
- La création d'exigences de liquidité allant au-delà des exigences nécessaires à la simple « *survie* » de la société d'investissement ;
- La création d'une exigence de détention d'un montant minimum d'actifs liquides, lié à une portion des exigences en capitaux propres des sociétés d'investissement.

L'EBA doit s'appuyer sur les réponses à cette consultation pour présenter ses conclusions à la Commission européenne d'ici le 30 juin 2017. Selon ses dernières annonces, la Commission pourrait proposer une initiative législative par la suite.

EUVECA / EUSEF : LES INSTITUTIONS SE POSITIONNENT

Suite à la proposition de la Commission, publiée le 14 juillet dernier, offrant de réviser les règlements relatifs aux fonds de capital-risque européens (EuVECA) et aux fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF), les institutions européennes commencent à publier leurs rapports et positions sur le sujet.

Pour rappel, les labels EuVECA et EuSEF ont été « créés afin de donner aux acteurs du marché de nouvelles possibilités de lever et d'investir des capitaux dans de petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises sociales ». Leur révision fait partie du projet d'Union des Marchés de Capitaux et vise plus particulièrement à encourager le financement par les marchés ainsi qu'à favoriser l'innovation par le capital-risque.

Les recommandations de la BCE

L'institution de Francfort, dans son avis du 12 septembre 2016 « soutient » l'ensemble des propositions de la Commission, et notamment les deux points principaux du projet de règlement :

- L'autorisation pour les plus grands gestionnaires de fonds (plus de 500 millions d'euros d'actifs) de commercialiser et gérer des fonds EuVECA et EuSEF ;
- L'élargissement de la taille limite des entreprises pouvant se financer via ces fonds, en portant leur nombre maximum de salariés à 499 employés.

Ses seules remarques concernent les dispositions liées à l'enregistrement des fonds et de leurs gestionnaires. La BCE encourage l'utilisation par la Commission des standards internationaux pour l'identification des titres (*International Securities Identification Number*, ISIN) et l'identification des entités légales (*Legal Entity Identifier*, LEI).

L'institution propose d'introduire ces standards, et ce de manière obligatoire, dans la liste des informations à fournir pour enregistrer les fonds EuVECA et EuSEF ainsi que leurs gestionnaires, de même que dans les bases de données devant être formées par l'ESMA.

Le Conseil publie sa position

Les Etats membres du Conseil de l'UE ont adopté, le 16 décembre dernier, une position commune qui ne modifie pas les principaux points de la proposition de la Commission. Des modifications proposées par le Conseil concernent cependant certaines dispositions prudentielles du projet d'initiative de la Commission :

- Les fonds gérés de manière interne et externe doivent avoir un capital initial de 50 000 euros ;
- Les fonds propres nécessaires pour les gestionnaires de fonds EuVECA et EuSEF ne devraient jamais dépasser un sixième des dépenses (*turnover*) de l'année précédente ;
- Le texte du Conseil reprend les exigences supplémentaires pour les fonds dépassant 250 millions d'euros définies dans la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFMD), qui se chiffrent à 0,2 % du montant dépassant le seuil des 250 millions.

La position du Conseil étant arrêtée, les discussions interinstitutionnelles ne pourront commencer qu'une fois que le Parlement européen aura fait de même.

La proportionnalité des mesures, point central du projet de rapport du Parlement européen

Le projet de rapport de Sirpa PIETIKÄINEN (PPE, FI) publié le 13 décembre 2016, souhaite introduire davantage de proportionnalité dans les propositions de la Commission. Ce texte servira de base de discussion pour le Parlement européen avant l'adoption d'un rapport définitif sur le dossier, potentiellement en mai 2017.

Alors que la Commission a choisi de maintenir à hauteur de 100 000 euros la somme minimum devant être investie sur les fonds EuVECA et EuSEF, la députée finlandaise propose d'abaisser ce seuil à 50 000 euros pour les fonds EuSEF. De même, la rapporteure suggère de baisser les exigences en fonds propres pour les fonds EuVECA et EuSEF, en particulier pour ceux « de petite taille ». Sirpa PIETIKÄINEN propose que le niveau de fonds propres pour les fonds EuVECA et EuSEF soit fixé, de manière « proportionnelle », directement par le règlement afin d'éliminer les possibles divergences d'interprétation entre autorités nationales.

Pour les fonds ne dépassant pas 250 millions d'euros, le projet de rapport propose que les exigences en fonds propres soient fixées à hauteur d'un huitième des frais généraux (*overheads*) sur l'année d'activité précédente. Pour les fonds dépassant ce seuil, l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA) serait chargée de définir, via des normes techniques réglementaires, ce qui correspond à des « fonds propres suffisants ».



Sirpa Pietikäinen (PPE, FI) en session plénière du Parlement européen, © Union Européenne, 2016 - PE

Le projet de rapport propose également que les gestionnaires des fonds EuVECA et EuSEF soient autorisés à effectuer des activités de marketing de leurs fonds dans d'autres Etats membres, comme proposé par la Commission, mais aussi à gérer des fonds situés dans d'autres Etats membres via le passeport européen.

Enfin, la rapporteure souhaite que l'ESMA – et non les autorités nationales – soit chargée de l'attribution et de la gestion des labels EuVECA/EuSEF, de l'enregistrement des fonds et de leurs gestionnaires.

Le projet de rapport a subi un premier examen de la Commission des Affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen, le 12 janvier dernier. Une majorité de députés se sont montrés en faveur des propositions de Sirpa PIETIKÄINEN, à l'exception notable de la députée

française Pervenche BERES (S&D, FR), qui s'est inquiétée des effets de ces baisses des exigences réglementaires sur la stabilité du système financier et du rôle prépondérant de l'ESMA vis-à-vis des autorités nationales.

La Commission ECON votera sur le projet de rapport amendé les 22 et 23 mars prochains. Le Parlement européen devra ensuite fixer une position commune en adoptant ce rapport en session plénière d'ici mai 2017.

Les négociations triparties (trilogues) entre les représentants du Parlement, du Conseil, et de la Commission pourront ensuite commencer afin de trouver un texte de compromis.

AIFMD / OPCVM : LES LIGNES DIRECTRICES SUR LES POLITIQUES DE RÉMUNÉRATION PUBLIÉES



Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), © Union Européenne, 2014

Les nouvelles lignes directrices sur les politiques de rémunération pour les gestionnaires d'OPCVM et de fonds d'investissement alternatifs s'appliqueront à partir du 1er janvier 2017 après que le 14 octobre 2016, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié leurs versions finales dans toutes les langues officielles de l'Union.

Cette publication formalise les dispositions annoncées dans le rapport que l'ESMA avait publié le 31 mars 2016 et qui incluait les futures lignes directrices pour chaque texte :

1. Les lignes directrices relatives aux bonnes politiques de rémunération au titre de la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM V) ;
2. Les lignes directrices relatives aux politiques de rémunération applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM), en application de la directive encadrant leurs activités (AIFMD).

Les autorités nationales de supervision avaient jusqu'au 14 décembre 2016 pour notifier à l'ESMA si elles décident d'appliquer ou non ces lignes directrices qui s'appliquent au personnel dont les activités professionnelles ont « une

incidence substantielle sur les profils de risque des sociétés de gestion ou des OPCVM qu'elles gèrent ».

Les dispositions proposées s'alignent en partie sur les premières lignes directrices découlant de la directive AIFM et définissent une série d'exigences portant notamment sur :

- La rémunération variable du personnel en instruments financiers ;
- La définition des commissions de performance ;
- L'application des différentes règles sectorielles prévues par les directives AIFM et CRD IV en matière de rémunération.

Ces lignes directrices précisent également le traitement des sociétés de gestion en tant que filiale d'un groupe, les exigences d'alignement du risque et la transparence des politiques de rémunération. Elles définissent également des exemptions à destination des gestionnaires de fonds « *plus petits* » ou avec une structure organisationnelle ou opérationnelle peu complexe.

Les lignes directrices s'appliqueront pour la première fois pour les primes versées en 2018.

MMF : LES NÉGOCIATIONS ABOUTISSENT ENFIN

Plus de trois ans après la proposition originale de la Commission européenne, les co-législateurs sont parvenus à trouver un accord sur un règlement encadrant les fonds monétaires (*Money Market Funds*, MMF).

Le texte de compromis porte création d'un nouveau type de fonds monétaire, voulue par le Parlement européen, les fonds à faible volatilité (LVNAV). Ces derniers feront l'objet d'un encadrement « *strict* », notamment vis-à-vis de:

- La variation de leurs portefeuilles, dont la valeur nette des actifs (NAV) ne devra pas fluctuer de plus de 20 points de base ;
- La concentration de leurs portefeuilles ;
- La limitation de l'utilisation de la méthode amortie de comptabilité pour l'évaluation des actifs ;
- La transparence de leurs activités et les informations fournies aux autorités de supervision ainsi qu'aux investisseurs.

Par ailleurs, le texte instaure également des exigences quotidiennes et hebdomadaires pour pouvoir effectuer les potentielles demandes de rachat, ainsi qu'un régime de taxes en cas de baisse de liquidité.

Cet accord introduit également la création d'un nouveau type de fonds monétaire à valeur constante (CNAV), les «*Public debt CNAV*». Ces derniers doivent investir un minimum de 99,5 % de leurs actifs dans les dettes publiques des Etats membres et non-membres de l'UE, ainsi que dans des banques centrales et autres institutions financières précisées par le règlement.

La Commission aura la possibilité, sous 5 ans après l'en-

trée en vigueur du règlement, d'exiger des *Public debt CNAV* un minimum de 80 % d'investissement dans la dette publique des pays membres de l'UE, si elle estime que les nouveaux fonds LVNAV ne remplissent pas suffisamment efficacement leurs fonctions.

Les discussions se sont débloquées au cours des mois d'octobre et de novembre. Le désaccord principal entre les institutions concernait l'introduction, soutenue par le Parlement européen, d'une clause de conversion obligatoire à terme – ou « *sunset clause* » – qui aurait prévu la transformation, au bout de 5 ans, de ces LVNAV en des fonds à valeur liquidative variable (VNAV). Cette clause a disparu de l'accord final devant le désaccord du Conseil de l'UE.

L'accord fixe également les exigences minimales de liquidité pour les CNAV et LVNAV :

- 10 % des actifs totaux du fonds pour les exigences quotidiennes ;
- 30 % des actifs totaux du fonds pour les exigences hebdomadaires ;

Pour les VNAV :

- 7,5 % des actifs totaux du fonds pour les exigences quotidiennes ;
- 15 % des actifs totaux du fonds pour les exigences hebdomadaires.

Après la finalisation des discussions techniques entre les représentants des trois institutions – Parlement, Conseil et Commission – l'accord sera soumis au Conseil, ainsi qu'au Parlement européen, pour une adoption officielle et définitive.



Neena Gill (S&D, UK), rapporteure du dossier MMF pour le Parlement européen, © Union Européenne, 2016 - PE

PRIIPS : REJET DES PROJETS DE NORMES TECHNIQUES ET REPORT DE L'APPLICATION DU TEXTE



Session plénière du Parlement européen, © Union Européenne, 2016 - PE

Les projets de normes techniques (RTS) du règlement sur les produits d'investissement packagés de détail basés sur l'assurance (PRIIPs) ont été à l'origine d'un véritable bras de fer entre la Commission et les co-législateurs, Parlement européen en tête.

Le 14 septembre 2016, les eurodéputés ont voté une résolution rejetant les projets de RTS proposés par la Commission et définissant le document d'informations clés (*Key Information Document*, KID) à fournir aux consommateurs lors de leurs achats de PRIIPs.

Les députés Sven GIEGOLD (Les Verts/ALE, DE) et Syed KAMALL (ECR, UK), lors du vote de la résolution, avaient notamment jugé que ce document ne reflétait pas fidèlement les risques et les caractéristiques spécifiques au marché de l'assurance associés à ces produits et les déservaient lorsqu'ils étaient comparés à d'autres catégories de produits d'investissement de détail.

Ces positions font écho aux critiques récurrentes des députés des autres groupes PPE, ALDE et S&D du Parlement. Dès le 30 juin dernier, la Commission ECON, par le biais de son président Roberto GUALTIERI (S&D, IT), avait adressé une lettre commune à la Commission, présentant les « inquiétudes » des députés de tous bords politiques concernant ce document d'informations clés.

Les Autorités Européennes de Supervision (ESA), chargées par la Commission de préparer ces projets de normes, ont pris acte de ce refus et ont repris leurs travaux. Une nouvelle proposition devrait voir le jour d'ici le 21 décembre prochain.

Autre enjeu à l'origine du rejet du texte, sa date d'application. Initialement fixée au 1er janvier 2017, la date d'application du règlement PRIIPs avait été la cible des critiques de l'industrie. L'Association européenne des banques coopératives (EACB), le Groupe des banques d'épargne et de détail (ESBG), ainsi que la fédération européenne des assureurs et réassureurs Insurance Europe, particulièrement mobilisée sur le dossier, avaient jugé le délai accordé par la Commission trop court pour se conformer aux dispositions du règlement. Le Parlement européen, ainsi que 24 Etats Membres du Conseil de l'UE, avaient fait écho à ces préoccupations.

Devant le front commun du Parlement, du Conseil de l'UE et de l'industrie, la Commission s'est résolue à proposer le 9 novembre dernier un projet de règlement reportant la date d'application du règlement PRIIPs du 1^{er} janvier 2017 au 1^{er} janvier 2018. Ce projet de règlement, suivant la procédure législative ordinaire, a été adopté par le Parlement puis le Conseil, respectivement le 1^{er} et le 8 décembre derniers.

CSDR : LA COMMISSION ADOPTE DES RÈGLES « PROPORTIONNÉES » SUR LA DISCIPLINE DE RÈGLEMENT ET LES SANCTIONS

Dans sa communication du 23 novembre dernier sur les conclusions vis-à-vis de l'Appel à témoignage (*Call for Evidence*) sur le cadre réglementaire des services financiers au sein de l'Union Européenne, la Commission européenne examine de nombreux éléments de la législation européenne, leur impact et leurs interactions (voir infra). La Commission y affirme notamment sa volonté de prendre des mesures pour améliorer la liquidité des marchés qui aurait souffert des nouvelles exigences réglementaires.

Parmi les textes évoqués se trouve le règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) et en particulier l'acte délégué adopté le 11 novembre sur les sanctions pécuniaires et la discipline en matière de règlement.

Par le biais de cet élément de législation secondaire, la Commission indique avoir « *proposé d'introduire des règles plus proportionnées pour les instruments moins liquides* », dans le but évoqué précédemment de garantir la liquidité des marchés. Il définit le concept d'« *instruction de règlement* » ce qui n'était pas le cas dans CSDR et les modalités de calcul des sanctions en cas de défaut de règlement.

L'acte délégué fixe également les critères d'évaluation de l'« *importance substantielle* » des activités des dépositaires centraux de titres (DCT) dans les États membres d'accueil et les seuils applicables pour identifier ces dépositaires.

Une série de normes techniques adoptée par la Commission

Outre l'acte délégué relatif aux sanctions en cas de défaut de règlement et l'importance des activités des DCT, la Commission européenne a adopté une série de normes techniques visant à compléter les obligations définies par CSDR :

1. Trois normes techniques de réglementation (RTS) concernant :
 - Les exigences opérationnelles, d'agrément et de surveillance applicables aux DCT ;
 - Le contenu de la notification relative aux règlements internalisés ;
 - Certaines exigences prudentielles applicables aux DCT et aux établissements de crédit qui offrent des services accessoires de type bancaire.
2. Deux normes techniques d'exécution (ITS) concernant :
 - Les procédures d'agrément des DCT, la coopération entre autorités nationales compétentes et le format des enregistrements à conserver par les DCT ;
 - Les procédures pour la notification et la transmission d'information sur les règlements internalisés.

Les cinq normes techniques ont été rédigées par les autorités européennes de supervision (ESA) et approuvées sans modification par la Commission.



Pile de documents en session plénière du Parlement européen, © Union Européenne, 2014 - PE

EMIR : LA COMMISSION PUBLIE SON RAPPORT

« Il ne semble pas qu'il soit nécessaire de modifier fondamentalement la nature des exigences essentielles du règlement EMIR, qui sont indispensables pour assurer la transparence et l'atténuation des risques systémiques sur les marchés de produits dérivés », indique la Commission européenne en conclusion de son rapport.

Comme dans le cas plus général du processus d'évaluation des réformes financières post-crise, la Commission estime que le cadre réglementaire actuel ne nécessite pas de révision en profondeur mais des ajustements ciblés, afin d'y apporter plus de proportionnalité et de ne pas entraver le financement de l'économie.

L'exercice lancé en 2015 avec une consultation publique était relativement inédit et quelque peu périlleux : dresser un bilan du règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les chambres de compensation et les référentiels centraux (EMIR) et sa mise en œuvre alors même qu'une partie des obligations qu'il introduit ne sont pas encore appliquées.

Le rapport qui en résulte énumère les domaines dans lesquels les exigences définies pourraient être revues afin de les simplifier et d'en améliorer l'efficacité. Le rapport propose par exemple la mise en place d'un « mandat » pour l'approbation des modèles de marge initiale par les autorités afin de réduire les incertitudes pour les établissements financiers concernant leur conformité.

Il souligne la nécessité de rationaliser les obligations de déclarations comme celles sur les transactions antérieures à l'entrée en application cette obligation (*backloading*). Le rapport estime également que le fonctionnement des référentiels centraux pourrait être amélioré, notamment via l'introduction de méthodes pour une agrégation des

données plus efficace.

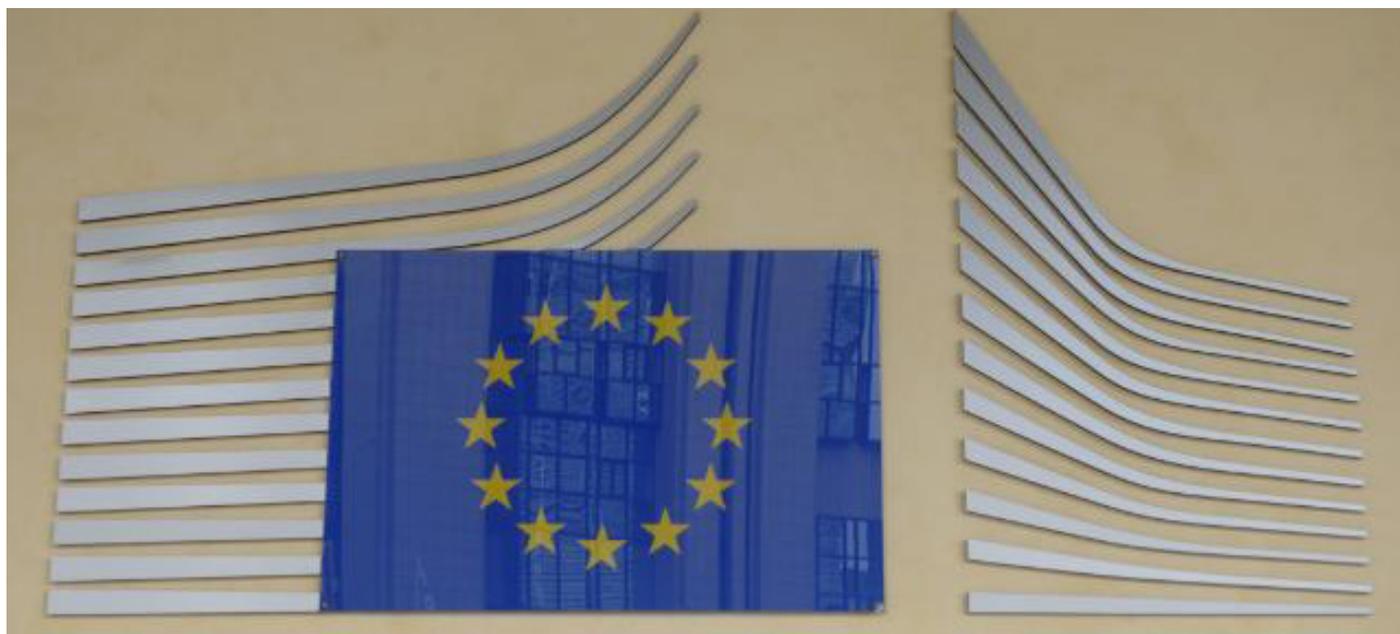
Autre axe du rapport, la Commission juge souhaitable de réduire certains coûts ou contraintes qui peuvent s'avérer « disproportionnés » au vu des objectifs du règlement EMIR. Premier constat, le champ d'application du règlement pourrait être considéré comme trop étendu.

L'exigence de compensation de contrats dérivés conclus avant l'entrée en vigueur de l'obligation (*frontloading*) est particulièrement visée. De même, les exigences imposées aux contreparties non financières, aux contreparties financières de petite taille ou encore aux fonds de pension seront soumises à un examen approfondi et leur révision pourrait être proposée l'année prochaine.

Le règlement EMIR devrait ainsi faire l'objet d'une révision dès le début de l'année 2017 avec l'objectif « d'éviter les coûts et charges disproportionnés pour les petites entreprises du secteur financier, certaines autres entreprises et les fonds de pension, ainsi que de simplifier les règles sans mettre en péril la stabilité financière ».

Dans ses conclusions, la Commission ne spécifie pas quelles mesures elle souhaite mettre en œuvre pour atteindre cet objectif mais les travaux des autorités européennes de supervision peuvent d'ores et déjà fournir des pistes (voir infra).

Comme dans le cas du règlement et de la directive sur les exigences de fonds propres bancaires (CRR/CRD) dont la Commission a proposé la révision en novembre 2016, les consultations et les résultats de l'appel à témoignages (*Call for Evidence*) ont joué un rôle central dans l'action de la Commission, marquant un véritable tournant dans le processus de décision de cette dernière.



Logo de la Commission sur le bâtiment Berlaymont, © Union Européenne, 2014 - CE

EMIR : VERS UN REPORT DE L'OBLIGATION DE COMPENSATION POUR LES PETITES CONTREPARTIES



Steven Maijor, Président de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), © Union Européenne, 2011 - PE

En juillet dernier, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a évoqué un délai supplémentaire de deux ans pour les petites contreparties financières concernant l'obligation de compensation prévue par le règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les chambres de compensation et les référentiels centraux (EMIR).

Cette proposition, formulée à l'occasion d'une consultation, a bénéficié d'un accueil favorable au sein de l'industrie financière européenne, qui a souligné les bénéfices pour les petits établissements bancaires ou autres institutions financières aux activités limitées sur ce type de marchés.

La fédération bancaire européenne (FBE), l'Association européenne des banques coopératives (EACB) ou Insurance Europe ont ainsi salué un possible report de deux ans de l'application de l'obligation de compensation pour cette catégorie d'institutions – la catégorie 3 – qui rassemblent les contreparties financières dont les positions sont inférieures à 8 milliards d'euros.

Outre cet accueil favorable, l'EACB appelle à une exemption permanente de cette catégorie d'acteurs. L'EBF alerte quant à elle sur la difficulté d'accès aux services de compensation qui révélerait des problèmes structurels et qui ne seraient pas résolus par un délai supplémentaire pour

la compensation centrale.

Le Comité Européen du Risque Systémique (ESRB) a au contraire fait savoir que la proposition de l'ESMA d'accorder un délai supplémentaire aux petites institutions financières pour la compensation centrale pourrait provoquer des situations d'aléa moral.

Pour l'ESRB, un tel report retarderait la totalité des compensations au sein de nombreux pays car ces institutions représentent plus de 90 % des contreparties européennes de l'Union. De plus, leur interconnexion avec des contreparties d'autres catégories via certaines transactions poserait des risques systémiques au niveau européen.

Malgré cette mise en garde de l'ESRB, le rapport final de l'ESMA publié le 14 novembre 2016 recommande de reporter de deux années la mise en place progressive (*phase-in period*) de l'obligation de compensation pour les dérivés négociés de gré à gré applicable aux contreparties financières dont l'activité liée aux dérivés est limitée.

Si la Commission européenne suit la recommandation de l'ESMA, l'application de l'obligation de compensation pour cette catégorie d'acteurs serait repoussée jusqu'au 21 juin 2019. L'exécutif européen doit statuer avant le 14 février 2017.

EMIR : LES AUTORITÉS DE SUPERVISION DÉSAVOUENT LA COMMISSION

Suite aux réformes post-crise, les Autorités européennes de supervision (ESA) ont été chargées de rédiger de nombreux avis et normes techniques pour assurer la bonne application des législations européennes adoptées depuis 2008.

Pour certains de ces standards réglementaires, l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) ont même le pouvoir de s'opposer à la volonté de la Commission européenne, responsable de l'adoption de la législation secondaire.

Le 9 septembre 2016, le Comité conjoint des ESA a ainsi appelé la Commission à retirer les amendements qu'elle souhaitait apporter aux normes techniques de réglementation (RTS) concernant les techniques de limitation du risque pour les produits dérivés échangés de gré à gré qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale (CCP).

Ces normes destinées à préciser les obligations du règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les CCP et les référentiels centraux (EMIR) avaient été proposées par les ESA le 8 mars 2016 puis le 28 juillet mais la Commission avait conditionné leur adoption à certaines modifications.

Principal point de désaccord, les trois autorités européennes estiment que la proposition de la Commission de supprimer les limites de concentration aux marges initiales pour les régimes de pensions consisterait à revenir sur des dispositions cruciales de réduction des risques pour les fonds de pension.

Les ESA considèrent également comme problématiques les amendements introduits par la Commission, par exemple en ce qui concerne le traitement des détenteurs d'obligations sécurisées, le calcul du seuil pour les juridictions ne pratiquant pas le netting ou l'exclusion des produits dérivés qui n'ont pas été compensés (*non-centrally cleared derivatives*) du champ d'application d'EMIR. En conséquence, elles proposent nombre de modifications au projet de RTS de la Commission.

En application de la procédure d'adoption des normes techniques de réglementation, la Commission n'a pas la possibilité de modifier « *le contenu du projet de norme élaboré par l'Autorité sans coordination préalable avec cette dernière* ».

Ainsi, il existe un risque que le blocage entre les autorités et la Commission persiste. Ciblée dans le rapport de cette dernière (voir infra), l'avenir de l'exemption accordée pour les fonds de pension pourrait être directement décidé par les législateurs à l'occasion de la révision d'EMIR.



Drapeaux européens devant le bâtiment Berlaymont de la Commission européenne, © Union Européenne, 2007 - CE

La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro ISSN : 2428-0771



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