



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 21 - Janvier à Avril 2017

afti
La dynamique du post-marché

Editorial

Brexit : le chamboule-tout britannique	3
UMC : une consultation sur les actions lancées et à venir	5
UMC : la Commission cible les barrières nationales à la libre circulation des capitaux.....	7
Droit des titres : la Commission lance une consultation sur les règles de conflit de lois	8
MIF II : les nouvelles mesures d'exécution publiées par l'ESMA	9
Vers une réforme de la supervision financière ?	10
Fintech : la Commission lance une consultation	11
OPCVM : les principes de l'ESMA pour définir des classes d'actions....	12
MMF : le Parlement adopte l'accord	12
PRIIPs : les nouvelles normes techniques adoptées.....	13
La directive sur les droits des actionnaires formellement adoptée.....	14
TTFE : vers un abandon ?.....	14
CSDR : l'ESMA publie de nouvelles lignes directrices.....	15
SFTR : les mesures d'exécution soumises à l'adoption de la Commission	16
DLT : les régulateurs continuent leurs travaux exploratoires.....	17
EMIR : les recommandations de l'ESMA pour une révision	18
CCP R&R : les discussions au ralenti	18

BREXIT : LE CHAMBOULE-TOUT BRITANNIQUE

Depuis un an, les scrutins nationaux au sein des Etats membres se sont succédés comme autant de référendums sur l'Union européenne. Après le vote britannique du 23 juin 2016 en faveur du Brexit, la vague eurosceptique tant redoutée à Bruxelles et dans les capitales européennes aura finalement été contenue en Autriche, aux Pays-Bas et en France.

Alors que l'incertitude politique s'estompe pour quelques mois, c'est l'issue des négociations entre le Royaume-Uni et les 27 autres Etats membres (l'UE-27) qui reste la grande inconnue. Le 29 mars dernier, en notifiant officiellement au Conseil sa volonté de quitter l'Union européenne en vertu de l'article 50 du Traité sur l'UE, le gouvernement britannique a en effet enclenché le compte à rebours du processus de négociation qui doit durer deux ans au maximum, sauf unanimité des parties prenantes pour les prolonger.

Les grandes postures de négociation affichées le 17 janvier à Lancaster House par Theresa May puis le 29 avril à Malte par les 27 Etats membres semblent présager des discussions difficiles, alors qu'un « *clean Brexit* », pour reprendre la terminologie de la première ministre britannique, n'a jamais paru être autant d'actualité.

Des positions de négociation difficiles

De priorités en lignes rouges, les deux parties ont tracé le cadre de la négociation à venir. Du côté des européens, la volonté de faire bloc et de rester unis a été érigée en principe cardinal. Concrètement, cela implique qu'aucune approche secteur par secteur – a fortiori pour les services financiers – n'est envisageable. Potentiel facteur de division pour les 27, une négociation privilégiée sur certains secteurs économiques clés fut pourtant un temps espérée par les britanniques.

Par ailleurs, l'indissociabilité des quatre libertés fondamentales de l'Union, à savoir la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes, a été continuellement réaffirmée par les institutions européennes. Ce principe a d'ailleurs conduit Theresa May, qui souhaite reprendre le contrôle de l'immigration intra-européenne, à opter pour la sortie du marché unique, tout en appelant à la conclusion des accords de libre-échange les plus exhaustifs possibles.

Avant cela, européens et britanniques devront déjà s'entendre sur le séquençage du processus en lui-même : pour engager les négociations visant à définir les relations futures, l'UE 27 pose en préalable « *des progrès suffisants* » relatifs aux modalités de départ du Royaume-Uni, ayant notamment trait aux engagements financiers réciproques. Les premières estimations officieuses de la Commission font état d'une facture – vivement contestée par les britanniques – s'établissant entre 60 et 100 milliards d'euros... l'équivalent de près d'une décennie de contribution nette britannique au budget européen !

Seul élément partagé : le souhait d'une sortie « ordonnée ». C'est dans cet esprit que Theresa May a invoqué l'intégration du droit communautaire dans le droit britannique au lendemain du retrait effectif via l'adoption d'une « *Great Repeal Bill* ». De même, un accord sur des mesures transitoires est envisageable, même si les Européens ont clairement averti que l'application de la réglementation et de la supervision européenne aux acteurs britanniques, l'autorité de la Cour de Justice de l'UE en Grande Bretagne et la participation au budget européen devraient constituer les préconditions à un tel dispositif.

Les services financiers européens et britanniques dans le flou

Un retrait du marché unique entrainera de fait un abandon du passeport financier dont bénéficient les acteurs installés en Grande-Bretagne. Les régimes d'équivalence, un temps envisagés, semblent inadaptés pour les suppléer : outre leur champ d'application aujourd'hui réduit, ils

n'apportent aucune certitude en termes de pérennité – l'octroi et le retrait étant à la discrétion de la Commission – et impliquent que le droit britannique devra scrupuleusement s'adapter au droit européen, alors que l'un des axes forts des Brexiteurs a justement été la volonté de reprendre le contrôle de l'élaboration de la loi britannique.

Côté européen, l'approche en matière de services financiers est essentiellement abordée sous l'angle de la stabilité financière. Les activités de post-marché, rouages essentiels du fonctionnement des marchés financiers, y occuperont un poids particulier. La Commission a ainsi fait part de son intention de présenter en juin de nouvelles propositions législatives sur les chambres de compensation situées en dehors de l'UE « *qui compensent des volumes importants d'instruments dérivés libellés en monnaies de l'UE et qui jouent un rôle systémique clé pour les marchés financiers de l'UE* ».

Différentes options réglementaires sont envisagées : un système d'équivalence – même si imparfait, l'application extraterritoriale de la supervision européenne ou encore une relocalisation des activités de compensation vers l'Union à 27. Cet exemple précis démontre l'ampleur de la tâche, alors que chaque partie semble anticiper un blocage : « *no deal is better than a bad deal* » a affirmé Theresa May en février. « *L'UE se préparera en cas d'échec des négociations* » lui ont répondu les 27 chefs d'Etats membres en avril dernier, ajoutant qu'il n'y aurait « *d'accord sur rien tant qu'il n'y aurait d'accord sur tout* ».

Trois scénarios sur l'issue des négociations prévalent: un accord à la fois sur la séparation et sur les relations futures, incluant un accord de libre-échange, qui devra être ratifié par les 27 Etats membres et une dizaine de parlements nationaux ; en l'absence d'accord sur les relations futures, des relations UK-UE27 régies par l'organisation mondiale du Commerce (OMC) ; aucun accord, ni sur la séparation ni sur les relations futures, ce qui provoquerait un « chaos » juridique généralisé et laisserait les relations UK-UE27 sous l'égide de l'OMC.

Un facteur d'intégration ?

Sabine Lautenschläger, membre du Directoire de la Banque centrale européenne (BCE), ne s'y est pas trompée le 4 mai dernier à Francfort. Affirmant que « *se préparer pour le pire est la pratique avisée à mettre en œuvre* », elle a enjoint les établissements bancaires localisés en Grande-Bretagne à prendre rapidement toutes les mesures nécessaires pour poursuivre leurs activités en Europe, au cas où le pays deviendrait un simple pays tiers ; à savoir : engager les procédures pour relocaliser dans l'UE les structures tournées vers le vieux continent.

Le Brexit et la révision en cours de la réglementation bancaire européenne sont perçus par la BCE comme une opportunité pour finaliser l'Union bancaire tout en reprenant la main sur certains pans de la supervision européenne. Sous prétexte de prévenir toute course au moins-disant réglementaire entre les pays européens pour attirer des activités bancaires, l'institution de Francfort vise en particulier la supervision des filiales d'acteurs localisés dans des pays tiers, aujourd'hui réalisée par les autorités nationales compétentes des Etats membres. Par conséquent, les filiales d'établissements bancaires de pays tiers, qui peuvent profiter aujourd'hui d'une supervision nationale parfois plus souple, pourraient par ricochet être également concernées...

Après une période électorale sous tension, le Brexit est redevenu le premier facteur d'instabilité, pour l'UE et ses différents acteurs. À l'inverse, la sortie du Royaume-Uni est aujourd'hui un catalyseur d'unité politique et d'harmonisation réglementaire au sein de l'UE à 27. De même, le résultat de l'élection présidentielle française et la nomination d'un gouvernement résolument pro-européen laissent augurer une volonté d'une intégration européenne renforcée portée par la France. Toutefois, la prudence doit rester de mise : les événements des derniers mois ont démontré à plusieurs reprises que les réalités d'un jour peuvent être balayées en quelques heures. La seule certitude partagée par l'ensemble des acteurs est que l'UE est sur une ligne de crête, et que tous les scénarios restent ouverts.

UMC : UNE CONSULTATION SUR LES ACTIONS LANCÉES ET À VENIR



Valdis Dombrovskis, Vice-président de la Commission européenne en charge des services financiers © Union Européenne, 2017 - CE

Afin de sonder les parties prenantes sur les initiatives qu'elle a proposées en vue de construire une Union des Marchés de Capitaux (UMC), la Commission européenne a lancé une consultation sur l'évaluation à mi-parcours de son projet transversal le 20 janvier 2017. La consultation se présentait sous six axes et recensait les initiatives en cours ou à venir dans chacun de ces domaines.

Son premier axe s'intéresse au financement de l'innovation, des start-ups et des entreprises non cotées. La Commission y annonce notamment sa volonté de collaborer avec les Etats membres et les Autorités Européennes de Supervision (ESA) afin d'évaluer la pertinence d'un cadre européen pour une approche coordonnée des montages de prêts par les fonds (*loan origination by funds*).

Un autre axe de la consultation se concentre sur les investissements de long-terme, d'infrastructures et durables. La Commission souhaite par exemple alléger les charges notamment administratives pesant sur les acteurs du secteur afin d'améliorer le financement de l'économie. Dans cette logique, elle a annoncé qu'elle publierait un bilan des actions faisant suite à la Communication du 23 novembre 2016 sur les suites de l'Appel à témoignages (*Call for Evidence*) sur l'impact cumulé des réformes financières.

La publication d'une consultation de l'Autorité bancaire européenne (EBA) sur des propositions concrètes pour réduire les charges liées au reporting prudentiel a été annoncée. Une telle action pourrait se traduire par un alignement des exigences de reporting de supervision, sta-

tistiques et macroprudentiel ainsi qu'une meilleure cohérence entre les définitions utilisées dans les différentes législations financières européennes. La Commission souligne également que l'évaluation des résultats obtenus à la consultation sur les principales barrières à la prestation transfrontière de fonds d'investissement pourrait mener à de potentielles « actions législatives et non législatives ».

Outre le financement par les marchés publics et le renforcement des capacités bancaires de prêt à l'économie réelle, la Commission a fait du soutien à l'investissement de détail et à l'innovation l'une des priorités de l'UMC. Elle a notamment lancé une consultation sur les FinTechs et leur potentiel impact le 23 mars dernier (*Cf. infra*). L'un des principaux enjeux de ce processus sera de déterminer l'approche réglementaire à appliquer à ces nouvelles technologies et activités. Le Parlement européen et sa commission des affaires économiques et monétaires (ECON) se sont également saisis du sujet. Les parlementaires devraient se prononcer prochainement sur le rapport d'initiative sur les FinTechs de Cora van Nieuwenhuizen (ALDE, NL) dont les principaux axes sont la cybersécurité, la protection des consommateurs, la stabilité financière, et l'expérimentation contrôlée des nouvelles technologies.

Enfin, la consultation consacre un chapitre au développement de l'investissement transfrontalier. Elle suggère en particulier de mettre en place un environnement de post-marché plus efficace afin de réduire les barrières aux

activités d'investissement transfrontalières que constituent les différences de traitement fiscal des fonds de pension et des entreprises d'assurance entre les différents Etats membres. La mise en place d'une supervision transfrontière est considérée comme nécessaire par la Commission pour permettre le bon fonctionnement des marchés et garantir la protection des investisseurs.

Dans cette même optique, la Commission a adopté un rapport sur les barrières aux mouvements transfrontaliers des capitaux le 27 février dernier (*Cf. infra*). La Commission a également annoncé d'autres initiatives à venir parmi lesquelles la publication du rapport du Forum européen sur le post-marché (EPTF) sur l'évolution des barrières aux activités de compensation et de règlement au sein de l'Union européenne ainsi que le lancement simultané d'une consultation pour le deuxième trimestre de 2017. Lors du dernier trimestre 2017, la Commission devrait publier une communication sur le post-marché.

Le domaine du post-marché fait également partie des domaines directement concernés par les FinTechs et la Commission annonce qu'elle sera particulièrement attentive à leur développement dans ce domaine ainsi que pour les activités de gestion d'actifs, d'intermédiation financière et de distribution de produits. L'accès et l'échange d'informations entre investisseurs et entreprises est éga-

lement l'un des domaines dont la Commission espère qu'il pourra bénéficier de l'apport des FinTechs.

Parmi les réponses reçues à cette consultation, le Vice-Président de la Commission, Valdis Dombrovskis, a notamment fait observer que nombre d'acteurs insistaient sur le besoin de favoriser les investissements durables et d'accélérer le financement de projets écologiques. Il a fait valoir que plusieurs contributions soutiennent clairement l'effort de la Commission de poursuivre la promotion des marchés privés pour les actions et titres de créances en associant législation et autres outils non-réglementaires.

Autre principe clé partagé par les participants à la consultation de la Commission : la proportionnalité de la réglementation financière est mentionnée dans nombre de réponses. Elles soulignent le poids que représentent les législations mises en place et certains appellent ainsi à une législation davantage proportionnée pour les petites entreprises cotées.

Les grands enseignements tirés par la Commission de cette consultation et les éventuelles actions supplémentaires qui en découleront devraient être présentés au mois de juin prochain.



Drapeaux européennes devant le Berlaymont, siège de la Commission européenne à Bruxelles © Union Européenne, 2017 - CE

UMC : LA COMMISSION CIBLE LES BARRIÈRES NATIONALES À LA LIBRE CIRCULATION DES CAPITAUX

Dans le cadre de son ambitieux projet de construire une Union des Marchés de Capitaux (UMC), la Commission s'est intéressée à la question des barrières nationales à la libre circulation des capitaux en les identifiant et les analysant dans un rapport publié le 27 février 2017.

La Commission a identifié trois types de barrières aux opérations transfrontières d'investissement. La première catégorie concerne les barrières « *ex-ante* » qui sont définies comme celles dissuadant les investisseurs d'opérer hors de leur pays d'établissement. Ces barrières touchent principalement les activités de gestion d'actifs et notamment les investissements de fonds de pension, le financement participatif et la distribution transfrontière de fonds d'investissement.

Pour cette dernière activité, les obligations administratives injustifiées et les frais réglementaires pour la commercialisation transfrontière ont été particulièrement visées par la Commission. Concernant ces frais, elle envisage l'éventualité d'utiliser un site internet comparatif pour centraliser les informations au niveau européen. La Commission salue le travail d'identification des pratiques communes de pré-commercialisation mené par les Etats membres. La Commission les invite également à analyser en profondeur leurs régimes réglementaires nationaux notamment quant aux obligations administratives pour la distribution de fonds mais également la proportionnalité des règles destinées à assurer la protection des consommateurs.

En matière de financement participatif, les divergences existent au niveau même des définitions nationales de cette activité et les conditions d'agrément ou d'exercice afférentes. Ayant estimé dans un précédent rapport

qu'aucune initiative réglementaire européenne n'était nécessaire pour l'heure, la Commission annonce qu'elle continuera d'observer ces problématiques et d'en discuter avec les plateformes de crowdfunding, les autorités européennes de supervision et les Etats membres.

La deuxième catégorie identifiée est celle des barrières « *in itinere* » qui empêchent les investisseurs de maintenir ou d'augmenter leur exposition transfrontière. L'une des solutions considérées par la Commission pour y remédier serait pour les gestionnaires de sociétés financière au sein de l'UE d'avoir pour seule exigence réglementaire une obligation de résidence dans l'UE. L'initiative liée à l'UMC visant à développer des outils pour améliorer les informations concernant les PME et leur comparabilité est une autre solution proposée pour faire face au problème du manque de littérature financière.

Enfin, la dernière catégorie de barrières identifiée par la Commission est celle des barrières « *ex post* » qui causeraient des difficultés aux investisseurs à la fin de leur processus d'investissement. En réponse à ce problème, la Commission a initié une proposition visant à définir des principes communs au niveau européen afin de réduire les différences entre les régimes d'insolvabilité qui font obstacles aux mouvements transfrontières.

La Commission conclut que la plupart de ces barrières pourraient être traitées grâce à des actions volontaires au niveau national. Ainsi elle préfère confier les travaux sur ces sujets à des groupes d'experts, où les Etats membres seront représentés, plutôt que de recourir à des initiatives législatives européennes dans ce domaine, nécessairement complexes aussi bien techniquement que politiquement.



Valdis Dombrovskis, Vice-président de la Commission européenne en charge des services financiers lors d'une intervention devant le Parlement européen ©Union Européenne, 2017 - CE

DROIT DES TITRES : LA COMMISSION LANCE UNE CONSULTATION SUR LES RÈGLES DE CONFLIT DE LOIS

Le sujet compte parmi les cibles de la Commission européenne depuis de nombreuses années : harmoniser le droit applicable aux titres au niveau européen afin de lever les derniers obstacles à une libre circulation des capitaux. Malgré les différentes tentatives, l'idée d'une législation globale dans ce domaine a vécu et la Commission a préféré concentrer ses efforts sur une problématique particulière : la 15^e barrière Giovannini, l'application inégale des règles nationales sur les conflits de lois.

Cette volonté avait été formellement exprimée dans le plan d'action pour construire une Union des marchés de capitaux (UMC), publié le 30 septembre 2015. Afin de faciliter les investissements transfrontières, la Commission annonçait son intention de présenter avant la fin 2017 une initiative législative pour déterminer la loi applicable en cas de conflits relatifs à la propriété de titres ou à la cession de créances, et notamment faciliter leur utilisation comme garantie transfrontière.

Le choix d'une action législative ciblée sur l'opposabilité à une tierce partie

Le 7 avril 2017, la Commission a ainsi ouvert une consultation sur les règles de conflit de lois concernant l'opposabilité à une tierce partie de transactions de titres ou de créances (*third party effects of transactions in securities and claims*) jusqu'au 30 juin 2017. Concernant les titres, la consultation distingue deux catégories de transactions : celles impliquant des titres transmissibles par inscription (*book-entry securities*) et celles de titres avec certificat (*certificated securities*).

Cette seconde catégorie occupe une place moindre dans la réflexion de la Commission. Elle cherche d'abord à déterminer si elle joue encore un rôle important dans les Etats membres et s'il est donc pertinent d'engager des initiatives dans ce domaine pour lequel il n'existe aucune règle européenne sur les règles de conflits de lois. La Commission interroge néanmoins sur la nécessité d'une harmonisation européenne pour les actions nominatives et les titres au porteur, proposant des facteurs de rattachement spécifiques à chacun pour identifier le droit applicable.

La consultation de la Commission fait en revanche la part belle aux *book-entry securities* d'ores et déjà régis par des règles sectorielles en matière de conflits de lois : la directive sur le caractère définitif du règlement, la directive concernant les contrats de garantie financière et la directive sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit. Ces trois textes utilisent une même approche pour déterminer la loi applicable aux titres : l'« *approche basée sur le lieu de l'intermédiaire pertinent* » (*Place of the Relevant Intermediary Approach*, PRIMA).

Les principaux dysfonctionnements identifiés par la Commission

Malgré l'existence de ce corpus européen, les divergences persistent dans la mise en œuvre pratique des règles spécifiques à l'une ou l'autre des directives et qui sont souvent liées aux comptes-titres.

Les premières divergences relevées sont la localisation des comptes-titres, en l'absence de définition juridique de ce concept, et les catégories d'actifs couvertes, les directives ayant des champs d'application différents et les pratiques de marché divergeant sur leur inscription en compte-titres. L'interprétation juridique du « *compte pertinent* » et son identification sont également sources d'incohérences, notamment pour déterminer s'il s'agit du compte tenu par l'intermédiaire (le preneur de garantie) ou d'un compte plus en amont sur lequel le droit de l'intermédiaire est enregistré.

De plus, hors du cadre réglementaire formé par ces 3 directives, la fragmentation des règles nationales est d'autant plus significative qu'aucune norme européenne ne s'y applique.

Vers une réforme générale ?

La Commission européenne passe en revue les possibilités d'action de l'Union européenne afin de résoudre cette situation qui handicape la libre circulation des capitaux en son sein. Parmi les options réglementaires envisagées, la Commission propose de mener une « *réforme générale* » harmonisant les règles européennes relatives à l'opposabilité à une tierce partie de transactions de titres et de créances.

Une telle réforme pourrait avoir un champ d'application « *universel* ». Elle serait mise en place par une législation spécifique, et ainsi séparée des trois textes mentionnés plus haut ou du règlement Rome I sur les obligations contractuelles. Une telle législation entrainerait l'alignement des règles sectorielles s'appliquant au post-marché. Elle devrait déterminer si un ou plusieurs facteurs de rattachement doivent être utilisés dans l'analyse des conflits de lois et si des normes spécifiques sont nécessaires pour certaines situations ou catégories de titres.

Concernant les facteurs de rattachement, la Commission propose d'étudier les options réglementaires suivantes :

1. Appliquer la loi déterminée selon l'approche PRIMA, soit au niveau global de la chaîne de propriété, soit à chacun de ses niveaux ;
2. Appliquer la loi régissant le contrat telle que choisie par ses parties prenantes ;
3. Appliquer la loi sous laquelle le titre est constitué.

Outre cette réforme générale, la Commission propose deux options : le statu quo ou des modifications limitées aux trois directives sectorielles. Une réforme « *ciblée* » qui introduirait notamment un contrôle pour déterminer la « *localisation* » du compte-titres et le compte pertinent pour les questions de conflits de lois.

Un groupe d'experts pour soutenir la Commission

En parallèle de cette consultation, la Commission a également décidé de mettre en place un groupe d'experts sur les conflits de lois relatifs aux titres et aux créances qui devra l'assister dans ses travaux sur ces questions. Ce groupe est composé d'universitaires mais également de professionnels, dont 4 Français. Il a tenu sa première réunion les 19 et 20 avril derniers et devra rendre un avis avant la fin de l'année. Ses travaux devraient être davantage axés sur les problématiques liées aux titres.

MIF II : LES NOUVELLES MESURES D'EXÉCUTION PUBLIÉES PAR L'ESMA

Alors que le 3 juillet et la fin du délai de transposition de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) approchent, la Commission européenne et l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) continuent encore et toujours leurs travaux pour produire l'ensemble des mesures d'exécution du paquet MIF II avant son entrée en application, le 3 janvier 2018.

La finalisation des mesures d'exécution

Depuis le début de l'année 2017, l'ESMA continue ainsi à publier des projets de normes techniques de réglementation (RTS) qui sont ensuite soumis à la Commission pour adoption, notamment ceux sur le traitement des ordres par paquet (*package orders*) pour lesquels il existe un marché liquide. Ces RTS doivent permettre de mettre en œuvre les exigences de transparence pré-négociation (*pre-trade*) définies par MiFIR, en particulier la possibilité donnée aux autorités nationales compétentes d'introduire des dérogations sous certaines conditions.

Ces normes techniques définissent une méthodologie pour déterminer quels sont les ordres par paquet pour lesquels il existe un marché liquide au niveau européen et qui ne peuvent donc pas bénéficier d'une dérogation. Doivent être inclus dans cette catégorie les ordres dont tous les éléments sont soumis à l'obligation de compensation. Les ordres remplissant des critères généraux ou spécifiques à leur catégorie d'actifs ne pourront pas non plus bénéficier des dérogations.

Autres projets de RTS publiés récemment par l'ESMA, les standards relatifs à la création de données de marché consolidées (*consolidated tape*) pour les actifs autres que les actions (*non-equity instruments*). Ils ont pour objectif de permettre la mise en place d'une « *source centrale de prix post-marché* », telle que prévue par MiFID II.

A noter qu'en parallèle, certains groupes politiques au Parlement européen – S&D, GUE/NGL et Verts/ALE – ont échoué à rejeter les normes techniques de réglementation relatives à l'application de limites aux positions en

instruments dérivés sur matières premières (RTS 21) proposées par la Commission européenne.

D'autres préoccupations en vue de la mise en œuvre

Outre son travail sur les mesures d'exécution, l'ESMA et son Président s'inquiètent d'un autre sujet. Dans une lettre datée du 1er février, Steven Maijor exprime sa vive préoccupation quant à la possibilité que des sociétés d'investissement mettent en place des réseaux d'internalisateurs systématiques (*networks of systematic internalisers*) afin de se soustraire aux règles introduites par MiFID II, en particulier les obligations sur la négociation des actions. Ces craintes sont partagées par le Parlement européen, dans une autre lettre cosignée par le Président de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen, Roberto Gualtieri (S&D, IT), et le rapporteur sur la directive, Markus Ferber (PPE, DE).

Le Vice-président de la Commission européenne en charge des services financiers, Valdis Dombrovskis, se veut rassurant dans sa réponse, annonçant que ses services ont d'ores et déjà conduit une enquête préliminaire sur les tentatives de créer de tels réseaux de communication électronique. Il indique notamment que ces réseaux pourraient être considérés comme des plateformes multi-latérales de négociation (MTF), selon certains acteurs du marché. Un dialogue entre la Commission, l'ESMA et les autorités nationales compétentes devrait permettre de poursuivre les premières investigations. La réponse de la Commission n'a cependant pas convaincu les parlementaires qui la jugent insuffisante et l'appellent à s'attaquer directement au problème.

Enfin, l'ESMA a également manifesté sa volonté d'étendre ses pouvoirs de limitation ou d'interdiction temporaires de commercialisation, distribution et vente de certains produits financiers aux sociétés de gestion d'OPCVM et aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM). Dans son avis, l'ESMA indique vouloir ainsi éviter de potentielles situations d'arbitrage réglementaire et garantir un véritable *level-playing field*.

VERS UNE RÉFORME DE LA SUPERVISION FINANCIÈRE ?

A l'aube du 7ème anniversaire du système européen de supervision, la Commission européenne s'interroge sur l'opportunité de le réformer. Elle a ainsi lancé le 21 mars 2017 une consultation publique qui s'achèvera le 16 mai prochain sur le fonctionnement des Autorités européennes de supervision (ESA), à savoir l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA).

Le lancement de cette initiative était attendu et fait notamment suite à des demandes répétées de la part des parlementaires européens et son résultat devrait servir de base pour une action concrète de la Commission, si nécessaire qui sous la forme d'une initiative législative. Le besoin d'une telle réflexion sur les moyens d'améliorer les capacités de supervision des 27 Etats membres trouve également son origine dans la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne. En effet, le vote en faveur du Brexit a renforcé la volonté de promouvoir un système financier intégré, efficace et compétitif au sein de l'Union européenne.

La localisation de l'EBA à Londres dans ce contexte et le rôle des ESA dans l'octroi de l'équivalence de la législation d'un pays tiers avec les règles européennes ont accéléré la réflexion sur une révision de l'architecture de supervision. Deux options sont envisagées par la Commission quant à l'architecture des ESA et l'articulation de leurs prérogatives : le maintien de trois sièges séparés, ou bien le passage à un modèle « *twin peak* » qui fusionnerait l'EIOPA – basée à Francfort – et l'EBA, tout en renforçant en parallèle le rôle de l'ESMA – basé à Paris – dans le domaine de la protection des consommateurs.

La Commission envisage également la possibilité de renforcer le rôle et les pouvoirs des autorités, notamment

afin de limiter la concurrence réglementaire entre les Etats membres en vue d'attirer une partie des activités susceptibles de quitter le Royaume-Uni. La consultation évoque ainsi l'opportunité d'octroyer des pouvoirs de supervision directe sur certains segments des marchés de capitaux aux autorités européennes. L'attribution de nouvelles missions, telles que l'approbation des modèles internes sous la directive Solvabilité 2 définissant le cadre prudentiel pour les activités d'assurance ou l'atténuation des divergences sur les exigences de fonds propres pour les banques sont également au nombre des propositions sur lesquelles la Commission souhaite recevoir des commentaires.

Sur le sujet de la gouvernance des autorités, la Commission interroge sur le bon fonctionnement de leurs différents organes de décision, relayant ainsi des préoccupations d'ores et déjà exprimées par le Parlement, le Conseil et certains acteurs de la société civile. L'adéquation des dispositions relatives aux groupes de parties prenantes établis au sein de chaque ESA est également un point de vigilance levé par la consultation.

Un autre point clé développé dans la consultation concerne l'évolution du modèle de financement des autorités. Allant dans le sens des avis adoptés par la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen le 2 mars dernier, la Commission interroge sur l'opportunité d'un financement assuré totalement ou partiellement par l'industrie. La question d'une contribution basée sur l'importance de l'industrie dans chaque Etat membre ou sur l'importance des entités opérant dans chaque secteur est également soulevée.

Les résultats de la consultation et autres travaux de la Commission sur le fonctionnement des ESA devraient être rendus publics avant la fin de l'année 2017.



FINTECH : LA COMMISSION LANCE UNE CONSULTATION

L'intensification de l'utilisation des nouvelles technologies dans le secteur financier a conduit la Commission à lancer une consultation le 23 mars dernier qui se terminera le 15 juin 2017 sur les potentielles conséquences des FinTechs sur ce secteur. Elle cherche à savoir si les pratiques de supervision et les législations nationales et européennes sont adaptées au développement de ces technologies. La Commission souhaite identifier si des actions sont nécessaires ou non, notamment au niveau législatif.

Les objectifs politiques développés dans la consultation sont le reflet des principaux défis et opportunités identifiés pour les FinTechs : améliorer l'accès au financement, baisser les coûts opérationnels, intégrer davantage le marché unique des services financiers et concilier usage des données et protection de la vie privée. La Commission a également souhaité mettre les principes de neutralité technologique, de proportionnalité et d'« *intégrité renforcée* » au cœur de sa réflexion, indiquant que son approche sera indépendante de la taille ou de la nature de l'entreprise proposant les innovations considérées.

Au nombre des priorités de la Commission figurent l'inclusion financière et l'accès au financement. Elle s'est donc fixée comme premier objectif d'encourager l'accès aux services financiers pour les consommateurs et les entreprises. Dans cette optique, elle souhaite analyser les avantages de l'intelligence artificielle, en particulier du Robo-advice, pour le conseil et l'exécution automatisés en matière d'investissement. Pour chacune des technologies évoquées, la Commission expose un certain nombre de risques, en particulier en matière de protection des consommateurs, dont elles pourraient être la source.

La réduction des risques opérationnels et l'augmentation de l'efficacité de l'industrie constituent le deuxième axe de la consultation. Par exemple, la Commission estime que les institutions financières pourraient externaliser certaines de leurs activités via des technologies telles que les RegTech, l'informatique en nuage (cloud computing) ou encore par les technologies de bases de données partagées (*distributed ledger technologies*, DLT) dont l'utilisation est multiple, par exemple le règlement, la livraison, la compensation et la conservation de titres pour les activités de post-marché.

Dans ce domaine, la Commission souligne le potentiel des DLT pour désynchroniser et automatiser les processus, ce qui aurait pour conséquence de réduire les risques de contrepartie et opérationnels induisant alors pour ces derniers des exigences de marge plus basses. Parmi les potentielles utilisations des DLT dans le domaine du post-marché, les DLT pourraient, selon la Commission, permettre d'assurer une correspondance des transac-



What is fintech?, Illustration - Computer Business Review

tions sécurisée et en temps réel, avec une livraison contre paiement automatique sur la base de données. La Commission a cependant souligné les problèmes juridiques et les risques pour la stabilité financière que leur utilisation pourrait générer.

Le troisième objectif fixé est l'amélioration de la compétitivité du marché unique par l'abaissement des barrières à l'entrée telles que les obligations de licence. Cet objectif vise à adapter la réglementation aux activités des FinTech. A cette fin, la Commission interroge sur l'opportunité d'introduire des « *catégories de licence* » harmonisant les exigences réglementaires et de supervision, par exemple la mise en place de bacs à sable réglementaires (*regulatory sandboxes*) selon un cadre européen standardisé.

Enfin, le dernier objectif de la consultation est celui de trouver l'équilibre entre un meilleur partage des données et un renforcement de la transparence avec les besoins de vie privée, tels que la sécurité du stockage et le partage d'informations collectées par ces nouveaux opérateurs.

En parallèle, le Parlement européen et sa commission des affaires économiques et monétaires (ECON) viennent d'adopter un rapport d'initiative sur les FinTechs. La position prise par la rapporteure, Cora Van Nieuwenhuizen (ALDE, NL), et partagée par ses confrères, demande à ce que soient placés au cœur de la réflexion de la Commission la protection du consommateur et la cybersécurité. L'expérimentation contrôlée des nouvelles technologies, notamment dans des *regulatory sandboxes*, fait également partie de demandes portées par la rapporteure. La Commission a d'ores et déjà fait savoir que certaines des exigences des députés seraient difficiles à satisfaire voire parfois à concilier.

OPCVM : LES PRINCIPES DE L'ESMA POUR DÉFINIR DES CLASSES D' ACTIONS

En 2014, la dernière révision de la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) prévoyait la possibilité de créer des « *catégories d'actions* » sans pour autant donner une définition précise de leur encadrement. Constatant que ce flou a permis à des approches nationales divergentes de se mettre en place, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a décidé de rendre un avis adressé aux autorités nationales compétentes pour définir des principes européens communs à respecter dans la formation de ces catégories d'actions d'OPCVM.

L'ESMA distingue les catégories d'actions des compartiments d'un OPCVM et les définit comme attribuant des droits différents à certains investisseurs afin d'adapter leur investissement à des exigences particulières, en matière de distribution ou de traitement fiscal par exemple, alors qu'ils ont investi dans un même portefeuille d'actifs. L'Autorité rappelle également qu'aucune ségrégation juridique des actifs n'est prévue entre les catégories d'actions bien que les coûts ou bénéfices spécifiques à une catégorie ne soient imputables qu'aux investisseurs en faisant partie.

Afin d'assurer une application cohérente du dispositif réglementaire au niveau européen, l'ESMA propose quatre principes de haut niveau que les OPCVM devront appliquer lorsqu'ils définissent des catégories d'actions. En premier lieu, une catégorie devrait partager un « *objectif d'investissement commun* » qui serait reflété par une base commune d'actifs. Les seuls accords de couverture

pour toute une catégorie qui seraient autorisés concerneraient le risque de change, les autres étant considérés comme incompatibles avec cet objectif commun.

Autres principes définis par l'Autorité : la « *non-contagion* » entre catégories d'actions et la « *prédétermination* » de leurs caractéristiques. Le premier stipule que les gestionnaires d'OPCVM devraient créer des procédures afin de tenter d'empêcher que les spécificités d'une catégorie aient un impact sur d'autres catégories de ce même OPCVM. Le second implique que toutes les caractéristiques d'une catégorie d'actions soient définies avant d'être définitivement établie et commercialisée.

Enfin, l'ESMA demande à ce que des garanties soient données en matière de transparence envers les investisseurs. Elle souhaite en particulier que les différences entre catégories d'actions d'un même fond OPCVM soient clairement indiquées aux investisseurs au moment de leur choix entre plusieurs de ces catégories.

Consciente que la mise en œuvre de ces nouveaux principes pourrait peser sur l'activité des OPCVM, l'ESMA précise que les catégories d'actions créées avant la publication de son avis pourront ne pas s'y conformer à condition qu'elles soient fermées à l'entrée de nouveaux investisseurs à partir du 30 juillet 2017 et à de nouveaux investissements d'investisseurs existants un an plus tard, le 30 juillet 2018.

MMF : LE PARLEMENT ADOPTE L'ACCORD

3 ans et demi après sa présentation par la Commission européenne, le règlement devant encadrer les fonds monétaires (MMF) a finalement été adopté en séance plénière par le Parlement européen. Le Conseil des ministres doit désormais formellement voter le texte issu des négociations interinstitutionnelles et sceller le 14 novembre 2016.

Le principal résultat des amendements apportés par les colégislateurs est l'encadrement très strict des fonds à valeur liquidative constante (CNAV) qui devront investir 99,5% de leurs actifs dans des dettes souveraines. Les CNAV ne répondant pas à ce critère basculeront dans une nouvelle catégorie de fonds monétaires : les fonds monétaires à valeur liquidative à faible volatilité (LVNAV) qui dispose des caractéristiques suivantes :

- Un encadrement « *strict* » de la variation des portefeuilles : la valeur nette des actifs (NVA) ne peut pas dévier de plus de 20 points de base ;
- Un portefeuille diversifié avec des exigences de concentration strictes afin de réduire les risques ;

- Une meilleure description des actifs, soumise à des conditions plus strictes ;
- Une limitation de l'utilisation de la méthode amortie de comptabilité pour l'évaluation des actifs ;
- Des exigences quotidiennes et hebdomadaires strictes pour pouvoir effectuer les potentielles demandes de rachat ;
- Un régime strict de taxes en cas de baisse de liquidité ;
- Une transparence augmentée pour assurer une information efficace pour les investisseurs et les autorités de supervision.

Pour les fonds à valeur liquidative variable (VNAV) sont également introduites des exigences de liquidités :

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

Une fois formellement adopté par le Conseil des ministres, le règlement sera publié au Journal officiel de l'UE et la plupart de ses mesures s'appliqueront une année après son entrée en vigueur.

PRIIPS : LES NOUVELLES NORMES TECHNIQUES ADOPTÉES



Détail lors d'un vote en séance plénière du Parlement européen © Union Européenne, 2015 - PE

L'histoire ne sera pas produite une seconde fois. Les normes techniques de réglementation (RTS) sur la présentation et le contenu des documents d'informations clés (KID) à fournir lors de la vente de produits d'investissement de détail packagés et fondés sur l'assurance (PRIIPs) ont été définitivement adoptées et même publiées au Journal officiel de l'union européenne.

En effet, la Commission avait été mise en échec une première fois en septembre 2016 lorsque le Parlement européen s'était opposé à sa première proposition d'acte délégué définissant ces RTS prévues par le règlement PRIIPs. Les députés européens avaient en particulier estimé que le document tel que proposé par la Commission ne reflétait pas de manière adéquate les risques pris par les consommateurs lors de l'achat de PRIIPs, préoccupation qui avait été également exprimée par la fédération européenne des assureurs et des réassureurs, Insurance Europe, et l'Association Européenne des Gestionnaires de Fonds (EFAMA).

Ce rejet avait ouvert la voie à un report d'un an de la date d'entrée en application du règlement PRIIPs. Proposé le 9 novembre 2016 par la Commission, ce report a été adopté en à peine un mois par le Parlement et le Conseil fixant désormais la date d'application des nouvelles règles au 1er janvier 2018.

Outre donner davantage de temps aux régulateurs et acteurs pour se conformer aux dispositions du règlement encadrant les PRIIPs, le report a permis à la Commission de développer des nouvelles propositions de normes techniques pour les KID mais sans pouvoir s'appuyer sur de nouveaux travaux des autorités européennes de supervision (ESA), réunissant l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA).

En dépit de cette absence de soutien des ESA, la Commission a adopté le 8 mars un règlement délégué introduisant de nouvelles normes techniques de réglementation sur le format et la présentation des KID. Cet acte présente les mesures exhaustives à appliquer en termes de transmission des informations au client, de méthodologie, de calcul du risque et de performance, de suivi dans le temps des KID et de délai de mise en œuvre. Il fixe notamment :

- Les modèles (*templates*) obligatoires pour la transmission des informations aux clients ;
- Un sommaire des indicateurs de risque (*Summary Risk Indicator, SRI*) de chaque produit ;
- La méthodologie pour assigner chaque produit à sa catégorie de risque correspondante ;
- Le format à respecter par les scénarios de performance (*performance scenarios*) ;
- Les exigences sur la méthodologie de calcul et de présentation des coûts pour chaque produit.

Afin de répondre aux demandes des parlementaires (et des acteurs du secteur), la Commission a modifié les dispositions relatives aux produits à options multiples (*multi-option products*), aux scénarios de performance et à la présentation des coûts d'assurance. Elles ne répondent pas cependant à toutes les interrogations d'Insurance Europe ou de l'EFAMA. Le premier regrette que des clarifications soient encore nécessaires sur le risque de crédit ou les coûts de transaction pour les assureurs. Le second dénonce un « *pas en arrière* » par rapport aux obligations pour les OPCVM sur la (non) présentation des performances passées, position partagée par Better Finance, la fédération européenne des épargnants et des usagers de services financiers.

Les parlementaires et les Etats membres ont très rapidement notifié qu'ils ne s'opposeraient pas à ces nouvelles propositions de normes techniques et le 12 avril dernier le règlement délégué qui les contient a été publié au Journal officiel de l'UE. Ces règles s'appliqueront à partir du 1er janvier 2018.

LA DIRECTIVE SUR LES DROITS DES ACTIONNAIRES FORMELLEMENT ADOPTÉE

Dernière initiative lancée par Michel Barnier en tant que Commissaire européen en charge des services financiers, la révision de la directive sur les droits des actionnaires a été formellement adoptée par le Parlement européen et le Conseil des ministres.

Cette directive révisée vise à « *promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires et d'accroître la transparence* ». Pour atteindre cet objectif, elle introduit de nouvelles obligations à destination des sociétés cotées, de leurs actionnaires mais également des intermédiaires impliqués dans cette relation :

- La rémunération des administrateurs, sur laquelle les actionnaires disposeront d'un droit de regard (*say on pay*) en assemblée générale et qui devra être rendue publique de même que le rapport de la rémunération des dirigeants avec celle des travailleurs et des performances de l'entreprise ;

- L'identification des actionnaires et une facilitation de l'exercice de leurs droits, en particulier de vote dans des situations transfrontalières est une obligation ;
- La transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote, en particulier l'obligation d'élaborer une politique d'engagement des actionnaires ou d'expliquer son absence ;
- Les transactions avec des parties liées, qui pourront être soumises à l'approbation des actionnaires ou de l'organe d'administration ou de surveillance.

La directive révisée doit désormais être publiée au Journal officiel de l'UE. Une fois publiée, elle entrera en vigueur au bout de 20 jours. Les Etats membres disposeront de deux ans à partir de cette date pour transposer la directive dans leur droit national.

FISCALITÉ

TTFE : VERS UN ABANDON ?

La perspective d'un accord sur une taxe sur les transactions financières européenne (TTFE) semble s'éloigner un peu plus. En effet, la Belgique, la Slovaquie et la Slovénie ont été pressées par les autres membres de la procédure de coopération renforcée de consulter leur gouvernement respectif sur un compromis autour d'une exemption strictement limitée aux fonds de pension d'ici mai 2017. Selon le ministre autrichien des Finances Hans Jorg Schelling en charge d'animer les travaux de la coopération, si aucun accord n'est trouvé d'ici là, ce sera la fin des travaux sur la TTFE.

Au fil de nombreuses négociations qui durent depuis des années et ne semblent pourtant pas aboutir, seulement dix Etats membres participent encore à cette procédure : la France, l'Allemagne, la Belgique, le Portugal, l'Autriche, la Slovénie, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et la Slovaquie.

Selon le Commissaire européen aux Affaires économiques et financières, la fiscalité et l'union douanière, Pierre Moscovici, un accord informel aurait été trouvé entre tous les participants sur certains aspects de la taxe sur les transactions financières européenne, à savoir l'application de

la taxe sur une base brute et l'inclusion du trading haute fréquence dans son champ d'application.

Aucun accord n'a été cependant été trouvé par les Dix sur l'exemption pour les entreprises d'assurance proposée par la Belgique. La Slovénie s'est quant à elle prononcée en faveur d'une taxation des fonds en prévoyant des compensations pour les particuliers touchés.

Les points de blocages majeurs de ce projet sont le traitement des fonds de pension et la clause anti-abus qui inclurait dans le champ d'application de la taxe toutes les entités dont les transactions financières représentent plus de 50 % de son chiffre d'affaires net.

En attendant que la position des trois gouvernements soit adoptée, les discussions continuent, en particulier sur le traitement des fonds de pension, l'impact sur l'économie réelle, la liste des instruments financiers taxables et le taux de taxe. Quand bien même un compromis serait trouvé par les trois gouvernements, un accord apparaît de plus en plus difficile du fait de la multitude des points d'achoppement.

CSDR : L'ESMA PUBLIE DE NOUVELLES LIGNES DIRECTRICES

Le règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) a beau avoir été adopté à la mi-2014, soit depuis près de trois ans, des éléments de mise en œuvre continuent d'être produits par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). En mars dernier, elle a publié deux nouvelles séries de lignes directrices visant à préciser l'application de certaines dispositions du règlement.

Les premières lignes directrices envisagent les potentiels cas de défaut d'un participant à un dépositaire central de titres (CSD). Elles prévoient ainsi que les CSD doivent mettre en place des règles et des procédures pour faire face à l'insolvabilité d'un ou plusieurs des participants à un système de règlement de titres, qu'il s'agisse d'une institution, d'une contrepartie centrale, d'un organe de règlement ou d'une chambre de compensation.

Afin d'assurer une mise en œuvre « cohérente » de CSDR sur ce point, les lignes directrices de l'ESMA proposent des recommandations sur les règles à définir par un dépositaire central. Afin d'établir de telles procédures, l'Autorité demande aux CSD d'inclure les participants au système de règlement mais également les autres infrastructures de marché et que celles-ci soient approuvées par son organe de direction.

Les recommandations de l'ESMA portent également sur les actions à mener par les CSD en cas de défaut d'un participant, par exemple modifier ses pratiques « normales » en bloquant l'entrée de nouvelles instructions de règle-

ment. Les procédures, règles et actions ainsi envisagées par un dépositaire devraient être communiquées à ses partenaires. Enfin, les lignes directrices prévoient que les procédures de défaut devront être régulièrement contrôlées.

Les secondes lignes directrices portent elles sur l'accès des CSD aux flux de transactions des plateformes de négociation ou des chambres de compensation (CCP). Elles doivent préciser les conditions dans lesquelles un dépositaire central de titres peut se voir refuser l'accès à ces flux à la suite de la conduite d'une étude d'impact par la CCP ou la plateforme concernée.

L'ESMA fournit ainsi un certain nombre d'éléments à prendre en compte pour évaluer les risques que représenterait la possibilité d'un tel accès d'un dépositaire central à ces flux d'une autre infrastructure de marché. A rappeler par ailleurs que ce type d'accès entre infrastructures n'est pas couvert par le règlement sur les marchés d'instrument financiers (MiFIR) ou les normes techniques afférentes.

Ces lignes directrices sont désormais en cours de traduction. Une fois qu'elles seront publiées par l'ESMA dans toutes les langues officielles de l'Union européenne, elles entreront en vigueur si les autorités nationales compétentes ont décidé de s'y conformer.



Détail du logo de l'Autorité européenne des marchés financiers © Union Européenne

SFTR : LES MESURES D'EXÉCUTION SOUMISES À L'ADOPTION DE LA COMMISSION

Adopté en 2015, le règlement sur la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation (SFTR) s'applique depuis le 12 janvier 2016 pour sa majeure partie et depuis le 13 janvier 2017 pour les déclarations de transparence des fonds.

Ce règlement a introduit des obligations de déclaration de toutes les transactions auprès de référentiels centraux (TR) sous un jour ouvrable ainsi que des exigences, notamment de transparence, relatives à la réutilisation des titres. Les obligations de déclaration aux référentiels s'appliqueront progressivement entre 12 et 21 mois après l'adoption des normes techniques élaborées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), en fonction des entités concernées.

Le 31 mars, l'ESMA a publié une partie des mesures d'exécution prévue par le règlement SFTR : 9 normes techniques de réglementation (RTS) ou d'exécution (ITS). L'autorité propose notamment les RTS relatives à l'obligation de déclaration des opérations de financement sur titres, y compris l'utilisation de la méthodologie définie par le standard ISO 20022 concernant le reporting, la validation et l'accès aux données.

Les normes publiées portent également sur l'enregistrement des référentiels centraux et apportent certaines précisions sur les exigences afférentes comme la séparation opérationnelle au sein de l'institution, les services accessoires proposés ou encore l'externalisation de certaines activités. Un autre objet des normes techniques est la disponibilité et la collecte des données. L'autorité

espère en améliorer la qualité et l'agrégation à travers l'utilisation d'identifiants normalisés pour les titres et les structures juridiques comme le LEI (*legal entity identifier*), l'UTI (*unique transaction identifier*) ou l'ISIN (*International Securities Identification Number*).

Du point de vue de la supervision, les normes techniques définissent également les niveaux d'accès pour les autorités compétentes ainsi que les conditions d'échange de données sur les sanctions entre ces mêmes autorités.

Concernant les obligations de transparence imposées aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et aux fonds d'investissements alternatifs (FIA) aux articles 13 et 14 du règlement, l'ESMA a décidé de ne pas rédiger de projets de normes techniques. En effet, l'Autorité fait valoir que SFTR lui laisse juger de l'opportunité de tels standards et que l'annexe lui paraît pour l'heure « *suffisamment claire* ». Elle observe également qu'aucune pratique de marché n'existe actuellement dans ce domaine et annonce qu'elle étudiera leur développement, et, le cas échéant, si elle doit rédiger de telles normes techniques.

Les normes techniques sont désormais soumises à l'approbation de la Commission européenne. Elle dispose de trois mois pour prendre sa décision, soit avant la fin du mois de juin 2017. Parlement et Conseil disposeront alors d'une période d'objection aux normes adoptées. Les premières obligations de reporting pourraient ainsi entrer en vigueur à la fin de l'année 2017 pour une application à la fin 2018, selon les estimations de l'ESMA.



Réunion du Collège des Commissaires © Union Européenne, 2017 - CE

DLT : LES RÉGULATEURS CONTINUENT LEURS TRAVAUX EXPLORATOIRES

Au mois de février, deux régulateurs ont rendu publiques leurs premières conclusions sur les technologies de bases de données partagées (*distributed ledger technology*, DLT) et en particulier leur application aux marchés de titres. Dans un premier temps, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié un rapport évaluant les bénéfices et les risques des DLT ainsi que la nécessité d'actions réglementaires dans ce domaine.

L'Autorité estime d'abord que les avantages induits par l'utilisation des technologies de bases de données partagées concerneraient des gains d'efficacité pour les infrastructures de marché et la conduite des activités de post-marché mais également pour les capacités de reporting et de gestion des données. Ces gains d'efficacité résulteraient également en des réductions de coûts pour les acteurs de marché. En outre l'ESMA estime que les marchés pourraient devenir plus résilients grâce à une limitation du risque de contrepartie et une meilleure gestion du collatéral.

Dans son rapport paru le 27 février, le Comité des paiements et des infrastructures de marchés (CPMI) de la Banque des règlements internationaux (BRI) juge lui aussi que l'utilisation des DLT pour les activités de paiement, compensation et règlement de titres permettrait des gains d'efficacité. Le Comité estime cependant que de tels bénéfices ne constitueraient pas des progrès révolutionnaires pour le secteur.

S'adressant aux banques centrales et autres autorités compétentes en matière de systèmes de paiement, de compensation et de règlement, ce rapport cherche à les accompagner dans leur évaluation de l'usage des technologies de bases de données partagées et leur propose un cadre analytique axé sur certaines problématiques clés dont la sécurité des infrastructures. Le Comité estime que les DLT pourraient provoquer certains risques en matière juridique ou de règlement.

L'ESMA dresse également une liste des principaux risques posés par les DLT et leur utilisation dans les opérations de marché mais estime prématuré d'en déterminer la cause ou le niveau étant donné leur niveau de développement actuel. Parmi les sources identifiées, l'Autorité cite les risques informatiques (*cyber-risks*), les risques liés à la concurrence et à l'organisation des marchés ou encore l'augmentation de la complexité des marchés. Elle considère également que les DLT pourraient provoquer une plus grande volatilité des marchés, une interconnexion plus forte et des incidences sur la liquidité qui représenteraient à terme des risques systémiques.



Steven Maijoor, Président de l'ESMA - (C) Union européenne 2016

Des défis à relever pour utiliser les DLT dans les opérations de marchés sont également identifiés par l'ESMA. Comme pour de nombreuses nouvelles technologies, la question de l'interopérabilité entre les DLT ou les DLT et d'autres systèmes représentera un enjeu central. En outre, l'autorité considère que certaines difficultés pourraient être liées à la technologie elle-même, notamment sa capacité à manipuler de grandes quantités de données ou l'impossibilité de recours pour les transactions effectuées.

Le CPMI lui aussi estime nombreux les défis auxquels doivent répondre les DLT même si elles « *sont porteuses de promesses* ». Il juge que les systèmes utilisant ce type d'infrastructure ne peuvent pour l'heure satisfaire tous les critères d'utilisation que cela soit dans le domaine juridique, les exigences réglementaires ou la protection des données.

L'ESMA rend un jugement sensiblement différent, considérant que le cadre réglementaire actuel ne « pose pas d'obstacles » au développement des DLT à court terme. Elle estime enfin que sur certains points, comme le caractère définitif du règlement (*settlement finality*), des clarifications sont nécessaires. L'Autorité rappelle que ces technologies ne peuvent exempter les acteurs de marchés, quels qu'ils soient, des obligations en vigueur et indique qu'elle continuera à surveiller le développement des DLT et leur utilisation afin de déterminer si des actions réglementaires sont à mettre en œuvre.

EMIR : LES RECOMMANDATIONS DE L'ESMA POUR UNE RÉVISION

Après une consultation et un rapport visant à évaluer le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), la Commission européenne travaille désormais à une révision ciblée de cette réglementation. Elle avait souhaité présenter cette réforme dès le premier trimestre de 2017 mais son lancement a été repoussé, potentiellement jusqu'au mois de juin prochain.

Le 30 janvier 2017, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a apporté sa contribution à la réflexion de la Commission sur le dossier dans une lettre signée par son Président, Steven Maijor. Elle estime qu'un certain nombre d'amendements au règlement EMIR seraient nécessaires pour atteindre ses objectifs. Les dispositions relatives à l'obligation de compensation pourraient être revues de même que la formulation des articles relatifs aux exigences de gestion du défaut.

L'ESMA propose également de redéfinir et surtout simplifier les catégories de contreparties non-financières « grandes » et « petites » et les exigences qui y correspondent, d'améliorer la transparence et la prédictibilité des exigences de marge et de réévaluer le système de reconnaissance des CCP dans les pays tiers.

L'Autorité appelle également la Commission à inclure dans la future révision du règlement EMIR certains éléments qu'elle juge indispensable à sa « crédibilité » en tant que superviseur européen et d'abord renforcer ses pouvoirs de sanction, notamment pour les référentiels centraux, sur le modèle de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II). L'ESMA souhaiterait par exemple avoir la possibilité de requérir la cessation de pratiques qu'elle jugerait contraire à EMIR ou au règlement sur les opérations de financement sur titres (SFTR) ou d'imposer des interdictions temporaires concernant l'acceptation de nouvelles contreparties de reporting ou l'extension des services des référentiels.

L'amélioration des outils de supervision à sa disposition vis-à-vis des référentiels centraux et l'introduction d'exigences supplémentaires pour les référentiels centraux concernant l'accès et la qualité des données qu'ils fournissent sont également évoquées par l'ESMA.

La Commission européenne devrait présenter une révision du règlement EMIR avant la fin du premier semestre 2017 mais aucun calendrier définitif n'a été rendu public. Le processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pourrait interférer avec cette réforme puisque 4 des 17 CCP européennes y sont établies.

CCP R&R : LES DISCUSSIONS AU RALENTI

Dernière pierre des réformes de l'agenda du G20 pour la stabilité financière, la proposition de règlement sur le redressement et la résolution des chambres de compensation (CCP) a été présentée fin novembre 2016, avec près de deux ans de retard vis-à-vis des annonces initiales de la Commission européenne. Bien que la préparation de cette initiative ait trainé en longueur, son examen par les colégislateurs ne se fait pas avec davantage de vélocité.

A l'heure du Brexit et alors que 4 des 17 CCP européennes sont établies au Royaume-Uni, cette réglementation revêt un enjeu politique très important qui fige quelque peu les négociations et le processus législatif.

Au Parlement européen, la députée britannique Kay Swinburne (ECR, UK) s'est vue attribuer un « co-rapporteur » avec qui elle partagera la charge de mener le dossier, l'allemand Jakob von Weizäcker (S&D, DE). Depuis cette nomination, une audition a été tenue par la commission parlementaire des affaires économiques et monétaires (ECON) mais les travaux en sont encore à leur phase préliminaire.

Au Conseil de l'UE, la Présidence maltaise n'a pas souhaité faire de ce dossier une priorité et les discussions entre Etats membres n'ont donc pas beaucoup avancées depuis le début de l'année. L'Estonie assumera la Présidence du Conseil à partir du 1er juillet prochain et pourrait vouloir faire avancer plus rapidement cette initiative législative.

La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro ISSN : 2428-0771

AFTI
La dynamique du post-marché

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



EURALIA

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

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

Pierre Degonde
pierre.degonde@euralia.eu

Pauline Boisson
pauline.boisson@euralia.eu