



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 22 - Mai à août 2017

afti
La dynamique du post-marché

Editorial

La réglementation financière au cœur du jeu politique 3

Marchés financiers

UMC : le bilan à mi-parcours de la Commission 5

Barrières de Giovannini : dernière étape avant une probable initiative législative, la Commission lance une consultation et publie le rapport de l'EPTF 6

Accord entre Parlement et Conseil sur la titrisation simple, transparente et standardisée (STS) 9

NPLs : la Commission consulte sur un potentiel marché pour les prêts non-performants 10

FinTech : les autorités de supervision européennes s'interrogent sur les enjeux de stabilité financière 11

FinTech: le FSB souhaite donner les clés en matière d'approche du risque 11

Gestion d'actifs

L'ESMA rend son avis sur la ségrégation d'actifs dans le cadre des directives AIFM et OPCVM 14

Distribution transfrontière de fonds : la Commission précise son plan 15

MMF : le travail sur la législation secondaire commence 16

PRIIPs : de nouvelles lignes directrices de la Commission 16

Règlement/livraison

CCP : La Commission veut réformer la supervision des chambres de compensation 17

EMIR : la Commission présente son projet de révision 18

MIF II : les derniers développements 19

CSDR : le niveau 2 avance 20

TARGET : la BCE souhaite développer un système de règlement instantané 20

LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE AU CŒUR DU JEU POLITIQUE

Les conséquences du vote en faveur du Brexit au Royaume-Uni et de l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis semblent clore un cycle de coopération financière internationale sans précédent, ouvert lors du Sommet du G20 à Washington en novembre 2008. L'objectif d'alors était en effet d'unir l'ensemble des forces politiques, économiques, financières et monétaires pour sauver un système financier au bord de la rupture. Moins d'une décennie plus tard, alors que les souvenirs de la crise financière s'estompent, les enjeux règlementaires, jusqu'à présent source de consensus, se trouvent désormais au centre d'une bataille politique dans laquelle les institutions européennes tiennent un rôle déterminant.

Une compétition règlementaire

Le projet de l'administration Trump d'assouplir la réglementation bancaire américaine adoptée en 2010 a provoqué de vives réactions en Europe. La Commission européenne, pourtant généralement prudente en matière de politique internationale, s'en est assez tôt alarmée par la voix de son Vice-président en charge des services financiers, Valdis Dombrovskis. En février dernier, soulignant que le système financier était « *par essence international* » et que sa stabilité ne pouvait être assurée que par une étroite coopération entre les différentes juridictions, il a averti que si ses partenaires venaient à ne plus respecter les règles et les standards internationaux en vigueur, l'UE n'hésiterait pas à remettre en cause les régimes d'équivalence et l'accès au marché unique dont leurs établissements financiers peuvent aujourd'hui bénéficier.

Le Trésor américain a parallèlement adopté à l'occasion des discussions visant à finaliser Bâle III, une position de négociations sévère ... pour les banques européennes, défendant un niveau élevé des exigences planchers (« *output floor* ») pour les modèles internes d'évaluation du risque sur lesquels se reposent les grandes banques européennes. Le report des négociations et les déclarations d'Olivier Guersent, Directeur General en charge des services financiers au sein de la Commission, appelant les Etats-Unis à ne plus utiliser les forums de négociation internationaux comme une « *arme règlementaire offensive dans le jeu concurrentiel* » ont toutefois montré la volonté européenne de défendre les intérêts de son industrie.

Cette volonté s'est également illustrée dans le cadre des négociations ayant trait au Brexit. Bien que l'ensemble de la réglementation européenne en vigueur devrait être intégrée dans le droit britannique au lendemain du départ effectif du Royaume-Uni de l'UE via une grande « *repeal bill* », les Européens s'inquiètent des divergences à venir des droits européen et britannique, en particulier si un accord de libre-échange devait être trouvé. Afin d'éviter toute perspective de « *dumping règlementaire* », les Etats membres ont, dans le mandat de négociation transmis à la Commission européenne, exigé que soient trouvées des garanties pour se prémunir contre tout « *avantage compétitif indu du fait, notamment, de mesures de pratiques fiscales, sociales, environnementale et touchant à la réglementation* ».

Les institutions européennes à l'offensive

Si le Brexit et les premières initiatives de l'administration Trump ont mis les Européens sur la défensive, la Commission et la Banque centrale Européenne (BCE) semblent être déterminées à faire de ces bouleversements politiques une opportunité, aussi bien vis-à-vis des juridictions non-européennes que des Etats membres.

En effet, un élément clé à prendre en compte dans les négociations avec les Britanniques est que toute discussion sur l'accès au marché unique sera conduite par les Européens sous l'angle de la stabilité financière et de l'exposition au risque. Par conséquent, si une période transitoire était trouvée une fois le divorce acté, celle-ci devrait a minima impliquer pour les institutions localisées au Royaume-Uni l'application de la réglementation européenne ainsi qu'une supervision

sous l'égide des organes de l'UE.

La proposition de règlement de la Commission publiée le 13 juin dernier visant à renforcer la surveillance des contreparties centrales (CCP) de l'UE et des Etats tiers va encore plus loin. Dans le texte, les CCP qui compensent des contrats libellés en monnaie européenne et dont les activités représentent un risque systémique pour l'UE devront se soumettre à un régime prudentiel fixé par l'UE, sous le contrôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et des banques centrales de l'UE. Les CCP de plus grande taille pourraient même être contraintes de relocaliser leurs activités sur le territoire européen. De fait, en obligeant certaines CCP à se soumettre à une supervision européenne au Royaume-Uni ou à se relocaliser dans l'Union, l'UE développerait une extraterritorialité de ses règles pour les activités traitées dans sa monnaie, comme le font les Etats-Unis avec le dollar.

La volonté de prise de contrôle s'opère également au niveau des superviseurs nationaux : Le projet de réduction des marges des autorités nationales compétentes relatives à leur exercice des options et des facultés nationales pour les établissements de taille moins importante s'est ainsi accéléré ces derniers mois. Par ailleurs, la BCE souhaite rattacher, à l'occasion de la révision de la Directive portant sur les exigences prudentielles (CRD IV), l'ensemble des filiales européennes d'institutions localisées dans des Etats tiers à un régime directement sous supervision européenne, via la création d'entreprise mère intermédiaire. Cette volonté est ravivée à un moment où les banques situées au Royaume-Uni songent à établir des filiales sur le continent. Si l'objectif est d'éviter toute « *course au moins-disant réglementaire* » entre les différents Etats membres, l'une des conséquences sera également d'ôter une partie des pouvoirs des autorités compétentes nationales, que ce soit en matière d'octroi de licence ou de pouvoir de supervision.

LMD

UMC : LE BILAN À MI-PAROURS DE LA COMMISSION



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

Près de 3 ans après la prise de fonction de la Commission Juncker, l'exécutif européen fait le bilan à mi-parcours de ses grandes initiatives pour le marché unique. Elle a ainsi rendu le 8 juin une communication faisant le compte des réalisations, près de deux ans après la présentation du plan d'action, pour construire une Union des marchés de capitaux (UMC).

Les objectifs initiaux de la Commission demeurent inchangés : améliorer le financement de l'économie européenne grâce à une diversification de ses sources, renforcer des activités transfrontières et soutenir l'investissement de détail.

Cet exercice a également été l'occasion pour la Commission européenne d'adapter le projet d'UMC à l'émergence de nouvelles tendances au sein du secteur financier comme le développement des FinTech ou des investissements durables. Des consultations ont été lancées sur ces sujets et des actions devraient être présentées avant la fin de l'année 2017.

Un autre bouleversement est également à prendre en compte pour la construction d'une Union des marchés de capitaux : le départ du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le processus de retrait étant désormais officiellement lancé, la Commission souhaite en prendre acte dans le plan d'action pour une UMC. Pour elle, le départ du « *plus grand centre financier de l'Union européenne du marché unique européen* », nécessite que l'Union des 27 construise un marché de capitaux plus intégré et plus autonome pour financer son économie et qu'elle renforce

la convergence de la supervision financière.

Dans le domaine de la supervision, la Commission européenne a d'ores et déjà mené une consultation publique sur le système européen de supervision financière. Dans le cadre de cette initiative, les pouvoirs et le mécanisme de financement des trois Autorités européennes de supervision (ESA) pourraient être révisés. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pourrait ainsi voir ses missions et prérogatives élargies, notamment vis-à-vis des chambres de compensation (CCP, voir infra).

Le renforcement des investissements transfrontières reste une priorité de l'UMC et la Commission a confirmé le lancement de plusieurs initiatives à moyen terme dans ce domaine.

En premier lieu, la Commission devrait présenter deux initiatives concernant les infrastructures de marchés. Suite à la consultation lancée le 23 août dernier, la Commission européenne devrait publier une communication au dernier trimestre de 2017 sur les solutions à apporter aux barrières Giovannini et des autres obstacles demeurant dans le domaine du post-marché. Une feuille de route du 8 juin dernier présente les éléments structurant sa réflexion sur les initiatives concernant le post-marché.

Une proposition législative relative à l'opposabilité des règles de conflit de lois aux tierces parties, lors de transactions de titres ou de créances, est également annoncée pour la fin de l'année. Une consultation a été menée jusqu'au 30 juin dernier (voir Lettre européenne de l'AFTI

n°21).

La Commission souhaite également améliorer la distribution transfrontière de fonds d'investissement (voir infra), développer un code de conduite pour la simplification des procédures d'impôt à la source ou encore faciliter l'exercice transfrontière des droits des actionnaires.

D'autres projets prévus pour l'année 2017 sont mis en avant par la Commission dans sa communication :

- Une proposition législative visant à améliorer la proportionnalité des règles prudentielles pour les sociétés d'investissement ;

- Des mesures visant à développer des billets garantis européens - European secured notes - comme un instrument de prêts d'infrastructures et pour les PME ;

- Une communication sur les marchés obligataires européens des entreprises – corporate bond markets.

A noter également que l'exécutif européen insiste sur la responsabilité des autres institutions européennes et des Etats membres dans l'application des réformes qu'elle a initiées. En effet, nombre d'initiatives de la Commission vise à réduire les divergences entre les législations nationales qui constituent selon elle des entraves au développement d'un réel marché unique des services financiers au sein de l'Union.

BARRIÈRES GIOVANNINI : DERNIÈRE ÉTAPE AVANT UNE PROBABLE INITIATIVE LÉGISLATIVE, LA COMMISSION LANCE UNE CONSULTATION ET PUBLIE LE RAPPORT DE L'EPTF

Le 23 août 2017, la Commission européenne a lancé une consultation publique sur les obstacles aux services de post-marché au sein de l'Union européenne, parfois appelé « *barrières Giovannini* », du nom du responsable du groupe d'experts mandaté par la Commission européenne qui a publié ses travaux en 2001 et en 2003.

Ce groupe d'experts avait listé dans ses rapports pas moins de 15 barrières entravant l'efficacité des marchés financiers et les services du post-marché dans l'Union européenne. Ces entraves étaient de nature technique, juridique et fiscale et découlait souvent de divergences entre les réglementations nationales des Etats.

En 2015 la Commission avait, lors de la présentation de son plan d'action pour l'Union des marchés des capitaux, annoncé qu'elle mettrait en place un « *Forum européen du post-marché* » (European post-trading forum – EPTF). La mission de ce groupe d'experts visait à réaliser un premier état des lieux des « *progrès réalisés dans la suppression des obstacles à la compensation et au règlement transfrontières des opérations sur titres pointés par le rapport Giovannini* » tout en actualisant les conclusions de ce dernier afin de mieux prendre en compte les évolutions du secteur.

Pour conduire sa consultation, la Commission s'est ainsi appuyée sur le rapport de l'EPTF publié concomitamment.

La consultation de la Commission

La consultation se structure autour de deux axes :

1. L'UE et les tendances mondiales, nouvelles technologies et concurrence dans le post-marché

Le rapport de l'EPTF identifie un certain nombre de développements et évolutions à attendre dans le secteur. La Commission cherche à identifier les tendances les plus pertinentes relevées en termes d'impact sur les marchés du post-marché. Elle interroge également les parties prenantes sur l'approche réglementaire et non réglementaire que devraient en conséquence adopter l'UE. Ces tendances sont les suivantes :

- Une plus grande automatisation à tous les niveaux de la chaîne de conservation des titres ;
- Le développement de nouvelles technologies, en particulier les bases de données partagées (distributed ledger technology, DLT) ;
- L'augmentation d'émission transfrontière de titres, notamment grâce au règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) ;
- La croissance des négociations d'actions sur des plates-formes réglementées découlant de l'application de l'obligation de négociation définie par le règlement et la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR/MiFID II) ;

BARRIÈRES DE GIOVANNINI (2/3)

- L'amélioration des opportunités pour les actionnaires, notamment grâce à la directive révisée sur les droits des actionnaires (SRD) ;
- Le développement d'émissions auprès de dépositaires centraux de titres (CSD) participant au système TARGET2-Securities (T2S).

Parmi les développements dans ce secteur, la Commission se concentre sur les avantages et les risques induits par la DLT que ce soit d'une part, en terme de coûts, de rapidité d'exécution, de certitude quant au transfert de titre et de redéfinition du rôle des infrastructures de marché et d'autre part en termes de risques opérationnels, juridiques et structurels. Elle s'interroge également sur l'impact de l'environnement juridique actuel sur le développement de ces nouvelles technologies.

Autre sujet clé, la Commission demande aux participants de lister les domaines du post-marché qu'ils estiment être les plus exposés au risque systémique, d'expliquer ces risques liés à la stabilité financière et de proposer des solutions pour y faire face.

D'autres éléments intéressent la Commission :

- La concurrence au sein de l'Union européenne pour les services de post-marché ;
- L'attractivité du secteur européen au niveau international ;
- Les perspectives d'évolution du secteur à 5 ou 10 ans et les principaux défis qui y seraient liés.

2. Les obstacles qui subsistent et les solutions pour les supprimer

Les travaux du Forum ont conclu que 5 des 15 barrières Giovanniini avaient été résolues, à savoir :

- La nécessité d'appartenir à des infrastructures de marché multiples ;
- Des entraves pratiques à l'accès aux systèmes na-

tionaux de compensation et de règlement/livraison nationaux ;

- L'absence de caractère définitif intra journalier du règlement/livraison (intra-day settlement finality) dans les CSD ;
- Des divergences nationales entre les périodes de règlement/livraison ;
- Des différences nationales entre les heures d'activité des systèmes de règlement-livraison.

L'EPTF estime que 12 grands obstacles, définis à partir des barrières Giovanniini et des nouveaux défis, existent. Celles-ci sont les suivantes :

1. La fragmentation des opérations sur titres et des procédures relatives aux assemblées générales ;
2. Le manque de convergence et d'harmonisation des normes de messagerie d'information ;
3. Le manque d'harmonisation et de standardisation des procédures des fonds indiciels cotés (ETF) ;
4. L'application incohérente des règles relatives à la ségrégation des actifs pour les comptes-titres ;
5. Le manque d'harmonisation des règles et des procédures d'enregistrement et d'identification des investisseurs ;
6. La complexité de la structure de déclaration relative au post-marché ;
7. Les problèmes non résolus concernant les données de référence et les identifiants standardisés ;
8. L'incertitude quant au fondement juridique des techniques d'atténuation du risque utilisées par les intermédiaires et des procédures de gestion des défaillances des contreparties centrales ;
9. Les lacunes dans la protection des actifs du client résultant d'une fragmentation du cadre juridique applicable aux titres dématérialisés dans l'UE ;
10. Les carences de la réglementation européenne en matière de caractère définitif ;
11. L'insécurité juridique sur les droits de propriété du porteur des titres dématérialisés et les effets des cessions de créances à l'égard des tiers ;
12. L'inefficacité des procédures de retenue à la source.



BARRIÈRES DE GIOVANNINI (3/3)

La Commission demande aux participants de sélectionner les 5 barrières qu'ils estiment être les plus importantes et de se prononcer sur leur définition, les preuves de leur existence et les solutions envisageables pour les résoudre. Elle souhaite également savoir si d'autres barrières, qui pourraient ne pas avoir été identifiées par l'EPTF, existent.

Dernier volet de la consultation, la Commission s'intéresse à 5 défis à venir, potentiellement sources de « problèmes », relevés par l'EPTF à savoir :

1. Les restrictions nationales à l'activité des teneurs de marché ;
2. Les obstacles au règlement « livraison contre paiement » (DVP) en devises étrangères auprès des CSD
3. Les problèmes relatifs au crédit intra journalier dédié au règlement ;
4. La mobilité insuffisante des garanties (collateral) ;
5. Les procédures non harmonisées de recouvrement des taxes sur les transactions.

La Commission explique par ailleurs pourquoi certains obstacles relevés par l'EPTF ne sont pas couverts par la

consultation:

- Les incohérences sur les règles de ségrégation d'actifs car la Commission est dans l'attente de travaux supplémentaires sur la base de l'avis de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) sur le sujet ;

- L'incertitude juridique sur les droits de propriété des titres et l'opposabilité à un tiers de la cession de créances car une consultation a été menée et une initiative législative spécifique devrait être présentée avant le fin de l'année.

La consultation est ouverte jusqu'au 15 novembre 2017.

Se voulant être exhaustive sur les défis du post-marché européen et mondial, elle constitue la dernière étape avant de probables initiatives législatives qui pourraient être rendue publique avant la fin de l'année, à l'occasion d'une communication sur le secteur.



Réunion du collège des Commissaires, @European Commission 2017

ACCORD ENTRE PARLEMENT ET CONSEIL SUR LA TITRISATION SIMPLE, TRANSPARENTE ET STANDARDISÉE (STS)

La première grande initiative visant à construire une Union des marchés de capitaux (UMC) touche à sa fin. Présentée en septembre 2015, les propositions de règlements visant à relancer la titrisation européenne font l'objet d'un accord entre le Parlement européen et le Conseil trouvé le 30 mai dernier. Il a depuis été validé par le Comité des représentants permanents du Conseil et la Commission de affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen.

Après six mois de négociations, les deux co-législateurs se sont entendus sur l'établissement d'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées (STS) ainsi que sur le traitement prudentiel favorable qui devra être accordé à ces titrisations STS.

Le principal enjeu des discussions a été depuis le début du processus législatif l'obligation de rétention du risque par les acteurs à l'origine de la titrisation. La Commission avait initialement proposé une exigence s'élevant à 5% des actifs titrisés devant restés inscrits au bilan des originateurs, sponsors ou prêteurs initiaux. Le Conseil avait validé cette proposition assez rapidement, dès la fin de l'année 2015. Le Parlement n'était cependant pas sur la même ligne : le rapporteur Paul TANG (S&D, Pays-Bas) proposait d'abord une obligation à hauteur de 20% avant que le rapport adopté par la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) ne suggère de la fixer à 10% des actifs titrisés à la fin de l'année 2016.

Les discussions engagées dès le début de l'année ont per-

mis à la Commission et au Conseil d'avoir gain de cause : l'accord trouvé avec le Parlement fixe une obligation de rétention du risque à hauteur de 5% des actifs titrisés, en cohérence avec les standards internationaux en la matière.

Autre sujet important des négociations en trilogue, la question de la vérification de la conformité des titrisations aux critères STS par des tiers a elle aussi été réglée : les tierces parties pourront « aider » à vérifier la conformité des titrisations avec les critères STS, en application d'un « processus d'autorisation souple » (light-touch). Cependant, l'accord prévoit que – malgré cette intervention d'un tiers dans le contrôle de la certification STS – l'entière responsabilité de la conformité de la titrisation avec les exigences définies reposera sur les parties prenantes à l'origine de la titrisation.

L'accord conclu entre Parlement et Conseil prévoit également une exclusion des re-titrisations accompagnée d'une clause sur les droits acquis (grandfather clause) et la création d'un registre des données de titrisations qui aura vocation à améliorer la transparence du marché.

Les deux règlements doivent désormais être officiellement adoptés en séance plénière du Parlement européen puis en Conseil des ministres, puis publiés au Journal officiel de l'Union européenne. Les nouvelles règles relatives la titrisation, aux critères STS et à leur traitement prudentiel entreront en application au 1er janvier 2019.



Valdis Dombrovskis et Roberto Gualtieri @European Parliament 2017

NPLS : LA COMMISSION CONSULTE SUR UN POTENTIEL MARCHÉ POUR LES PRÊTS NON-PERFORMANTS

Après que le Conseil des ministres des finances et la Banque centrale européenne se sont saisis du sujet, la Commission lance à son tour un travail sur les prêts non-performants (non-performing loans, NPL). La nouvelle initiative de la Commission européenne reflète une volonté politique au niveau européen de développer des solutions de marché pour libérer les bilans des banques des NPLs hérités de la crise financière. En effet, les institutions européennes s'inquiètent de leur poids sur la rentabilité des banques, alors que celles-ci se trouvent déjà confrontées à la nécessité de transformer leur business model pour faire face à la digitalisation et à la concurrence d'entités non-bancaires.

Selon la Commission, la situation actuelle concernant les prêts non performants affecte la profitabilité des banques et leur capacité de prêts, en particuliers aux PME. La résolution de ce handicap constitue donc l'une des priorités de la Commission Juncker dans le cadre de la mise en œuvre de l'UMC et fait également l'objet au Conseil d'un plan d'action dédié.

Afin de réduire le niveau de prêts non performants en Europe, la consultation, lancée le 10 juillet 2017, envisage deux solutions. La première est d'améliorer le fonctionnement des marchés secondaires des NPLs. La Commission souligne le fait que, dans de nombreux Etats membres, des restrictions juridiques existent pour le transfert de prêts et que de forts écarts de valorisation entre les acheteurs et les vendeurs pénalisent le marché. C'est pourquoi la Commission considère que l'émergence d'acteurs spécialisés pourrait être utile pour le développement de ces marchés, du fait d'une plus grande expertise et d'une meilleure organisation. Afin de permettre de développer, la Commission envisage notamment la mise en place d'un cadre réglementaire européen qui définirait des exigences de licence et un mécanisme de supervision pour ces nouveaux acteurs.

La seconde piste étudiée par la Commission est de renforcer la protection des créanciers sécurisés contre le défaut des emprunteurs. A cette fin, elle souhaite pallier l'absence actuelle d'un mécanisme d'exécution extrajudiciaire contractuel pour faciliter la reprise rapide des titres. En effet, la Commission juge que la protection de ces créanciers est très hétérogène à travers les différentes juridictions nationales. Par conséquent, elle estime que la mise en œuvre de mesures harmonisées au niveau européen permettrait à la fois de limiter la création des NPLs et d'augmenter les flux transfrontières pour les prêts aux entreprises tout en minimisant le coût du processus de recouvrement. Elle entend cependant que le niveau de protection des emprunteurs reste le même, en particulier pour les personnes physiques, les ménages et les consommateurs.

En cette matière, la Commission s'interroge sur l'utilité de la mise en place d'un instrument labellisé « *sûreté de prêt accélérée* » (accelerated loan security). Concrètement, il s'agirait d'un instrument européen qui permettrait de faciliter la saisie du collatéral de façon harmonisée entre les Etats membres et de rendre contractuelles les saisies de nature judiciaire. Les garanties aux prêts pourraient donc être récupérées plus rapidement et la nature contractuelle de l'instrument permettrait de l'adapter aux législations nationales et aux besoins spécifiques du système bancaire. A noter que cet instrument pourra être activé au moment où l'emprunteur est en défaut vis-à-vis de la banque mais avant que ce dernier ne rentre dans une procédure de restructuration ou d'insolvabilité.

Lors de la consultation de la Commission, les parties prenantes pourront s'exprimer jusqu'au 20 octobre 2017. À la suite de ce travail, la Commission lancera également une évaluation d'impact dans le but d'envisager une éventuelle initiative législative afin de renforcer la capacité des créanciers garantis de récupérer la valeur des prêts sécurisés alloués aux entreprises et aux entrepreneurs.



FINTECH : LES AUTORITÉS DE SUPERVISION EUROPÉENNES S'INTERROGENT SUR LES ENJEUX DE STABILITÉ FINANCIÈRE

L'Autorité bancaire européenne (EBA) et l'Autorité des marchés financiers (ESMA) mènent actuellement de nombreuses études sur les FinTech, afin d'évaluer au mieux leur potentiel mais également les risques que leur développement pourrait impliquer.

Par conséquent, les deux autorités sont restées prudentes dans leur réponse à la consultation de la Commission qui s'est achevée le 16 juin dernier. En matière de réglementation, elles appellent à une approche équilibrée, entre protection des investisseurs et développement du marché, ainsi qu'à un suivi attentif de ces activités selon les secteurs concernés.

En particulier, l'ESMA s'est prononcée en faveur de l'élaboration d'un cadre général de réglementation pan-européen suivant l'approche de la Commission à savoir la neutralité technologique, la proportionnalité et l'intégrité du marché.

L'EBA, tout en mettant en garde contre le risque d'une réglementation et d'une supervision excessive des activités de FinTech, s'inquiète de la fragmentation en cours du cadre réglementaire, pouvant potentiellement conduire à des différences de traitement pour des d'activités similaires et créer des opportunités pour les arbitrages réglementaires

C'est dans ce contexte que qu'elle a lancé le 4 août dernier sa propre consultation sur son approche en termes de réglementation et de supervision.

Reposant sur un premier exercice de cartographie réalisé au niveau européen auprès des autorités compétentes de l'UE, l'EBA s'interroge sur l'opportunité de continuer ses travaux dans 6 domaines spécifiques liés aux FinTechs :

1. Les régimes d'agrément des FinTechs et la création de bacs à sable réglementaires (sandboxes) ;
2. L'impact sur les risques prudentiels et opérationnels pour les institutions de crédit, de paiement et de monnaie électronique ;
3. L'impact des FinTechs sur les business models de ces établissements ;
4. La protection des consommateurs et les problématiques liées aux règles de conduite pour les services financiers de détail (retail conduct of business) ;
5. L'impact de la FinTech sur les mécanismes de résolution des sociétés financières ;
6. L'impact de la FinTech sur la lutte contre le blanchiment d'argent et contre le financement du terrorisme.

La consultation est ouverte jusqu'au 6 novembre 2017 et devrait aboutir sur des actions dédiées dès 2018. Les l'approche réglementaire vis-à-vis des FinTech devrait constituer un axe fort jusqu'à la fin du mandat de la Commission Juncker.

FINTECH : LE FSB SOUHAITE DONNER DES CLÉS EN MATIÈRE D'APPROCHE DU RISQUE (1/3)

Dans un contexte de réflexion général des différentes autorités de supervisions internationales, le Conseil de stabilité financière (Financial Stability board- FSB) a rendu publique son propre rapport où il se penche sur les implications des FinTech en termes de stabilité financières.

Intitulé « *implications des FinTech en terme de stabilité financières : enjeux de supervision et de régulation qui méritent l'attention des autorités* », il constitue l'un des rapports le plus structurant de ces derniers mois pour les activités de post marché.

Les FinTech sont définis par le FSB comme étant « *une innovation permise par la technologie dans les services financiers qui pourraient engendrer la création de nouveau business models, applications, procédures ou produits, ayant un effet tangible sur la fourniture de service financiers.* »

L'étude, réalisée par secteur d'activités, cible les paiements, la compensation et les règlements (où sont incluses les infrastructures de marché), les dépôts et les prêts, la levée de capitaux, les supports de marché, la gestion des investissements et les services d'investissement ainsi que le secteur de l'assurance.

Le FSB souligne l'émergence rapide des FinTech, facteur d'opportunités mais également de risques en matière de stabilité financière. Selon le Comité, cette situation exige la vigilance des régulateurs et des superviseurs, d'autant plus que « *beaucoup d'innovations n'ont pas encore été éprouvées sur un cycle financier entier/complet* ».

Si le comité reconnaît la difficulté d'évaluer ce secteur et son impact sur la stabilité financière compte tenu des données disponibles limitées, il souhaite toutefois donner les grandes clés d'analyse et de suivi en établissant un cadre général :

FINTECH : LE FSB SOUHAITE DONNER DES CLÉS EN MATIÈRE D'APPROCHE DU RISQUE (2/3)

- Les défis engendrés par l'émergence des Fintech selon le FSB

Le FSB considère qu'il n'y a pas, aujourd'hui, de risque « impérieux » en matière de stabilité financière dû à l'émergence des innovations liées aux FinTech. Il identifie toutefois 10 enjeux qui nécessitent l'attention des autorités dont 3 sont prioritaires dans le cadre de coopération internationale.

Les trois domaines prioritaires sont :

1. La gestion des risques opérationnels venant des fournisseurs de service tiers (third-party service providers)
2. La limitation des risques de cyber sécurité
3. Le suivi des risques macro financiers

D'autres enjeux relèvent :

4. des enjeux légaux transfrontières et des arrangements réglementaires entre juridictions
5. des cadres de bonne gouvernance et de transparence pour l'analyse de donnée à grande échelle (big data analytics)
6. de l'évaluation des périmètres réglementaires et de leur mise à jour en temps opportun
7. du partage de connaissance entre secteur privé et public, notamment en matière d'approche et d'expérimentation réglementaires (regulatory sandboxes, incubateurs d'innovation, etc.).
8. du développement des échanges entre les différentes autorités de supervision
9. de la mise en place d'équipes dédiées au sein des régulateurs et des superviseurs
10. des monnaies numériques

- La méthodologie sur FSB en matière d'évaluation du risque

Selon le FSB, les principaux avantages en matière de stabilité financière engendrés par les FinTech concernent la diversification et la décentralisation, l'efficacité, la transparence et l'accès aux services financiers.

Les principaux risques potentiels en matière de stabilité financière engendrés par les FinTech sont différenciés entre les risques micro et macro financiers :

- Les risques micro financiers sont de deux différentes natures : financières (asymétrie des maturités et des liquidités, levier) opérationnelles (gouvernance et contrôle du processus, cyber-risques, dépendance à une tierce partie, risques légaux et réglementaires).
- Les risques macro financiers sont en lien avec le risque de contagion, la procyclicité, la volatilité excessive, et l'importance systémique.

- Quelle typologie de risque ?

Les premières observations en matière de stabilité financière sont les suivantes :

1. Les bénéfices de la décentralisation et de l'intermédiation par des entités non financières pourraient ne pas être aussi importants qu'imaginées, du fait de « l'effet de réseau » et des économies d'échelle qui pourraient être des facteurs de concentration : les nouveaux fournisseurs de crédit pourraient ainsi mener à une augmentation rapide de l'importance systémique des acteurs « *non traditionnels* »
2. La plus grande efficacité et la meilleure utilisation des données pourraient soutenir la stabilité financière si les risques associés sont correctement gérés. Le FSB souligne le danger de l'utilisation non contrôlée d'algorithmes pouvant provoquer des ventes en catastrophe ou des krachs éclairs (flash crash).
3. Si des risques opérationnels peuvent être réduits avec le développement des FinTech grâce à la modernisation et la rationalisation des anciens systèmes, les cyber-risques, la dépendance aux tierces parties et certaines incertitudes juridiques pourraient mener à des nouvelles sources de vulnérabilités opérationnelles
4. L'inclusion financière des entreprises et des ménages devraient se trouver renforcer avec le développement des FinTech, favorisant une croissance durable à condition que les risques associés soient maîtrisés.

- FinTech, infrastructures de marché et stabilité financière

Les infrastructures de marchés sont identifiées comme étant un secteur particulièrement vulnérable aux risques, notamment :

- opérationnels : « Une mauvaise gouvernance ou un contrôle des processus fragile peut entraîner un risque accru de disruption directe des infrastructures de marché. »
- économique et commercial : les infrastructures de marché « peuvent être vulnérables à des facteurs externes susceptibles d'avoir une incidence défavorable sur leurs bilans financiers et, par conséquent, conduire à un retrait des services financiers, nuisant à leurs rôles d'infrastructure critique. »
- légaux, notamment avec le développement des Distributed ledger technologies DLT. En particulier, lors de l'identification de la localisation d'un actif lorsque qu'aucune banque ou entité n'est le dépositaire de l'enregistrement

FINTECH : LE FSB SOUHAITE DONNER DES CLÉS EN MATIÈRE D'APPROCHE DU RISQUE (3/3)

- d'importance systémique : le FSB considère que le développement d'entités très connectées est possible, en particulier pour les infrastructures de marchés et donc potentiellement porteur de risque systémique

- **Un bouleversement structurel à venir par l'émergence des DLT (distributed Ledger Technologies)?**

Le FSB estime que les applications des DLT sont très nombreuses et qu'elles pourraient jouer un rôle central pour la compensation et le règlement de titres. Elles seraient ainsi susceptibles de remplacer les risques existants liés aux activités des banques dépositaires et des contreparties centrales (CCPs). D'autres monopoles ou oligopoles, facteur de risque systémique, pourraient donc potentiellement émerger, notamment pour la collecte et l'utilisation des informations des consommateurs, essentiels pour fournir des services financiers. Par conséquent, les principales initiatives règlementaires en matière d'infrastructure de marché financiers relevées par le FSB concernent les DLT.

Le lancement des travaux en 2016 par la banque du Japon et la BCE sur l'utilisation des DLT pour les infrastructures de marché est ainsi évoqué dans le rapport. L'un des enjeux de cette étude commune est de déterminer si les qualités des systèmes de Règlement brut en temps réel (RBTR) (TARGET2 et BOJ-NET) peuvent correctement fonctionner dans un environnement régi par les DLT. Plus généralement, l'annexe E « *Etude sur les systèmes de paiement de détail fondée sur DLT* » du rapport du FSB reprend les travaux déjà menés par plusieurs juridictions sur ce thème. A noter que la BCE, la Banque d'Angleterre, et la Banque du Canada ont déjà estimé que la prochaine génération de système de RBTR ne serait pas fondée sur les DLT, même celles-ci sont très prometteuses.

En matière de stabilité financière, les bénéfices potentiels des DLT identifiés sont leur efficacité, leur transparence, leur fiabilité et leur résilience. En revanche, un doute persiste quant à leur capacité à supporter le volume et l'intensité des transactions RBTR, que ce soit au niveau micro-financier (risques opérationnels et légaux) et macro-financiers (risques de contagion et systémiques).

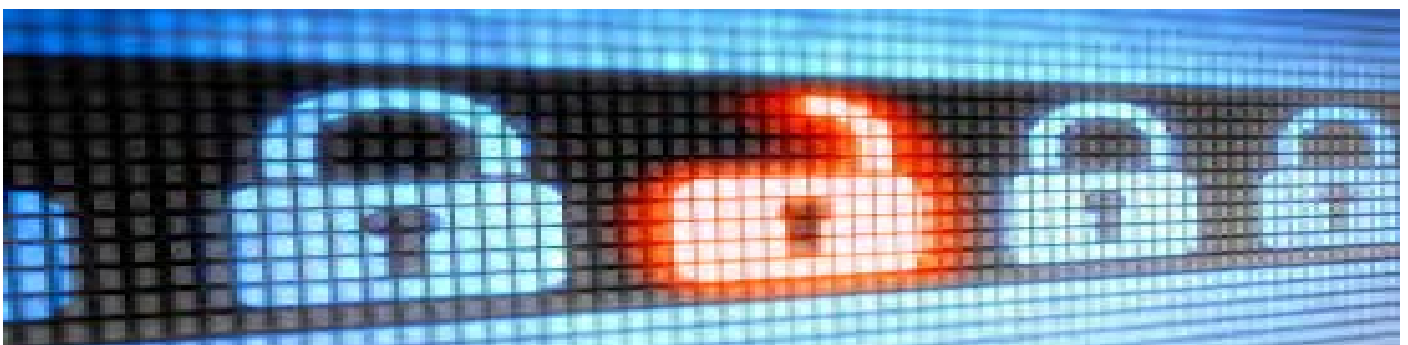
Un des risques clé identifié par les solutions apportées par les DLT concerne le caractère définitif du règlement. En effet, dans ce système qui repose sur le vote majoritaire, plusieurs acteurs sont autorisés à mettre à jour le registre partagé (« *shared ledger* »), et ces acteurs « *doivent accepter un état particulier du registre au travers d'un processus de consensus* ». Par conséquent « *le règlement dans ce modèle ne peut être que probabiliste* », ce qui crée une incertitude juridique qui a des répercussions sur les bilans des participants ainsi que sur les droits de leurs clients et créanciers. Toutefois, le FSB souligne que certaines DLT proposent certaines garanties quant au caractère définitif du règlement.

D'autres enjeux relèvent des risques de cyber-attaques, de la solidité du système de cryptographie, de résolution de gestion de liquidité pour dénouer des transactions, ou encore de l'interopérabilité entre des plateformes, ou de l'identification des différentes parties prenantes.

- **Les conclusions du FSB : les FinTech, un défi pour les autorités de supervision**

Pour le FSB, les changements rapides des FinTech représentent un défi pour les autorités en charge de surveiller et de réagir face aux risques (de liquidité, de crédit, etc.) du système financier. La disponibilité et la fiabilité des données et des informations pour évaluer la portée des risques devra donc être améliorée. De même, le FSB estime que davantage de temps est nécessaire pour évaluer les bénéfices et les opportunités des sources de donnée non-traditionnelles ainsi que des algorithmes basés sur de l'intelligence artificielle visant à mesurer et à évaluer le prix du risque.

Le Comité considère enfin que, dans la mesure où « **la confiance dans le système soutient la stabilité financière** », les enjeux de protection du consommateur, comme la confidentialité des données, pourraient aussi être pertinents. Le fort intérêt des régulateurs européens et internationaux pour les FinTech présage de nombreuses études et rapport mais surtout de nouvelles initiatives législatives.



L'ESMA REND SON AVIS SUR LA SÉGRÉGATION D'ACTIFS DANS LE CADRE DES DIRECTIVES AIFM ET OPCVM

Plus de trois ans et demi après une première consultation, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a rendu son avis sur la ségrégation d'actifs dans le cadre de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) et de la directive sur les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM).

L'Autorité avait en effet repoussé ses travaux pour mieux prendre en compte la dernière révision de la directive OPCVM, sa première consultation portant exclusivement sur des lignes directrices relatives à la ségrégation sous AIMFD. Elle avait organisé une seconde consultation à l'été 2015 qui concernait les services de ségrégation et de conservation d'actifs de manière plus générale.

Plus précisément, l'avis publié par l'ESMA se concentre sur les services de ségrégation d'actifs ainsi que sur les règles sur la délégation des fonctions de dépositaire à un sous-conservateur. En effet, les textes européens prévoient un ensemble d'obligations relatives à la conservation de titres, notamment si cette fonction est déléguée. Ils stipulent notamment que le sous-conservateur doit pouvoir distinguer les actifs déposés par chaque dépositaire pour lequel il agit en tant que délégataire et, pour un même dépositaire, les actifs appartenant à des OPCVM et ceux appartenant à des FIA.

Concernant la ségrégation d'actif en cas de délégation de la conservation de titres à un dépositaire, l'ESMA estime nécessaire de développer des exigences minimales au niveau européen laissant cependant la possibilité aux Etats membres d'imposer des règles plus strictes, en ligne avec leur législation nationale.

L'Autorité estime qu'un tel régime européen sur la ségrégation d'actifs devrait avoir pour objectif de garantir la protection des investisseurs, notamment en évitant que la propriété des actifs soit contestée en cas d'insolvabilité d'une partie de la chaîne de conservation.

Sur cette base, l'ESMA invite les institutions européennes à apporter des amendements aux directives AIFM et

OPCVM pour introduire une obligation minimale de 3 comptes différents ségrégués par dépositaire au niveau du sous-conservateur (delegate) :

1. Les actifs propres du sous-conservateur ;
2. Les actifs propres du dépositaire ;
3. Les actifs des clients du dépositaire.

Elle appelle également à ce que l'utilisation du compte omnibus soit soumise à des conditions strictes dont la garantie que les actifs ne puissent pas être distribués aux créanciers de l'entité en cas de faillite et d'autres mesures limitant l'utilisation des actifs dans d'autres opérations.

L'avis de l'ESMA se concentre également sur un autre aspect de la séparation d'actifs : l'application des règles relatives à la délégation des fonctions de dépositaire aux dépositaires centraux de titres (CSD). Dans ce domaine également, l'ESMA appelle les institutions européennes à apporter des clarifications aux directives AIFM et OPCVM quant à l'exemption des exigences de délégation des fonctions de dépositaires lorsque le sous-conservateur est un dépositaire central de titres (CSD), en particulier à y introduire les mesures suivantes :

- Les dépositaires ne devraient pas être obligés d'appliquer les règles concernant la délégation des fonctions de dépositaire aux CSD lorsque ceux-ci agissent en qualité de CSD émetteur (Issuer CSDs) ;
- Les dépositaires devraient être contraints d'appliquer les règles relatives à la délégation des fonctions de dépositaire à des CSD lorsque ceux-ci font office d'investisseurs (Investor CSDs).

A noter que la notion de dépositaire central de titres international (International CSD) n'a pas été retenue par l'ESMA et ne figure donc pas dans son avis.

La Commission devrait présenter une étude d'impact dans la perspective d'une proposition législative sur la distribution transfrontière de fonds d'investissement au premier trimestre de l'année 2018.

Toutefois, la question des exigences de ségrégation des actifs ne figure pas parmi les éléments ciblés par la Commission dans sa feuille de route sur cette initiative (voir infra).



DISTRIBUTION TRANSFRONTIÈRE DE FONDS : LA COMMISSION PRÉCISE SES PLANS



Marché unique © Union Européenne, 2017 - CE

Après une consultation publique en 2016, la Commission prépare le lancement d'une initiative sur la distribution transfrontière de fonds d'investissement. Dans ce processus, elle a publié le 21 juin 2017 une analyse d'impact initiale qui dessine la feuille de route envisagée pour davantage développer ce secteur et in fine assurer un meilleur financement de l'économie.

Cette initiative cherche en premier lieu à mieux lier l'épargne et les opportunités d'investissement et à offrir de nouvelles opportunités à la fois aux investisseurs et aux épargnants. Pour atteindre ces objectifs, la Commission souhaite lever les barrières réglementaires à la distribution transfrontière des fonds d'investissements pour permettre une meilleure structuration et une consolidation du secteur qui devraient aboutir à des économies d'échelle et une meilleure allocation de leurs ressources.

La feuille de route de la Commission indique que l'initiative devrait se concentrer sur deux catégories de fonds et impliquer des amendements à la législation européenne qui les encadre actuellement : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) – encadrés par la directive 2009/65 – et les fonds d'investissement alternatifs (FIA) – régis par la directive 2011/61.

Ces deux législations prévoient des mécanismes pour développer la distribution transfrontière de fonds, en particulier des systèmes de passeport pour les fonds et leurs gestionnaires.

La Commission considère que, malgré ces mesures, d'importants obstacles demeurent au développement d'activités transfrontières dans le secteur et liste dans sa feuille

de route les actions qu'elle envisage de mener pour les supprimer. Premier obstacle identifié par la Commission, les divergences réglementaires sur les règles de commercialisation pourrait être résolue par une harmonisation des exigences et des pratiques nationales. Parmi les autres options, l'exécutif européen envisage également de n'harmoniser que la définition de la commercialisation ou de limiter son intervention à l'identification et au partage de bonnes pratiques.

Sur la base de ses analyses et de la consultation publique de 2016, la Commission identifie d'autres sources d'obstacles à un marché plus intégré des fonds d'investissement : des obligations administratives injustifiées, des coûts trop importants liés à la distribution et aux frais réglementaires nationaux ou encore les exigences de notification. Dans chacun de ces domaines, la Commission étudie la possibilité d'harmoniser directement les règles au niveau européen, notamment pour simplifier les systèmes existants.

Enfin, l'initiative devrait également s'attaquer aux entraves au développement de la distribution directe en ligne de fonds. Elle pourrait notamment introduire des clarifications juridiques sur les règles en matière de commercialisation pour la distribution en ligne de produits d'investissement et la bonne mise en œuvre des exigences anti-blanchiment.

Les travaux de la Commission sur la distribution transfrontière de fonds se poursuivront jusqu'à la fin de l'année. L'exécutif européen devrait alors présenter son initiative dès le premier trimestre 2018.

MMF : LE RÈGLEMENT DÉFINITIVEMENT ADOPTÉ, LE TRAVAIL SUR LA LÉGISLATION SECONDAIRE COMMENCE

Le 16 mai 2017, la dernière étape pour l'adoption du règlement sur l'encadrement des fonds monétaires (MMF) est franchie avec l'aval officiel du Conseil des ministres de l'UE. A peine une semaine plus tard, le 24, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) lançait déjà sa première consultation sur les nombreuses mesures d'exécution et normes techniques nécessaires à la mise en œuvre de ces nouvelles règles.

Pour mémoire, le règlement MMF prévoit l'encadrement très strict des fonds monétaires à valeur constante (CNAV) et la création d'un nouveau type de fonds monétaire à faible volatilité (LVNAV). Il fixe également des exigences de liquidité pour les CNAV, les LVNAV et les fonds à valeur variable (VNAV).

Pour permettre la bonne application de ces nouvelles règles, l'ESMA a été chargée de rédiger ou de contribuer à la rédaction des mesures d'exécution et autres standards techniques. Elle doit rédiger un avis technique qui devra renseigner la Commission européenne pour adopter des actes délégués relatifs en matière de liquidité et de qualité de crédit applicables aux actifs reçus dans le cadre d'un accord de prise en pension ou encore ceux concernant la quantification du risque de crédit et du risque relatif de

défaut d'un émetteur ou d'un instrument dans lequel le fonds aurait investi.

L'ESMA a également la charge de préparer des normes techniques d'exécution (ITS). Ces standards définiront notamment les templates de reporting pour les informations que les gestionnaires de MMF doivent fournir aux autorités nationales compétentes avant d'être transmises à l'ESMA.

Enfin, l'Autorité doit également rédiger des lignes directrices sur les paramètres communs de référence pour les scénarios de stress test que les gestionnaires de MMF doivent réaliser. Elles comprennent ainsi des éléments relatifs au niveau de liquidité des actifs contenus dans le portefeuille du fonds, les fluctuations des taux d'intérêt ou encore les niveaux de remboursement du fonds.

La consultation s'est achevée le 7 août. L'avis technique ainsi que les projets d'ITS devraient être soumis à la Commission européenne et les lignes directrices publiées avant la fin de l'année 2017. Publié le 30 juin au Journal officiel de l'UE, la majeure partie des dispositions du règlement s'appliqueront une année après son entrée en vigueur, le 21 juillet 2018.

PRIIPS : DE NOUVELLES LIGNES DIRECTRICES DE LA COMMISSION

Alors que la date d'application du règlement sur les documents d'informations clés (KID) relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPs), la Commission européenne a souhaité publier une nouvelle série de lignes directrices. Emises sous la forme d'une communication, elles visent à minimiser les potentielles divergences d'interprétation des Etats membres dans la mise en œuvre de ce règlement. L'objectif est d'assurer une mise en œuvre harmonieuse de ces nouvelles règles avant leur entrée en application au 1er janvier 2018.

Pour mémoire, le document d'informations clés est un document « *standardisé et simple* » qui a pour vocation de donner les éléments nécessaires aux investisseurs de détails pour comprendre et comparer les produits d'investissement qui leur sont proposés, leurs risques, coûts et performances potentielles grâce à l'instauration d'une norme commune pour la présentation de ces informations. Le règlement PRIIPs entrera en application le 1er janvier 2018.

Ces lignes directrices cherchent à préciser certaines dis-

positions du règlement et leur application. Concernant son champ d'application, elles indiquent que les émetteurs et intermédiaires financiers sont tenus d'évaluer les produits couverts par le texte, notamment sur la base des caractéristiques économiques et des termes contractuels spécifiques de chaque produit. Elles précisent également que ces règles s'appliquent à l'ensemble des acteurs proposant des PRIIPs sur le territoire européen, les entités d'Etats tiers incluses.

En matière de distribution, la Commission rappelle que le règlement ne distingue pas les PRIIPs vendus avec ou sans conseil. La communication du KID sera de la responsabilité de l'intermédiaire tandis que l'émetteur sera tenu de publier le document sur son site internet. Ces émetteurs pourront être tenus responsables devant les juridictions civiles si les informations sont trompeuses, inexacts ou ne concordent pas avec les parties pertinentes des documents précontractuels et contractuels.

Enfin, les lignes directrices rappellent également que les OPCVM sont exemptées des exigences relatives aux KID jusqu'au 31 décembre 2018.

CCP : LA COMMISSION VEUT RÉFORMER LA SUPERVISION DES CHAMBRES DE COMPENSATION

Peut-être la première conséquence concrète du Brexit en matière législative, la Commission européenne a présenté le 13 juin dernier une proposition de règlement amendant le règlement EMIR et le règlement créant l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

L'analyse de la Commission

Cette initiative vise à harmoniser et à renforcer la surveillance des contreparties centrales (CCP) de l'UE et des Etats tiers, notamment en vue du retrait de l'UE du Royaume-Uni qui devrait avoir selon l'exécutif bruxellois « *un impact considérable sur la réglementation et la surveillance de la compensation en Europe* ». Ainsi, la Commission insiste dans sa proposition sur les lacunes actuelles en matière de surveillance continue des contreparties centrales situées hors UE ainsi que sur dangers des potentielles divergences entre les objectifs des autorités de surveillance nationales hors UE et ceux des banques centrales concernées.

Les préoccupations de l'exécutif bruxellois regardent également les CCP localisées dans l'UE. La Commission souligne leur importance croissante pour le système financier européen et le besoin de réexaminer « *le dispositif de surveillance actuel qui se fonde essentiellement sur l'autorité du pays d'origine* ». De même, elle s'inquiète des divergences de pratique entre les Etats membres en matière de surveillance de ces CCP, pouvant créer « *des risques d'arbitrage réglementaire et prudentiel* ». Elle souhaite que la répartition des responsabilités entre autorités de surveillance et des banques centrales soit davantage clarifiée.

Les mesures prônées

La proposition de règlement entend mettre en place une supervision des activités de compensation basée sur une « *approche plus paneuropéenne* ». Elle propose notamment de créer un nouveau mécanisme de supervision au sein de l'ESMA – baptisé « *CCP Executive Session* » – qui serait compétente tant pour les chambres de compensation européennes que pour les CCP d'Etats tiers.

La principale nouveauté est l'introduction de différentes catégories de CCP d'Etats tiers auxquels correspondent des régimes de supervision et d'équivalence différents.

Les CCP représentant un risque systémique moindre

devrait être soumises aux règles actuellement en vigueur sous EMIR et les chambres de compensation de pays tiers dont le régime réglementaire a été reconnu comme équivalent.

Les chambres de compensation représentant un risque systémique supérieur seront soumises à des exigences « *plus strictes* », notamment :

- Le respect des « *exigences prudentielles nécessaires et pertinentes* » auxquelles les CCP de l'UE doivent se conformer, tout en tenant compte des règles des pays tiers.

Parmi ces exigences, ces chambres de compensation devraient respecter les règles relatives aux fonds propres, à leur organisation interne, à la liquidité, au règlement à l'interopérabilité ;

- Le contrôle par les banques centrales nationales de l'UE afin que la chambre de compensation se conforme aux obligations complémentaires fixées. Ces exigences supplémentaires pourraient concerner la disponibilité ou le type de collatéral détenu dans une CCP, les exigences de ségrégation ou encore les dispositifs en matière de liquidité ;

- L'engagement de la CCP de transmettre toutes les informations jugées pertinentes à l'ESMA et de permettre des inspections sur site.

Enfin, mesure la plus sensible politiquement, si l'ESMA estime que la supervision et les exigences réglementaires imposées ne sont pas suffisantes pour garantir la stabilité financière européenne, elle pourra conditionner l'agrément de la CCP et son accès au marché unique à la relocalisation de ses activités au sein de l'UE.

L'ESMA, en étroite coopération avec la Banque centrale européenne (BCE) et les autres banques centrales de l'UE, aura la charge de classer les CCP de pays tiers dans l'une ou l'autre des catégories.

Parlement et Conseil vont désormais travailler cette proposition de règlement et les amendements qui pourront être apportés seront suivis de près par les juridictions non européennes et par la City, où est compensé « *un volume considérable d'opérations sur dérivés libellés en euros* ».

EMIR : LA COMMISSION PRÉSENTE SON PROJET DE RÉVISION

Annoncée le 23 novembre 2016, la proposition de révision du règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR) a été présentée le 4 mai dernier par la Commission européenne.

Cette révision vient conclure les travaux lancés par la Commission au début de l'année 2016 et qui avaient d'abord abouti à la publication d'un rapport où étaient identifiées certaines exigences disproportionnées tant en termes prudentiels qu'administratifs.

La révision du règlement EMIR proposée cherche ainsi à « *réduire les risques systémiques sur les marchés des dérivés de gré à gré, tout en maintenant les coûts pour l'économie réelle à un niveau minimum* », selon le Vice-Président de la Commission européenne en charge des services financiers, Valdis Dombrovskis. Selon les estimations de la Commission, les changements proposés devraient permettre d'économiser jusqu'à 2,6 milliards d'euros de coûts opérationnels et jusqu'à 6,9 milliards d'euros de coûts non récurrents.

Les exigences de reporting

La proposition de révision entend simplifier certaines obligations de reporting. Par exemple, les transactions sur les marchés réglementés ne seraient plus soumises à une déclaration par les deux contreparties d'une transaction mais à un reporting uniquement effectué par la contrepartie centrale. Il est également proposé de revenir sur les obligations de déclarations sur les transactions antérieures à l'entrée en application d'EMIR (« *backloading* »).

En outre, la révision propose que toutes les contreparties non financières soient exemptées d'obligations de reporting pour les transactions intragroupes. Également objet d'amendements, les déclarations relatives à des transactions entre une contrepartie financière et une petite contrepartie non financière seraient désormais réalisées

par la société financière au nom des deux contreparties.

L'obligation de compensation

Autre point important de la révision, la Commission propose de moduler le champ d'application de l'obligation de compensation, en particulier en introduisant des régimes spécifiques à certains types de contreparties. Elle propose ainsi la mise en place d'un « *seuil de compensation* » pour les contreparties non financières, seuil qui serait calculé catégorie de dérivés par catégorie de dérivés. Ces acteurs ne compenseraient ainsi que les catégories d'actifs pour lesquelles elles ont dépassé le seuil de compensation. Les contrats de dérivés de « *couverture de risque* » ne seraient pas inclus dans le calcul de ces seuils.

Autre type de contreparties visé par la révision, les petites contreparties financières bénéficieraient également d'un seuil de compensation en dessous duquel les petites contreparties financières seraient dispensées de l'obligation de compensation. Ce seuil sera basé sur le volume de transactions effectuées. Les exigences de reporting et de garantie pour cette catégorie d'acteurs demeurent en revanche obligatoires pour toutes les transactions.

Enfin, la Commission propose de renouveler pour 3 nouvelles années l'exemption des fonds de pension de l'obligation de compensation. Ce nouveau délai est censé donner suffisamment de temps aux fonds de pension, aux contreparties centrales et aux membres compensateurs de « *mettre au point une solution permettant aux fonds de pension de participer à la compensation centrale sans que cela ait d'incidence négative sur les revenus des futurs retraités* ».

La proposition de révision va désormais être soumise à l'examen du Parlement européen et du Conseil. Si les travaux préparatoires ont débuté, les discussions formelles commenceront en septembre.



MIF II : LES DERNIERS DÉVELOPPEMENTS

Encore quelques mois. Il s'agit du temps qui nous sépare encore de la date d'application du règlement et de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR/MiFID II) dont une grande partie des dispositions s'appliquera le 3 janvier 2018.

Alors que cette date s'approche à grands pas, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) continue ses travaux pour produire l'ensemble des mesures d'exécution, normes techniques, lignes directrices et autres standards visant à assurer la bonne application opérationnelle du paquet MIF II.

Une consultation sur les exigences d'adéquation

Par exemple, des consultations sont toujours en cours. Parmi les dernières lancées par l'ESMA, on trouve celle sur des projets de lignes directrices sur certains aspects des exigences d'adéquation (suitability requirements) aux clients des services d'investissement et de conseil.

Pour mémoire, MiFID II a ajouté de nouvelles obligations au cadre réglementaire européen pour garantir que les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille soient fournis dans le meilleur intérêt des clients. Elle fait explicitement référence au fait que l'usage de systèmes électroniques ne diminuent pas la responsabilité des sociétés proposant ces services et définit des règles détaillées sur l'évaluation périodique de l'adéquation, l'obligation d'analyser les coûts et les bénéfices de passer d'investissement à un autre ou encore de fournir aux clients un rapport d'adéquation avant la conclusion de la transaction recommandée.

Les lignes directrices que l'ESMA soumet à consultation visent d'abord à adapter la mise en œuvre des règles européennes aux développements technologiques sur le marché du conseil, notamment l'utilisation du conseil automatisé (robo-advice). Elles doivent également permettre de mieux tenir compte des résultats des activités de supervision des autorités nationales compétentes sur les exigences d'adéquation et des études dans le domaine de la finance comportementale.

La consultation est ouverte jusqu'au 13 octobre 2017. Le rapport et les lignes directrices finales de l'ESMA sont attendus au cours du premier semestre de l'année 2018.

Des lignes directrices sur la gouvernance des produits

L'Autorité a aussi publié des lignes directrices sur la gouvernance des produits d'investissement couverts par la directive. Ces lignes directrices entrent dans le domaine



Markus Ferber, vice-président d'ECON, Rapporteur pour MIFID @European Parliament 2017

des exigences de MiFID II sur la protection des investisseurs et plus précisément l'encadrement de l'ensemble du cycle de vie des produits et services financiers fournis aux investisseurs.

Afin de garantir la protection des investisseurs, ces lignes directrices et les obligations auxquelles elles se rapportent prévoient que les acteurs en charge de la conception de ces produits, de leur distribution ou de la structuration des dépôts correspondant agissent dans le meilleur intérêt des clients. Ces exigences que précisent les lignes directrices concernent en premier lieu les sociétés qui conçoivent des produits financiers. Elles visent également les sociétés distributrices, qui décident les catégories de produits et services qu'elles souhaitent proposer à leurs clients et quand offrir ou recommander certains produits aux clients.

A noter que les lignes directrices traitent en priorité des dispositions relatives à l'évaluation des marchés cibles. En effet, l'ESMA estime que cet aspect de la réglementation est clé pour assurer la bonne et cohérente application de MiFID II et faciliter le développement d'activités transfrontières.

A noter également que l'ESMA a mené une consultation sur ses projets de normes techniques de réglementation (RTS) visant à préciser l'obligation de négociation pour les dérivés. Ces RTS doivent permettre de déterminer quels produits dérivés devront être négociés sur les plateformes réglementées. Les dérivés soumis à cette obligation doivent être concernés par l'obligation de compensation centrale et jugés suffisamment liquides par l'ESMA.

CSDR : LE NIVEAU 2 AVANCE

Plus de deux ans et demi après l'entrée en application du règlement sur les dépositaires centraux de titres (CSDR), l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) continue ses travaux pour assurer sa bonne mise en œuvre au travers de normes techniques et autres mesures d'exécution. Le 10 juillet dernier, elle a notamment lancé une consultation sur des projets de lignes directrices précisant la mise en œuvre du reporting relatif aux opérations de règlement internalisé.

En effet, le règlement adopté en 2014 prévoit que les internalisateurs de règlement doivent transmettre tous les trimestres aux autorités compétentes leur lieu d'établissement, le volume et la valeur agrégés de toutes les transactions sur titres qu'ils règlent en dehors d'un système de règlement de titres. Ces autorités ont la charge d'agréger les informations reçues sur le volume et la valeur totaux des transactions ainsi réglées puis de les transmettre à l'ESMA également sur une base trimestrielle.

Les projets de lignes directrices soumis à consultation ont vocation à clarifier les obligations des internalisateurs de règlement. Ils doivent notamment mieux définir le champ des données qui doivent être soumises au reporting afin d'assurer ainsi une application uniforme de ces exigences. Ils définissent également les modalités de l'échange d'informations entre les autorités nationales compétentes et l'ESMA.

L'ESMA proposent d'inclure les opérations suivantes dans le champ d'application des obligations de reporting pour

les internalisateurs de règlement :

- L'achat ou la vente de titres ;
- Les opérations de gestion des garanties (collateral) ;
- Le prêt ou l'emprunt de titres ;
- Les opérations de rachat ;
- Les transactions soumises à la compensation (netting) telle que définie par la directive sur le caractère définitif du règlement au niveau d'un internalisateur de règlement ;
- Le transfert de titres entre les comptes de différents fonds ;
- Les transactions intragroupes ;
- L'exécution d'ordres de transfert par un internalisateur de règlement sur son propre compte ;
- Les accords de garanties financières avec transfert de propriété (title transfer financial collateral arrangements) ;
- Les contrats de garanties financières de titres (security financial collateral arrangements) ;
- Les héritages et cadeaux lorsqu'ils impliquent un transfert de titre entre comptes ;
- Les réallocations de garantie pour le prêt de titres ;
- Les actions d'entreprise sur le flux représenté par des transformations (corporate actions on flow represented by transformations).

La consultation est ouverte jusqu'au 14 septembre. L'ESMA entend finaliser ses lignes directrices dans les premiers mois de l'année 2018.

TARGET : LA BCE SOUHAITE DÉVELOPPER UN SYSTÈME DE RÈGLEMENT INSTANTANÉ

Après les systèmes TARGET2 et TARGET2-Securities, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé sa décision de développer un nouveau service de règlement instantané des paiements basé sur TARGET2 qui portera l'appellation TARGET instant payment settlement ou TIPS.

Pour mémoire, TARGET2 est le système européen de règlement brut en temps réel (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, TARGET2) mis en place par la BCE en application de ses missions dans le domaine des paiements, dont elle doit garantir la stabilité, la fiabilité et l'efficacité.

Ce système de paiement instantané devra être opérationnel 365 jours par an, 24 heures sur 24 et permettre à tout acteur européen de réaliser un transfert d'argent instantané, entre banques (voir schéma).

La BCE indique que ce nouveau service sera développé en étroite collaboration avec le secteur bancaire européen. Son utilisation devrait être proposée aux banques à un prix-plafond de 0,20 centimes d'euros par paiement, au moins pendant les deux premières années d'exploitation.

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@bf.fr



EURALIA

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

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

Pierre Degonde
pierre.degonde@euralia.eu

Lenka Kubatkova
lenka.kubatkova@euralia.eu