



# La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 23 - Septembre à décembre 2017

**afti**  
La dynamique du post-marché

## Editorial

Brexit: le Royaume-Uni corseté ..... 3

## Marchés financiers

MiFID 2: où en est-on des niveaux 2 et 3? Un état des lieux..... 5

Barrières de Giovannini : dpas de proposition législative en vue..... 7

Produits dérivés de gré à gré: les régulateurs internationaux continuent leurs travaux sur l'UPI..... 8

## Gestion d'actifs

MMF: l'ESMA finalise les normes techniques ..... 9

La Commission européenne propose de refondre le régime prudentiel des sociétés d'investissement ..... 10

EMIR: la refonte du cadre de supervision se poursuit..... 12

EMIR: la BCE obtient le soutien de la Commission pour étendre ses pouvoirs à la régulation des CCPs..... 14

EMIR: l'UE et les USA s'accordent sur la régulation des produits dérivés..... 15

La BCE actualise les standards sur la gestion du collatéral par des agents tripartites..... 15

SFTR: La Commission consulte sur un projet de règlement délégué sur les frais de surveillance ..... 16

SFTR: La Commission dresse son rapport sur la transparence des opérations de financement de titres ..... 17

## Politique des services financiers

Le programme de travail de la Commission européenne pour 2018: les grands chantiers des services financiers ..... 18

FinTech: la Commission européenne publie les réponses à la consultation publique..... 20

FinTech: Superviseurs et régulateurs poursuivent leur réflexion sur les implications en matière de stabilité financière ..... 21

## BREXIT: LE ROYAUME-UNI CORSETÉ

« *Taking back control* » constitua l'un des slogans phare des Brexiters. Pourtant, 18 mois après le vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne (UE) et 9 mois après le lancement formel de la procédure de retrait, la première phase des négociations achevée en décembre dernier a surtout démontré à quel point leur conduite échappait aux Britanniques.

Le mécanisme de retrait - tel qu'exigé par les Européens - est séquencé en deux phases successives. La première porte sur le retrait en lui-même, la seconde doit permettre de définir les relations futures et, si besoin, un accord de transition. Six rounds de négociations auront donc été nécessaires pour que Britanniques et Européens s'accordent en décembre dernier sur les grands principes relatifs à la première phase, principes qui, tout en répondant à l'ensemble des exigences européennes, font porter sur les Britanniques ses ambiguïtés..

### L'ambivalence du retrait à la charge des britanniques

L'accord de retrait qui clôt la première phase porte sur trois points clés. Le premier concerne les droits des citoyens européens vivant au Royaume-Uni et des Britanniques vivants dans l'UE. Aucune des lignes rouges fixées par les Européens n'a été franchie. Le texte garantit notamment que l'ensemble des droits (de résidence, de travail, de sécurité sociale, etc.) des résidents européens vivant au Royaume-Uni avant la date effective du Brexit seront maintenus et préservés. Sujet hautement symbolique outre-Manche, ces derniers seront sous la protection de la Cour de Justice de l'UE (CJUE) jusqu'en ... 2027. Concrètement, la CJUE restera donc en la matière « *l'ultime arbitre pour l'interprétation de la loi européenne* » et aura autorité sur les tribunaux britanniques pour encore une décennie.

Second point sensible, la question du « *règlement financier* ». Si un montant n'a pas été fixé, Européens et Britanniques se sont entendus sur la méthodologie et les éléments qui devront entrer dans le calcul, pour une somme qui pourrait avoisiner les 50 milliards d'euros. Concession symbolique, le Royaume-Uni a accepté que le calcul du règlement financier et son paiement soient effectués en euros et non en livres. Outre le symbole, l'accord fait porter sur le Royaume-Uni le risque de change.

Le troisième point de l'accord porte sur la question nord-irlandaise. Les Européens avaient comme priorité, la préservation des accords dits du Vendredi saint, signés à Belfast en 1998, qui définissent les relations actuelles entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord. Le texte de retrait précise que ces accords doivent être « *protégés dans tous leurs aspects* ». En revanche, il laisse la résolution de certaines contradictions apparentes à la charge des Britanniques.

Ainsi est-il assuré qu'il n'y aura pas de frontière physique entre l'Irlande du nord et la République d'Irlande et que, parallèlement, l'Irlande du nord « *reste partie intégrante* » du Royaume-Uni. De même, le texte rappelle que la République d'Irlande fait toujours partie intégrante du marché unique européen et en même temps que le marché intérieur du Royaume-Uni, qui comprend l'Irlande du Nord, doit être préservé. A noter que les principes édictés dans cet accord doivent prévaloir, quelle que soit la nature de l'accord trouvé entre l'UE et le Royaume-Uni sur les relations futures.

*Le texte va même plus loin car il stipule que le Royaume-Uni, en l'absence de solution négociée sur la question irlandaise, devra maintenir un alignement total avec les règles du marché unique et de l'union douanière.*

En d'autres termes, que le Brexit soit « *soft* » ou « *hard* », ces dispositions impliquent que les Irlandais du Nord et les marchandises venant de Belfast pourront circuler sans contrôle à la fois sur le territoire de la Grande-Bretagne et sur celui de l'UE – et donc que l'Irlande du Nord devra se soumettre, quoiqu'il arrive, à la réglementation européenne. Alors que les liens entre les deux Irlandes doivent être maintenus coûte que coûte, le texte précise que ce sera au « *Royaume-Uni de faire des propositions* » en cas de difficultés à concilier ces principes. Le texte va même plus loin car il stipule que le Royaume-Uni, en l'absence de solution négociée, devra maintenir un alignement total avec les règles du marché unique et de l'union douanière. A noter toutefois qu'un attendu laisse entrevoir la possibilité d'une mise en place de contrôles pour les échanges partant du territoire de Grande Bretagne vers l'Irlande du Nord, qui bénéficierait ainsi d'un régime spécial qui donne des idées aux autres peuples de la Couronne.

### **Et maintenant ?**

Avant de formellement débiter la seconde phase des négociations, les Européens souhaitent s'assurer que les grands principes de ce premier accord seront rendus contraignants juridiquement. Le Conseil européen a par ailleurs prévu d'adopter de nouvelles lignes directrice en mars prochain mais, les précédents mandats entérinés en avril puis en décembre 2017 donnent déjà un premier aperçu des marges de manœuvre ténues dont disposeront les Britanniques.

Si les Européens ont accepté l'idée d'une période de transition, ils en ont fixé la durée maximale – le 31 décembre 2020 - et surtout les conditions. Pour conserver un accès au marché unique, le Royaume-Uni devra accepter d'appliquer les quatre libertés fondamentales de l'UE – dont la libre circulation des personnes, ainsi que l'ensemble de l'acquis européen – normes européennes, mécanismes de réglementation, de supervision, de budget, de surveillance, d'exercice du pouvoir judiciaire et de contrôle du respect des règles, le tout sous l'autorité de la CJUE. Ceci, en ayant plus de droit de regard sur les normes auxquelles le pays sera soumis.

En ce qui concerne les négociations portant sur les relations commerciales, les Etats membres n'ont pas fermé la porte à un libre accès au marché unique. Toutefois, les conditions, qui correspondent peu ou prou à celles de l'accord de transition, semblent à l'heure actuelle absolument impossible à accepter politiquement du côté britannique. Si un accord de libre échange sur le modèle UE-Canada « ++ », incluant les services est pour l'instant privilégié par ces derniers, les Européens veulent éviter toute approche secteur par secteur, facteur potentiel de divisions entre les 27. Par ailleurs, face à la menace d'un possible dumping britannique agitée par le Chancelier de l'Echiquier lui-même, ils souhaitent que l'accord contienne des « *garanties face aux avantages compétitifs induits du fait de mesures et de pratiques fiscales, sociales et environnementales, et touchant à la réglementation* ».

### ***En matière de services financiers, l'approche européenne est essentiellement conduite sous l'angle de la stabilité financière.***

En matière de services financiers, l'approche européenne est essentiellement conduite sous l'angle de la stabilité financière, que ce soit en matière de réglementation, de supervision et d'application des normes européennes. Les derniers travaux des institutions européennes sur les chambres de compensation localisées en dehors de l'UE et qui compensent en monnaies européennes montrent que l'UE n'hésitera pas à imposer si besoin l'extraterritorialité du droit européen comme condition d'un accès à son marché.

En adoptant des principes directeurs puis en laissant les équipes de la Commission européenne négocier en première ligne, les Etats membres souhaitent se prémunir de toute division interne et des petites compromissions. Les conditions édictées par les Européens ont jusqu'ici laissé peu d'espace de négociation pour les Britanniques qui devront clairement trancher, entre désirs politiques et dépendance économique.

LMD

## MIFID 2 : OÙ EN EST-ON DES NIVEAUX 2 ET 3 ? UN ÉTAT DES LIEUX

Après des années de rédaction, de débats et d'élaboration du niveau 2 et un report, la directive révisée sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II), ainsi que le règlement qui l'accompagne (MiFIR), sont entrés en application le 3 janvier 2018. Texte complexe et affectant les marchés financiers de multiples manières, MiFID II a donné lieu à un grand nombre d'actes délégués et d'application (niveau 2) mais aussi de lignes directrices et autres questions-réponses (niveau 3). Alors que le texte produit désormais tous ses effets, il convient de dresser un état des lieux des niveaux 2 et 3, et de préciser la valeur normative des différents éléments qui les composent.

### ***Les actes délégués (niveau 2) : précisions apportées à la législation***

Prévus par le texte de loi (niveau 1), les actes délégués ont une fonction législative : ils ont vocation à compléter ou à modifier certains aspects non-essentiels des lois européennes. Ils sont adoptés par la Commission européenne, en lien (pour MiFID II) avec l'Autorité européenne des Marchés financiers (ESMA), puis entérinés ou rejetés par le Conseil de l'Union européenne et le Parlement européen.

Les actes délégués sont, parmi les actes de niveau 2, ceux qui apportent les précisions les plus substantielles. Ils sont contraignants. Dédiés aux sujets techniques, certaines parties prenantes estiment qu'ils ont parfois, en pratique, une portée politique qui dépasse leurs prérogatives institutionnelles.

La préparation de l'application de MiFID II et MiFIR a donné lieu à cinq actes délégués en 2016 et 2017.

Premièrement, la Commission a précisé dans un règlement délégué du 28 août 2017 la définition du terme internaliseur systématique au sens de MiFID II/ MiFIR, après avoir été alertée par de potentiels abus de ce statut.

Deuxièmement, la Commission européenne a adopté le 12 juin 2017 un règlement délégué exemptant certaines banques centrales de pays ou territoires tiers, dans le cadre de leur politique monétaire, de change et de stabilité financière, des obligations de transparence pré négociation et post négociation.

Troisièmement, la Commission européenne a précisé dans un règlement délégué du 18 mai 2016 certains points concernant la transparence, la compression de portefeuille et les mesures de surveillance relatives à l'intervention sur les produits et aux positions. Ce règlement délégué clarifie également les définitions de marchés

liquides.

Quatrièmement, la Commission a clarifié dans un règlement délégué du 25 avril 2016 les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement. Ce même règlement délégué précise la définition de certains termes de MiFID II, concernant les produits dérivés des matières premières, les autres produits dérivés au sens de MiFID II, les internaliseurs systématiques, et le trading algorithmique.

Enfin, cinquièmement, la Commission a adopté une directive déléguée le 7 avril 2016 concernant la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire.

### ***Les actes d'exécution (niveau 2) : décisions d'équivalence au bénéfice de pays tiers***

Prévus par le texte de loi (niveau 1), en l'occurrence MiFID II, les actes d'exécution concernent la mise en œuvre de la législation. Ils sont adoptés par la Commission européenne après consultation de commissions constituées d'experts nommés par les Etats membres. Contrairement aux actes délégués, le Parlement européen ne dispose pas des pouvoirs lui permettant de s'opposer à leur élaboration. Cette procédure est couramment appelée comitologie.

Les juridictions ayant bénéficiées de décisions d'équivalence, adoptées sous forme de décision d'exécution, sont l'Australie, Hong Kong, les Etats-Unis d'Amérique, et la Suisse. Les décisions, au cas par cas, portent sur différents aspects de MiFID II.

Pour cette dernière, la décision d'équivalence, adoptée le 21 décembre 2017, n'a pas encore été publiée au Journal officiel de l'Union européenne. Elle le sera à l'issue de la période d'examen de trois mois laissée au Conseil de l'Union européenne pour éventuellement s'y opposer.

### ***Les normes techniques de réglementation (niveau 2)***

Préparées par l'ESMA puis adoptées par la Commission sous forme de règlement délégué, les normes techniques de réglementation (*regulatory technical standards – RTS*) constituent l'essentiel des normes de niveau 2 en terme de volume et apportent des précisions d'ordre technique qui peuvent se relever cruciales pour les professionnels.

Adoptés par la Commission européenne, les RTS sont préparés par l'ESMA. Dans le cas de MiFID II/ MiFIR, les RTS ont été pour la première fois publiés par l'ESMA en annexe de son rapport du 28 septembre 2015. Sur les plus de 500 pages de RTS, une large majorité a été adoptée sans modification par la Commission européenne. Cependant, trois ensembles de RTS ont donné lieu à des échanges entre l'ESMA et la Commission, qui ne s'accordaient pas sur leur contenu.

C'est le cas d'abord des RTS sur les activités accessoires (RTS 20). La Commission a renvoyé à l'ESMA sa proposition initiale du 28 septembre 2015 en demandant que celle-ci soit modifiée avant de pouvoir être adoptée. En particulier, la Commission demandait à l'ESMA d'intégrer dans certains cas des critères en termes de capital pour déterminer si les activités d'investissements conduites par des groupes doivent être considérées comme accessoires ou non. L'ESMA avait pourtant écarté cette option dans son rapport de septembre 2015, considérant qu'un critère sur la base du capital donnerait des résultats trop fluctuant dans le temps et ne permettrait pas suffisamment de prendre en compte les différences entre les secteurs d'activités. Finalement, face aux amendements demandés par la Commission, l'ESMA a introduit ce critère comme alternative au critère initialement proposé qui repose sur le business model. Les RTS 20 ont été adoptés le 1er décembre 2016 et publiés le 31 mars 2017.

Les RTS sur les limites de position pour les produits dérivés des matières premières (RTS 21) ont donné lieu à un désaccord entre l'ESMA et la Commission, concernant la méthodologie à suivre pour calculer ses limites de positions, afin de réduire au mieux la spéculation et son impact sur les prix des matières premières, notamment celui des aliments. Suite aux propositions d'amendements de la Commission européenne, l'ESMA a ajusté les RTS 21

afin de diminuer les limites de positions pour les matières premières alimentaires. Elle a aussi ajusté la définition des contrats échangés uniquement hors des marchés réglementés (*OTC only*) afin de prévenir l'usage des *OTC only* pour contourner les limites de position. Les RTS 21 ont été adoptés le 1er décembre 2016 et publiés le 31 mars 2017.

Finalement, la Commission avait également proposé des amendements concernant les projets de RTS sur les exigences de transparences pour les produits autres que des titres de capital (*non-equity products*) (RTS 2). La Commission proposait d'alléger le régime de transition, qui serait réajusté annuellement par l'ESMA, sur la base d'une évaluation de la liquidité des produits. Les modifications apportées par la Commission ont été acceptées par l'ESMA et les RTS 2 ont été adoptés le 14 juillet 2016, puis publiés le 31 mars 2017.

A noter également que l'ESMA a publié un rapport séparé le 29 juin 2015 présentant ses projets de quatre ensembles de RTS spécifiquement sur l'autorisation, l'enregistrement et le passeport des sociétés d'investissement établies dans un pays tiers. Tous ont été adoptés et publiés.

Certains RTS sont toujours en cours de finalisation. Ainsi, l'ESMA a publié le 29 septembre 2017 son projet de RTS concernant l'obligation de négociation sur des marchés réglementés pour certains produits dérivés en application des articles 28 et 32 de MiFIR. Les dérivés concernés sont les swaps de taux d'intérêt (IDS) et de crédit (CDS).

Par ailleurs, l'ESMA a lancé une consultation publique, ouverte jusqu'au 25 janvier 2018, afin de déterminer si il convient de clarifier la notion de « *prix reflétant les conditions de marché* » pour l'obligation de cotation des internaliseurs systématiques, utilisée dans les RTS 1. L'ESMA considère qu'il pourrait être utile de lier l'appréciation des



© Parlement européen, 2017 - CE

conditions de marché à un volume minimum de transactions.

### **Les normes techniques d'exécution (niveau 2)**

Les normes techniques d'exécution (*implementing technical standards – ITS*) viennent apporter des précisions quant à l'exécution des normes de niveau 1. Ces ITS prévoient notamment les modèles de formulaires et des indications de format pour la communication d'information aux superviseurs.

Les ITS ont été, comme les RTS, préparés par l'ESMA en vue de leur adoption par la Commission européenne sous forme de règlement délégué. L'ESMA a dans un premier temps publié ses projets d'ITS dans un rapport du 11 décembre 2015. Les huit ensembles d'ITS ont été publiés au Journal officiel entre le 7 et le 23 juin 2017.

Un projet d'ITS concernant les informations pour l'enregistrement des sociétés d'investissement établies dans les pays tiers et le format des informations qu'elles doivent fournir aux clients a été publié dans un rapport de l'ESMA du 29 juin 2015, adopté le 14 juillet 2016 et publié le 31 mars 2017.

### **Les lignes directrices (niveau 3) : outils d'une application cohérente de la législation**

Rédigées et publiées par l'ESMA, les lignes directrices et avis sont des documents non contraignants. Toutefois, elles ont vocation à servir d'étalon pour la mise en œuvre

de la législation. Si des doutes quant à l'application de MiFID II ou MiFIR surgissent, les autorités de supervision et de régulation se référeront à ces lignes directrices et avis pour trancher la situation.

### **Les questions-réponses (niveau 3) : répondre aux interrogations de l'industrie**

Mises à jour périodiquement, les questions-réponses sont des outils utilisés par l'ESMA pour répondre aux demandes précises des acteurs impactés par la réglementation financière européenne.

Dans le cas de MiFID II/ MiFIR, ESMA a rassemblé les questions-réponses par thématiques. Différents documents coexistent ainsi, traitant de la protection des investisseurs mais également des intermédiaires et des consommateurs, de la meilleure exécution, des instruments financiers complexes et non-complexes, sur la notion de conseil, sur les questions de transparence, sur les structures de marchés, et sur les produits dérivés de matières premières.

Fait plus rare, la Commission européenne a elle aussi publié quelques questions-réponses au sujet de MiFID II. Elle a ainsi publié le 26 octobre 2017 des clarifications complémentaires sous forme de questions/réponses concernant les courtiers-négociateurs de pays tiers.

## **BARRIÈRES DE GIOVANNINI : PAS DE PROPOSITION LÉGISLATIVE EN VUE**

Entre le 23 août et le 15 novembre 2017, la Commission européenne a mené une consultation publique sur les obstacles à l'intégration des services de post-marché au sein de l'Union européenne, aussi appelés « barrières de Giovanniini », du nom du responsable du groupe d'experts mandaté par la Commission européenne, qui a publié ses travaux en 2001 et en 2003.

Servant de support à la consultation de la Commission, les travaux du Forum européen sur le post-marché (EPTF) se sont matérialisés dans un rapport, daté de mai 2017 et publié en août 2017. C'est sur les barrières identifiées par l'EPTF et sur les enjeux de l'intégration des services post-marché que portait la consultation menée par la Commission (cf. Lettre européenne de l'AFTI n°22).

Cette consultation étant désormais close, la Commission européenne va analyser les réponses reçues afin de définir sa feuille de route sur les enjeux de post-marché.

Toutefois, aucune initiative n'a été annoncée lors de la publication en fin d'année 2017 du programme de la Commission européenne. Etant donné que la Commission présidée par Jean-Claude Juncker arrive au terme de son mandat mi-2019, il est peu probable que de nouvelles initiatives législatives soient présentées passé le premier semestre 2018. Il semblerait donc que les éventuelles réformes du secteur post-marché soient laissées à la prochaine Commission.

Il faut cependant rappeler que la communication de la Commission européenne sur l'examen de mi-parcours de l'Union des marchés de capitaux, publiée en juin 2017, annonçait une feuille de route pour la suppression des obstacles aux infrastructures post-marché au cours du dernier trimestre 2017. Il faut donc s'attendre à un document non-législatif début 2018, élaboré à partir des réponses à la consultation publique et des travaux de l'EPTF.

# PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ : LES RÉGULATEURS INTERNATIONAUX CONTINUENT LEURS TRAVAUX SUR L'IDENTIFIANT UNIQUE DU PRODUIT

L'UPI (*Unique Product Identifier*) a été développé au niveau international dans le but de renforcer la traçabilité des produits dérivés de gré à gré, en leur attachant un identifiant unique qui les suit au cours des transactions successives. Cet identifiant devra être reporté au référentiel central (trade repository), qui en gardera trace. En outre, l'usage des UPI doit permettre aux données sur les transactions de dérivés de gré à gré d'être plus facilement agrégées, comparables et exploitables.

## Gouvernance des UPI : le FSB consulte

Poursuivant les travaux à l'échelle internationale pour la mise en place des identifiants uniques de produits dérivés de gré à gré, le Comité de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) propose une nomenclature en matière de gouvernance des identifiants uniques du produit (Unique Product Identifier – UPI). Les critères principaux proposés par le FSB tiennent à l'intérêt public, la gestion des conflits d'intérêt, la viabilité opérationnelle et la simplicité. Une consultation publique à ce sujet a été menée entre le 3 octobre et le 17 novembre 2017.

Dans sa consultation publique, le FSB propose un ensemble de critères qui serviront à évaluer les différentes options en matière de mécanisme de gouvernance de l'UPI. Parmi ces critères, le FSB mentionne notamment l'intérêt public, la gestion des conflits d'intérêt, la viabilité opérationnelle et la simplicité.

Le FSB liste ensuite, dans sa consultation publique, les différentes fonctions de gouvernance identifiées par le FSB, lesquelles sont sous catégorisées comme suit : fonctions liées à la génération des UPIs et fonctions liées à la surveillance des UPIs.

Enfin, le FSB sollicite des contributions sur certains points liés aux fournisseurs de service d'UPI, tel que les modèles de frais et la mise en place de bases de données de référence.

Le FSB indique qu'il consultera à nouveau début 2018 sur la question plus précise de l'allocation des fonctions liées à la gouvernance des UPIs à différentes entités.

## Mise en œuvre des UPIs : le CPMI et l'IOSCO finalisent leurs lignes directrices

Le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (CPMI) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont publié le 28 septembre 2017 leurs lignes directrices concernant l'identifiant unique du produit (Unique Product Identifier – UPI). Celles-ci ont pour objectifs d'accompagner les autorités compétentes dans la mise en place des identifiants uniques pour chaque produit dérivé de gré à gré, renforçant leur traçabilité et la transparence du marché.

Les lignes directrices explicitent les normes techniques pour la mise en place de l'UPI, excluant les questions de gouvernance. Elles couvrent les principes techniques pour le fonctionnement de l'UPI, les données de références pour chaque classe de dérivés de gré à gré, et la structure du code UPI. Les lignes directrices couvrent également l'identification des référentiels (benchmarks) et des actifs en soutien (underlying assets) des dérivés concernés.

Le CPMI et IOSCO rappellent que la mise en place de cet UPI fait suite aux engagements pris après la crise financière par le G20 pour accroître la transparence du marché des dérivés de gré à gré.

1147	-6	東電力	212	-10	資源	113.35	+1.53
1189	-3	中部電力	1429	-22	建設・資材		+0.6
1405	+2	関西電力	1135	-19	素材・化学	97.74	+0.6
4880	+60	東北電力	730	-14	医薬品		+0.3
3315	+25	東瓦斯	348	-6	自動車・輸送機	96.21	+1.1
649000	-2000	NTTデータ	248200	0	鉄鋼・非鉄	142.60	+1.1
294	-2	セコム	3590	+45	機械	152.20	+1.1
3895	0	ヤマダ電機	5290	-20	電機・精密	78.39	+0.1
503000	+11000	ソフトバンク	2354	+38	情報通信・サービスその他	77.04	+0.1

Tokyo Stock Exchange © Flickr/DickThomasJonhson

## MMF : L'ESMA FINALISE LES NORMES TECHNIQUES



© European Securities and Markets Authority

Quelques mois après la publication du règlement sur les fonds monétaires, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) poursuit ses travaux de production des normes de niveau 2. Elle publie ses propositions sur le *reporting*, les tests de stress ainsi que son analyse sur les obligations de liquidité et de qualité du crédit.

Daté du 14 juin 2017, le règlement MMF (*Money Market Funds*) encadre les fonds monétaires afin de soutenir le rôle que joue ce marché dans le financement de l'économie européenne. Il poursuit trois objectifs principaux, qui sont :

- assurer la stabilité de la structure des fonds monétaires;
- garantir que ceux-ci investissent dans des actifs suffisamment diversifiés et jouissant d'une bonne qualité de crédit ;
- accroître la liquidité des fonds monétaires afin que ceux-ci puissent faire face à des demandes de remboursement soudaines.

L'ESMA était mandatée par le règlement MMF pour en développer le niveau 2, en particulier les normes techniques. Elle a publié le 17 novembre 2017 son rapport final, présentant ses propositions.

Le rapport de l'ESMA contient ainsi une proposition de normes techniques d'exécution (ITS) sur les formulaires de *reporting* que les gestionnaires de fonds monétaires doivent transmettre à l'autorité compétente. Ce formulaire couvre les caractéristiques, les indicateurs du portefeuille, l'actif et le passif du fond monétaire.

L'ESMA propose également des lignes directrices sur les paramètres communs de référence pour les scénarios des tests de stress qui doivent être conduits par les gestionnaires de fonds monétaires. Ces lignes directrices

prennent en compte les possibles changements dans la liquidité des actifs du portefeuille, les mouvements des taux d'intérêts, des taux de change et des niveaux de rachat.

Enfin, l'ESMA publie un avis technique (*technical advice*) adressé à la Commission européenne, en réponse à une requête que celle-ci avait adressée à l'ESMA. Ce type d'avis est un moyen pour la Commission de mobiliser les expertises techniques de l'ESMA afin de clarifier certains points précis. En l'occurrence, l'avis technique rendu le 17 novembre 2017 par l'ESMA porte sur deux éléments.

Le premier concerne les obligations de liquidité et de qualité du crédit pour les actifs utilisés dans des accords de prise de pension (*reverse repurchase agreement*). Le second élément traite les critères de validation des méthodologies d'évaluation de la qualité du crédit ainsi que les critères de quantification du risque de crédit et du risque de défaut qui en découle, à la fois concernant l'émetteur et l'instrument dans lequel un MMF investit.

L'ensemble de ces documents a été transmis à la Commission européenne, en vue de leur adoption. S'ils sont adoptés par la Commission européenne, ils seront soumis à une période d'examen de trois mois durant laquelle les co-législateurs pourront opposer leur veto. Faute d'opposition, ils seront publiés au Journal officiel de l'Union européenne et entreront en vigueur.

L'ESMA souhaite que le *reporting* commence à compter du dernier trimestre 2019.

# LA COMMISSION EUROPÉENNE PROPOSE DE REFONDRE LE RÉGIME PRUDENTIEL DES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT

Alors que le cadre prudentiel établi par le règlement et la directive sur les exigences prudentielles des établissements de crédit (CRR/ CRD IV) concerne essentiellement les banques, la Commission européenne ouvre un nouveau chantier pour créer un cadre prudentiel spécifique aux sociétés d'investissement. Loin d'être une surprise, cette initiative se fonde en grande partie sur les recommandations élaborées par l'autorité bancaire européenne (EBA).

## *L'avis rendu par l'EBA : les bases d'une réforme*

Le 29 septembre 2017, l'EBA a publié un avis et un rapport sur l'élaboration d'un nouveau cadre prudentiel pour les sociétés d'investissement. Cet avis fait suite à une précédente recommandation, datée de décembre 2015, dans laquelle l'EBA conseillait déjà de prévoir différents niveaux d'exigences prudentielles selon l'importance systémique, la complexité et les activités *bank-like* des entités concernées. L'EBA identifiait déjà en 2015 trois catégories de sociétés d'investissement, à savoir (1) systémique et *bank-like*, (2) non-système et *bank-like*, et (3) les entités plus petites et non interconnectées. C'est cette nomenclature qui est peu ou prou reprise par la Commission européenne dans ses propositions législatives, commentées ci-dessous.

L'EBA propose une mise en œuvre progressive des exigences en capital, jusqu'à trois ans après la mise en application du texte, que ce soit sur base consolidée ou individuelle.

L'initiative de la Commission européenne : un nouveau cadre prudentiel pour combler les lacunes existantes

Concrétisant les travaux menés notamment par l'EBA sur le cadre prudentiel applicable aux sociétés d'investissement, la Commission a publié le 20 décembre 2017 une proposition de directive et une proposition de règlement visant à établir ce nouveau cadre.

Ces propositions législatives amendent le cadre existant pour les banques (CRR/ CRD IV) ; mais aussi les dispositions de la directive et le règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II/ MiFIR), lesquels régissent en grande partie les activités des sociétés d'investissement.

Présentant ce projet, la Commission rappelle que son objectif est de mettre en place un cadre prudentiel plus lisible, plus cohérent et plus proportionnel pour les

sociétés d'investissement, tout en prévenant les risques qu'elles peuvent poser pour la stabilité financière. Elle considère que ses propositions devraient réduire les coûts administratifs, encourager la concurrence et faciliter les flux de capitaux dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux (UMC).

L'approche proportionnée défendue par Valdis Dombrovskis, Vice-Président de la Commission en charge de la stabilité financière, des services financiers et de l'UMC, implique que les grandes sociétés d'investissement, dont l'activité est comparable à celle des banques et qui posent des risques similaires, devront être régulées comme des banques. Au contraire, les plus petites sociétés d'investissement qui n'ont pas d'importance systémique bénéficieront d'un régime allégé.

La Commission propose donc une classification des sociétés d'investissement en trois catégories. Chaque catégorie bénéficiera d'un régime prudentiel adapté, plus ou moins contraignant selon l'importance de l'entité au regard de la stabilité financière.

La première catégorie rassemble les sociétés d'investissement d'importance systémique, qui ont des prises fermes et qui fournissent des services de négociation pour compte propre et dont le total des actifs dépasse 30 milliards d'euros. Celles-ci seront régulées comme des banques et soumises au cadre de CRR/ CRD IV. Par ailleurs, les opérations qu'elles réaliseront dans les États membres participant à l'Union bancaire seront soumises à la surveillance directe de la Banque Centrale Européenne (BCE).

La deuxième catégorie prévoit un traitement intermédiaire ad hoc pour les sociétés d'investissement importantes mais non systémiques. Les propositions de la Commission fixent différents seuils selon les activités pour définir les limites de cette catégorie. Entreront par exemple dans cette catégorie les sociétés d'investissement exposées aux risques liés au trading d'instruments financiers, celles qui reçoivent des dépôts, ou celles dont le chiffre d'affaires brut total est supérieur à 30 millions d'euros. L'évaluation des risques sera ajustée à leur business model et elles bénéficieront d'une version simplifiée des règles de MiFID II/ MiFIR, si celles-ci leur sont applicables. Elles seront supervisées au niveau national.

Une troisième catégorie regroupe les sociétés d'investissement moins importantes et moins interconnectées. Ces entités bénéficieront également d'un nouveau régime prudentiel ad hoc et seront éligibles à des obligations pru-



Le siège de la Commission européenne à Bruxelles © Union européenne - Commission européenne

dentielles simplifiées. En termes de gouvernance et de rémunération, ces sociétés d'investissement continueront à être soumises aux règles prévues par le règlement MiFID II, que la Commission considère comme suffisantes.

Se fondant l'avis rendu par l'EBA le 29 septembre 2017, la Commission européenne estime que pour les classes 2 et 3, les modifications qu'elle propose auront les effets suivants en terme d'exigence de capital :

- Augmentation de de 10 % des exigences par rapport aux exigences actuelles du premier pilier
- Diminution de 16 % des exigences par rapport aux exigences de fonds propres supplémentaires du deuxième pilier.

La Commission prévoit une mise en œuvre progressive. Pendant une période de cinq ans à compter de la date d'application de la proposition de règlement, les entreprises d'investissement dont les exigences de capital auraient plus que doublé par rapport au cadre actuel seront autorisées à plafonner ces exigences de capital à deux fois le montant des exigences auxquelles elles sont soumises au titre de CRR / CRD IV.

Pendant cette période transitoire de cinq ans, les entreprises d'investissement qui n'ont jamais été soumises à des exigences de capital au titre de CRR / CRD IV pourront plafonner ces exigences « à deux fois le montant de l'exigence basée sur leurs frais généraux fixes ». Les entreprises d'investissement qui n'ont été soumises qu'à une exigence de capital initial au titre de CRR / CRD IV pour-

ront limiter leur exigence de capital « à deux fois le montant de cette exigence de capital initial afin d'atténuer de telles augmentations ».

Enfin, il convient de noter que le nouveau cadre proposé par la Commission est soumis à consultation publique jusqu'au 15 février 2018.

### **Une réforme hautement politique**

Les propositions de la Commission contournent le besoin d'unanimité nécessaire pour modifier le règlement « confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit » (Règlement MSU). Elles utilisent ainsi la procédure législative ordinaire pour étendre les compétences de la Banque centrale européenne (BCE) en matière de supervision, aux sociétés d'investissement de première catégorie.

Dans le contexte du Brexit et de l'Union des marchés de capitaux, cette décision est lourde de sens. Pour les Etats membres de l'UE d'abord, dont les autorités compétentes n'auront plus la main en matière de supervision pour les plus grands acteurs. Pour le Royaume-Uni et les entreprises d'investissement établies sur son territoire ensuite : l'accession au marché unique ne pourra faire l'économie d'une supervision attentive des autorités européennes.

## EMIR : LA REFONTE DU CADRE DE SUPERVISION SE POURSUIT

Présentée en juin 2017, la proposition de la Commission de renforcer la supervision des contreparties centrales (CCPs) est globalement bien accueillie. Au Parlement européen, les libéraux et les conservateurs mettent toutefois en garde contre la tentation du protectionnisme. Au Conseil de l'Union européenne, les débats se focalisent sur les délais prévus par le texte et les pouvoirs de l'ESMA. Quant à la Banque centrale européenne (BCE), elle accueille favorablement la proposition de la Commission, et ne propose que des amendements ciblés.

Les co-législateurs, à savoir le Parlement européen et le Conseil de l'UE, ont débuté leurs travaux sur la révision du règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR). Cette révision s'articule en deux propositions législatives distinctes :

1. Une première proposition de règlement publiée le 4 mai 2017 visant à revoir la proportionnalité des obligations prévues par EMIR ;

2. Une seconde proposition de règlement publiée le 13 juin 2017 concernant plus spécifiquement la supervision des contreparties centrales (CCPs).

L'initiative législative concernant la supervision des CCPs est particulièrement cruciale puisqu'elle vise à harmoniser et renforcer la surveillance des CCPs de l'UE et des Etats tiers, en vue du retrait de l'UE du Royaume-Uni. La Commission anticipe en effet que le Brexit devrait avoir « *un impact considérable sur la réglementation et la surveillance de la compensation en Europe* ».

La Commission européenne propose d'établir des règles de supervision plus ou moins strictes en fonction de l'importance systémique des CCPs concernées. A terme, les CCPs les plus importantes pourraient se voir contrainte de s'établir au sein de l'Union européenne pour pouvoir continuer à compenser des transactions en euros.

Premier échange de vues au Parlement européen relatifs à la supervision des CCPs

Le 10 octobre, la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen s'est réunie pour un premier échange de vues sur le renforcement de la supervision des CCPs. Nommée rapporteur sur ce dossier, Danuta Hübner (PEE, PL) a salué la proposition de la Commission européenne. Selon elle, il s'agit d'une bonne proposition et l'enjeu principal sera de s'assurer de la cohérence des provisions proposées avec le reste du

cadre législatif et réglementaire.

Roberto Gualtieri (S&D, IT), *shadow* rapporteur et président de la commission ECON, a toutefois souligné que, bien que le texte proposé soit de bonne qualité, le Parlement restait dans une optique de dialogue et d'écoute pour contribuer à mettre en place le cadre le plus approprié possible.

*Shadow* rapporteur pour le groupe ALDE, Peter Ježek (CZ) a lui aussi salué la proposition de la Commission. Il a cependant appelé à clarifier les critères pour le classement en deux catégories des CCPs des pays tiers.

Enfin, Kay Swinburne (UK), *shadow* rapporteur pour le groupe CRE, a fait part de son scepticisme quant à l'initiative de la Commission. A noter que le plus fort contingent national du groupe CRE est constitué par les conservateurs britanniques.

Kay Swinburne et Peter Ježek ont tous deux mis en garde contre une tendance protectionniste. Selon eux, cette tendance est notamment reflétée par la proposition d'autoriser la Commission, à la demande de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), à demander la relocalisation d'une CCP systémique établie dans un pays tiers. Cette relocalisation dans l'Union européenne serait une condition pour la CCP puisse recevoir les autorisations nécessaires pour opérer sur le marché unique.

Danuta Hübner doit maintenant publier son projet de rapport, pour lequel aucune date n'est annoncée.

### Début des travaux du Conseil

Le 13 octobre 2017, le groupe de travail sur les services financiers au sein du Conseil de l'Union européenne (UE) a commencé ses travaux sur la proposition concernant la supervision des CCPs.

Selon un document de travail non publié, la Présidence estonienne du Conseil de l'UE suggère que, dans le cas où la Commission, à la demande de l'ESMA, serait amenée à demander la relocalisation d'une CCP systémique sur le territoire de l'UE, une période de transition puisse être prévue. Pour la définir, le texte prévoit que la Commission prenne en compte les caractéristiques de la CCP ainsi que sa substituabilité.

La Présidence estonienne propose également d'accroître les pouvoirs d'investigations de l'ESMA, afin qu'ils



Roberto Gualtieri et Mario Draghi au Parlement européen © Union européenne 2015 - PE

s'étendent explicitement aux entités auprès desquelles les CCPs aurait pu externaliser certaines fonctions opérationnelles. La question de l'implication des banques centrales dans les enquêtes est également posée.

Enfin, la Présidence estonienne propose d'étendre les délais proposés en matière de validation des exigences prudentielles pour les CCPs. La proposition de la Commission prévoit que, lorsqu'une CCP d'un pays tiers envisage d'apporter une modification importante aux modèles de risques qu'elle a adopté, elle soit requise de solliciter la validation de cette modification auprès de l'autorité compétente. Dans ce cadre, la Présidence propose de doubler les délais alloués aux autorités compétentes. Cela porterait à 30 jours le délai pour procéder à une évaluation des risques d'une CCP, à deux mois la remise du rapport au collège d'autorités nationales de surveillance, à un mois l'adoption d'un avis à la majorité simple par ce collège de surveillance, et quatre mois la notification par l'autorité compétente à la CCP d'un accord ou refus de validation.

#### **Opinion favorable de la BCE**

La Banque centrale européenne (BCE) a rendu son avis sur la proposition de refonte de la supervision des CCPs le 4 octobre 2017. Elle y exprime son soutien à la proposition de la Commission européenne, notamment en ce qu'elle renforce le rôle des banques centrales européennes dans la supervision des CCPs. La BCE souligne tout particulièrement son soutien aux provisions qui visent à donner de plus large pouvoirs à l'Eurosystème concernant les CCPs établies dans des pays tiers et compensant des transactions en euros. C'est en effet un sujet sur lequel la BCE est

particulièrement engagée, puisqu'elle a sollicité auprès des co-législateurs l'extension de ses pouvoirs de régulation aux activités de compensation (cf. article à ce sujet ci-dessous).

Dans son avis, la BCE évoque la perspective du Brexit comme un élément crucial en faveur du renforcement de la supervision des CCPs établies dans des pays tiers mais compensant en euro. En effet, la part des CCPs britanniques dans la compensation des transactions en euro est actuellement significative. La BCE considère que si ces CCPs britanniques venaient à faire face à des difficultés, cela aurait des conséquences sur la stabilité de l'euro. Elle recommande donc, à l'instar de la Commission, de renforcer la supervision de ces CCPs en amont du Brexit.

La BCE formule quelques observations spécifiques. En particulier, la BCE salue le fait que la proposition de la Commission indique qu'une banque centrale peut avoir deux voix au sein du collège de supervision d'une CCP ; l'une en tant que banque émettrice et l'autre tant que superviseur. Elle se félicite également du système proposé par la Commission dans lequel la banque centrale émettrice doit fournir son consentement pour certaines décisions de supervision de CCPs, tout en demandant à ce que les circonstances dans lesquelles un tel consentement est requis soient clarifiées. Enfin, la BCE rappelle qu'elle doit être consultée en amont et demande à ce que cela soit rappelé dans un considérant au texte.

# EMIR : LA BCE OBTIENT LE SOUTIEN DE LA COMMISSION POUR ÉTENDRE SES POUVOIRS À LA RÉGULATION DES CCPS



Siège de la BCE à Frankfurt © Union européenne 2012 - PE

Alors que la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne se profile, la Commission européenne affirme son soutien sans réserve à l'attribution des nouveaux pouvoirs demandés par la Banque centrale européenne (BCE). Celle-ci pourrait ainsi disposer de compétences réglementaires, et non plus seulement de supervision, à l'égard des contreparties centrales (CCPs).

Le 3 octobre 2017, la Commission européenne a en effet adopté un avis favorable concernant la recommandation de la BCE datée du 22 juin 2017, dans laquelle cette dernière demande un élargissement de ses compétences réglementaires dans le domaine de la compensation d'instruments financiers en euros et propose, à cette fin, une modification de l'article 22 de ses statuts.

L'article 22 révisé des statuts de la BCE stipulerait comme suit :

« *La BCE et les banques centrales nationales peuvent accorder des facilités et la BCE peut arrêter des règlements en vue d'assurer l'efficacité et la solidité des systèmes de compensation et de paiements et des systèmes de compensation pour les instruments financiers au sein de l'Union et avec les pays tiers* »

## **Nouvelle étape du bras de fer entre la BCE et le Royaume-Uni**

L'enjeu pour la BCE est ici d'obtenir une compétence légale explicite dans le domaine du règlement de titres financiers. Elle avait déjà tenté en 2011 d'étendre ses pouvoirs réglementaires des systèmes de compensation opérant en euro, mais elle avait alors été contrée par un recours du Royaume-Uni devant la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE). La place de Londres opère en effet l'essentiel des opérations de compensation en euro, et voyait d'un très mauvais œil la possibilité pour la BCE de restreindre cette activité en dehors de la zone euro.

Saisie par les autorités britanniques, la CJUE avait annulé

le 4 mars 2015 une décision de la BCE tendant à imposer des restrictions géographiques aux contreparties centrales (CCPs) compensant des opérations en euro. La CJUE avait alors jugé que l'article 22 des statuts de la BCE ne permettait pas à celle-ci d'étendre ses compétences réglementaires aux CCPs. C'était donc une victoire pour le Royaume-Uni, qui obtenait le maintien du statut quo réglementaire en matière de supervision par la BCE.

Actuellement, la BCE ne dispose donc de pouvoirs réglementaires qu'à l'égard des systèmes de paiements comportant une phase de compensation, mais non à l'égard de l'ensemble des systèmes de compensation, tels que les CCPs.

## **La Commission au soutien des ambitions de la BCE**

La Commission européenne a favorablement accueilli la recommandation de la BCE. Elle considère en effet que l'élargissement des pouvoirs de la BCE concernant les CCPs serait cohérent avec la révision en cours du règlement sur les infrastructures de marchés (EMIR) (cf. article ci-dessus).

La Commission souligne dans son avis la dimension systémique que peuvent revêtir certaines CCPs. Elle ajoute que le fait que le principal marché de la compensation des transactions en euro soit situé au Royaume-Uni est un enjeu crucial dans le cadre du Brexit.

En annexe de son avis, la Commission européenne propose une nouvelle mouture de l'article 22 des statuts de la BCE, explicitant plus avant les nouveaux pouvoirs envisagés pour la BCE.

L'avis de la Commission doit maintenant être transmis au Parlement européen et au Conseil, qui se saisiront de la modification recommandée dans le cadre de la procédure législative ordinaire.

## EMIR : L'UE ET LES USA S'ACCORDENT SUR LA RÉGULATION DES PRODUITS DÉRIVÉS

Afin de faciliter les échanges transatlantiques sur les marchés de produits dérivés, les Etats-Unis et l'Union européenne se sont accordés pour reconnaître mutuellement leur cadre réglementaire comme équivalent.

Le 13 octobre 2017, la Commission européenne et la Commission américaine de régulation des produits dérivés (CFTC) ont ainsi conclu deux accords visant à faciliter les transactions de produits dérivés.

D'une part, elles se sont accordées sur une approche commune pour permettre aux contreparties européennes de continuer à exécuter certaines opérations impliquant des produits dérivés sur les plateformes d'échanges réglementées aux Etats-Unis.

D'autre part, la Commission a adopté une décision d'équivalence reconnaissant que le cadre réglementaire américain pour les produits dérivés échangés de gré à gré (OTC) imposait des obligations équivalentes à celles de la législation européenne. Les Etats-Unis ont fait de même le 18 octobre.

Le Vice-Président de la Commission européenne en charge de la stabilité financière et des services financiers, Valdis Dombrovskis, a salué deux mesures qui selon lui accroissent la sécurité juridique au bénéfice des marchés financiers. Il a ajouté que ces mesures « *continuent à réduire l'arbitrage réglementaire et permettent une concurrence transatlantique équitable* ».

## LA BCE ACTUALISE LES STANDARDS SUR LA GESTION DU COLLATÉRAL PAR DES AGENTS TRIPARTITES

La Banque centrale européenne (BCE) a mis à jour les exigences s'imposant aux agents tripartites qui interviennent dans les opérations de crédit de l'Eurosystème. Elle a publié le 4 septembre 2017 des standards Eurosystème concernant le recours à de tels agents tripartites.

Les agents tripartites fournissent des services de gestion tripartite du collatéral (*triparty collateral management services* – TCMS) qui permettent aux contreparties d'optimiser leur portefeuille de titres lorsqu'elles collatéralisent des crédits. Ces services comprennent par exemple la sélection automatique du collatéral et son évaluation.

La BCE rappelle que depuis 2011, l'Eurosystème encourage l'usage d'agents tripartites dans le contexte des opérations de crédit, aussi bien domestiques que transfrontalières.

En septembre 2014, la BCE a introduit les TCMS transfrontaliers dans le cadre Eurosystème en matière de collatéral. Cela s'est accompagné de la définition d'obligations pour s'assurer de la sécurité et de l'efficacité des TCMS. L'exigence principale est que l'agent tripartite doit être un dépositaire de garanties de crédit (*credit securities depositor* – CSD) qui opère via un système de règlement des opérations déclaré éligible dans l'Eurosystème.

Dans les standards Eurosystème qu'elle publie, la BCE met à jour les standards concernant les exigences pour les structures via lesquelles les agents tripartites peuvent

fournir des TCMS. Ainsi, elle met l'accent sur plusieurs points :

1. Le bien-fondé juridique, avec l'objectif de minimiser les risques juridiques et d'assurer l'applicabilité des transactions ;
2. La substitution du collatéral, afin de minimiser l'exposition au risque de crédit ;
3. L'éligibilité des actifs, rappelant qu'il revient à l'agent tripartite de s'assurer que seuls les titres correspondant aux critères d'éligibilité de l'Eurosystème sont utilisés dans les opérations de crédit de l'Eurosystème ;
4. La réalisation du collatéral, via la mise en place de procédure adéquates afin d'éviter les erreurs d'exécution ;
5. La confidentialité des données ;
6. Les jours et horaires d'ouverture, lesquels doivent être alignés avec ceux de TARGET2.

Les standards de la BCE sur les agents tripartites entreront en vigueur au même moment que la *General Documentation Guideline* de la BCE. Celle-ci n'est pas encore finalisée et devrait l'être début 2018.

# SFTR : LA COMMISSION CONSULTE SUR UN PROJET DE RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ SUR LES FRAIS DE SURVEILLANCE

Reprenant les conclusions de la consultation publique menée par l'ESMA, la Commission européenne propose un règlement délégué précisant les types de frais perçus, les éléments donnant lieu à leur perception, leur montant et leurs modalités de paiement. Elle a mené une consultation publique sur ce projet de règlement délégué entre le 16 novembre et le 17 décembre 2017.

Le projet de règlement délégué viendrait compléter l'article 11 du règlement SFT (*securities financing transactions*) concernant les frais de surveillance prélevés par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) sur les référentiels centraux.

Le règlement SFT prévoit déjà que ces frais serviront à couvrir les coûts administratifs liés à l'enregistrement, la reconnaissance et la surveillance des référentiels centraux. Le règlement délégué proposé par la Commission viendrait définir les coûts couverts par les frais, la base de calcul de ces frais ainsi que la possibilité de revoir de calcul. Il distingue plusieurs types de frais, à savoir les frais d'enregistrement et d'extension d'enregistrement, les frais annuel de surveillance et les frais applicables aux référentiels centraux dans les pays tiers.

Enfin, le règlement délégué précise les modalités de paiement et possibilité de remboursement des frais engagés par les autorités compétentes par l'ESMA.

Il convient de souligner que les référentiels centraux qui sont déjà enregistrés par l'ESMA en application du règle-

ment européen sur les infrastructures de marché (EMIR) verront leurs frais ajustés afin qu'ils ne reflètent que les coûts additionnels liés à l'enregistrement, la reconnaissance ou la surveillance en application du règlement SFT.

Par ailleurs, les frais de surveillance seront plus élevés pour l'enregistrement de référentiels centraux proposant des services accessoires. En effet, la fourniture de services accessoires laisse présager une structure plus complexe et des frais administratifs plus conséquents dans le traitement des demandes par les superviseurs.

Concernant les accords de coopération avec les pays tiers, il est prévu que les référentiels centraux établis dans le pays tiers en question se partagent les frais associés à la conclusion de cet accord.

Enfin, afin de décourager les demandes sans fondements, les frais de surveillance ne seront pas remboursés si la demande d'enregistrement est retirée ou refusée.

Prenant en compte les réponses à la consultation publique, la Commission adoptera son règlement délégué courant 2018. Il sera ensuite publié au Journal Officiel, sous réserve que ni le Parlement européen ni le Conseil de l'Union européenne ne s'y oppose dans les trois mois suivants son adoption.



Valdis Dombrovskis, commissaire aux services financiers @ Union européenne - CE

# SFTR : LA COMMISSION DRESSE SON RAPPORT SUR LA TRANSPARENCE DES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT DE TITRES

Alors que le règlement européen sur la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation (*securities financing transactions* – SFTR) est entré en application au 12 janvier 2016, la Commission européenne a publié le 20 octobre 2017 un rapport sur ce règlement.

La production d'un tel rapport était en effet prévue par l'article 29 de SFTR, qui précise que celui-ci doit porter sur « l'efficacité, l'efficience et la proportionnalité » des dispositions du règlement.

Le rapport établi par la Commission fournit un état des lieux du marché européen des SFTs (repos et prêts-emprunts). Il note que les montants totaux des marchés européens des repos s'élèvent à 5,6 milliards d'euros, ce qui correspond approximativement à 13% des actifs totaux des banques. La Commission souligne que récemment, des changements importants ont impacté les marchés du repo. Elle mentionne à ce titre l'augmentation significative pour la demande de collatéral, la contraction de l'offre de collatéral de haute qualité, la croissance des montants de reverse repos, mais aussi l'impact de la crise des dettes souveraines et de la réglementation prudentielle.

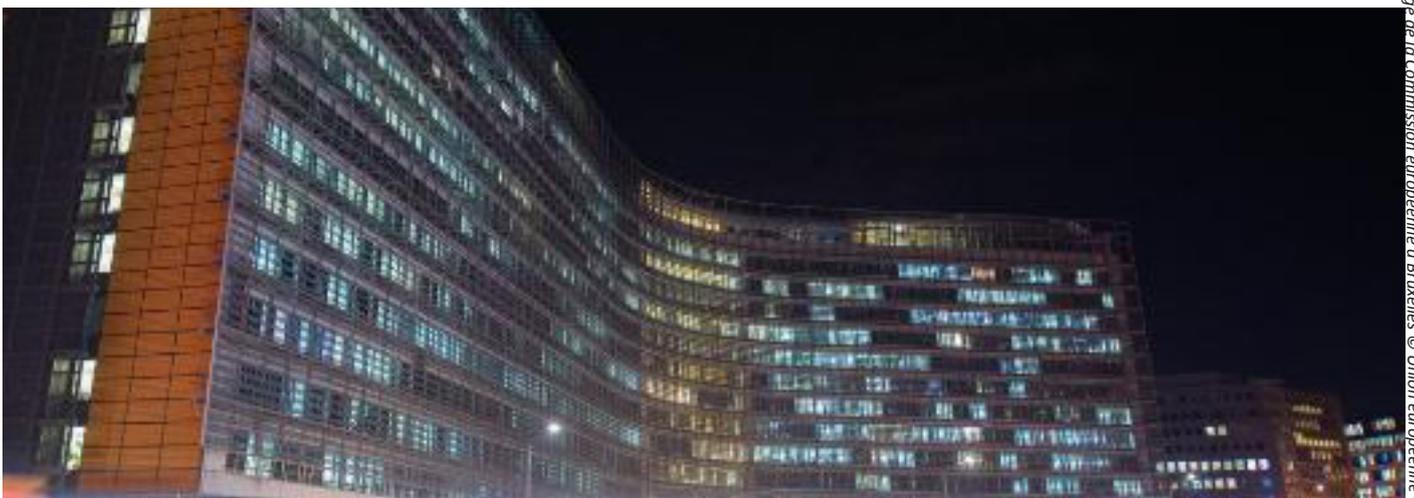
La Commission européenne reconnaît qu'il est difficile d'évaluer la contribution spécifique des SFTs à l'effet de levier à cause du manque de données granulaires. Elle note toutefois que cet inconvénient pourra, dans le futur, être pallié grâce à l'analyse des futures données recueillies dans le cadre de l'exigence de *reporting* de SFTR.

Conformément à l'article 29 de SFTR, le rapport publié par la Commission européenne comprend également un aperçu des obligations de transparence similaires existant dans les pays tiers et rend compte des travaux internationaux à ce sujet. Ainsi, la Commission revient sur les recommandations du Comité de Stabilité financière (*Financial Stability Board* – FSB) de 2013 relatives aux SFTs.

Concernant la transparence des marchés SFT, en écho à la recommandation n°15 du FSB, la Commission considère que les exigences de *reporting* introduites par SFTR permettent aujourd'hui de considérer que l'Union européenne a mis en œuvre les recommandations liées à la transparence. De même, les recommandations concernant la re-hypothèque des actifs des clients (n°7 et 8) ont été mises en œuvre via l'interdiction ou l'encadrement strict de la re-hypothèque dans SFTR, ainsi que dans d'autres textes législatifs (MiFID, UCITS, MMF). La Commission tire également un bilan positif de la mise en œuvre de la recommandation n°6 du FSB concernant le réinvestissement en liquidités.

Toutefois, concernant les décotes (*haircuts*) sur le collatéral, régies par les recommandations 12 à 18 du FSB, la Commission européenne reconnaît que certains progrès restent à faire. Elle note qu'il n'existe pas aujourd'hui dans l'Union européenne de standards s'appliquant à tous les participants de marché imposant des décotes, alors cela est recommandé par le FSB. Cependant, la Commission considère qu'un certain nombre de points plaident contre l'imposition à court terme de ces dernières en Europe. Elle mentionne à ce titre le fait que l'analyse économique de la relation décotes/procyclicité reste à finaliser, et que les décotes déjà appliquées par les participants de marché sont plus hautes que ceux prévus par le FSB. De plus, la Commission considère dans son rapport que le champ d'application prévu par le FSB peut poser question.

Concluant son rapport, la Commission considère que de manière globale les recommandations du FSB ont été mises en œuvre dans l'Union européenne et qu'aucun changement au niveau législatif ou réglementaire ne semble nécessaire à ce stade.



# LE PROGRAMME DE TRAVAIL DE LA COMMISSION EUROPÉENNE POUR 2018 : LES GRANDS CHANTIERS DES SERVICES FINANCIERS

La Commission européenne se prépare à la dernière ligne droite avant les élections européennes de 2019. La Commission actuelle, présidée par Jean-Claude Juncker suite à la victoire des conservateurs (groupe PPE – Parti populaire européen) aux élections de 2014, n’a plus qu’un seul véritable semestre pour lancer de nouveaux chantiers législatifs. Ainsi, il est peu probable qu’elle initie une réforme majeure passé mi-2018, date à partir de laquelle elle concentrera plutôt ses efforts sur la finalisation des réformes en cours.

Abordant cette année 2018 avec ambition, la Commission a présenté le 24 octobre 2017 son programme de travail pour 2018, couvrant l’ensemble des secteurs dans lesquelles l’Union européenne agit. En lien avec le secteur financier, deux grands chantiers sont particulièrement pertinents : d’une part la finalisation de l’Union des marchés de capitaux (UMC) et de l’autre la refonte de la gouvernance de l’Union économique et monétaire (UEM). La finalisation de l’Union bancaire est également toujours présente à l’agenda.

### **UMC : tenir le cap**

Pour parachever l’UMC, initiée en 2015, la Commission européenne envisage de présenter en 2018 plusieurs nouvelles initiatives. Sont notamment attendues, des initiatives concernant les Fintech en mars 2018. Celles-ci devraient inclure un plan d’action sur les Fintech, une proposition de cadre européen pour le financement participatif (*crowdfunding*) et *peer-to-peer*. La Commission devrait concomitamment présenter un plan d’action sur la finance durable, précédant la publication en mai 2018 de mesures dédiées concernant les obligations fiduciaires.

Toujours dans le cadre de l’UMC, la Commission souhaite poursuivre ses travaux visant à réduire les barrières nationales à la circulation des titres. Elle prévoit ainsi, en mars 2018, une proposition législative sur la propriété des titres, ainsi qu’une proposition de cadre européen pour les obligations sécurisées. Un paquet sur le droit des sociétés est également prévu pour mi-janvier 2018, incluant des dispositions sur les modifications de siège social au sein de l’Union européenne.

La Commission européenne avait mené entre le 7 avril et le 30 juin 2017 une consultation publique sur les règles de conflit de lois pour l’opposabilité à une tierce partie de transactions de titres ou de créances (*third party effects of transactions in securities and claims*). La proposition annoncée devrait être plus large, puisqu’elle porte de

manière générale sur la propriété des titres et créances (*assignment of claims and securities ownership*).

Par ailleurs, la Commission continuera le travail entamé en décembre 2018 sur l’encadrement des sociétés d’investissement (cf. article plus haut). Elle prévoit, pour mars 2018, une proposition législative amendant AIFMD et UCITS pour réduire les barrières à la distribution transfrontalière des fonds d’investissement.

### **UEM : renforcer la dimension politique de l’Eurozone**

Annoncé le 24 octobre et présenté le 6 décembre 2017, le projet de la Commission européenne pour approfondir l’UEM est pour le moins ambitieux. En effet, la Commission envisage, au cours des 18 prochains mois, de renforcer la gouvernance politique de l’UEM. La mesure phare en ce sens, la mise en place d’un poste de ministre européen de l’économie et des finances, qui pourrait également présider l’Eurogroupe et être vice-président de la Commission européenne, fait écho aux propositions faites par Emmanuel Macron dans son discours de la Sorbonne en septembre 2017.

Par ailleurs, la Commission européenne propose de transformer le Mécanisme européen de stabilité (MES) en un Fonds monétaire européen (FME). Celui-ci servirait en outre de filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique agissant en tant que prêteur de dernier recours, afin de faciliter la résolution ordonnée des banques en difficulté.

Enfin, la Commission propose d’intégrer dans le droit de l’UE des dispositions fondamentales du traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, en tenant compte de la flexibilité appropriée intégrée dans le pacte de stabilité et de croissance. Elle initie également une réflexion sur de nouveaux instruments budgétaires pour une zone euro stable dans le cadre de l’Union et de renforcer le programme d’appui à la réforme structurelle en doublant les ressources financières disponibles jusqu’à 300 millions d’euros d’ici 2020.

### **Union bancaire : aller au bout des réformes**

La Commission européenne réaffirme sa détermination à achever l’Union bancaire, afin de réduire et partager les risques dans le secteur bancaire. Dans son programme de travail pour 2018, la Commission européenne indique qu’elle continuera ses efforts pour dépasser le blocage du processus législatif concernant le système européen d’as-

assurance des dépôts (EDIS), initiative proposée par la Commission en novembre 2015 et pour laquelle les travaux législatifs patinent.

Par ailleurs, la Commission prévoit de publier fin mars 2018 un ensemble de propositions concernant l'Union bancaire. Sont notamment prévues une proposition législative visant à développer un marché secondaire pour les prêts non-performants et une proposition législative pour la création de titres adossés à des obligations souveraines de l'Union. Une proposition concernant la protection des créanciers en cas de défaut de l'emprunteur est également prévue.

Enfin, il est intéressant de souligner que la Commission européenne a décidé de retirer sa proposition publiée le 29 janvier 2014 relative à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit de l'UE (*Banking Structural Reform - BSR*). Initiative pourtant symbolique de la réaction européenne à la crise financière, le dossier n'a pourtant pas progressé depuis

2015. La Commission a donc pris la décision de retirer ce texte, estimant par ailleurs que la stabilité financière a été entre-temps renforcée par d'autres mesures réglementaires dans le secteur bancaire, portant notamment de nouvelles exigences en matière de fonds propres et de liquidité.

Pour rappel, cette proposition législative visait à encadrer une trentaine de grandes banques systémiques européennes, jugées d'être « *too big to fail* ». Les socialistes (S&D) au sein du Parlement européen accusent le Parti populaire européen (PPE) d'avoir rejeté la proposition de la Commission en ECON en mai 2015 et d'avoir mis les intérêts des géants financiers mondiaux au-dessus des intérêts des citoyens.



Jean-Claude Juncker, président de la Commission européenne © Union européenne - CE

# FINTECH : LA COMMISSION EUROPÉENNE PUBLIE LES RÉPONSES À LA CONSULTATION PUBLIQUE

Ayant conduit une consultation publique entre le 23 mars et le 22 juin 2017, la Commission européenne souhaite définir l'approche réglementaire la plus « adaptée » pour accompagner les transformations liées à l'émergence des FinTech. L'enjeu pour l'exécutif européen est de limiter les risques associés à l'essor d'un nouveau secteur sans pour autant créer d'entraves inutiles pouvant nuire à la compétitivité de l'Union européenne.

La Commission européenne a publié le 19 septembre 2017 une large partie des réponses reçues, émanant en grande majorité du secteur privé. Un compte-rendu des contributions a également été publié, présentant les principaux axes identifiés par la Commission.

Il ressort des contributions publiées par la Commission que les acteurs du secteur financier soutiennent de manière générale les principes directeurs en matière de réglementation qui avaient été proposés par la Commission européenne. En l'occurrence, la Commission avait proposé de construire son approche réglementaire autour des trois principes suivants :

1. Neutralité technologique, c'est-à-dire que la réglementation doit se faire par activité plutôt que sur le critère de la technologie mise en œuvre, afin de préserver l'équilibre concurrentiel ;
2. Proportionnalité, en cela que la réglementation doit prendre en compte les différents *business models* ainsi que la taille, la complexité et l'importance systémique ou non de l'entité ; et
3. Intégrité du marché, impliquant que le développement des FinTech ne crée pas de risque disruptif pour le marché des services financiers, notamment afin de prévenir le développement de risques systémiques, les abus de marché ou les risques de cyber sécurité.

Les contributeurs plébiscitent également une approche réglementaire cross-sectorielle selon la maxime « *même service, même risque, même règle* », l'objectif étant de prévenir des distorsions de concurrence.

Il est intéressant de noter que les participants à la consultation publique sont dans l'ensemble conscients du fort potentiel de la FinTech en termes de facilitation de l'accès aux services financiers, d'efficacité opérationnelle, d'économies et de pression concurrentielle. Les avantages en matière d'expérience client et de simplification des processus de conformité ('*RegTech*') sont également mis en avant.

Les répondants alertent toutefois sur les risques qui y sont liés, au premier rang desquels les risques de cyber sécurité, de protection des données et de blanchiment d'argent. Dans le secteur de l'assurance en particulier, les répondants alertent sur le risque qu'une analyse plus fine des données personnelles réduise l'assiette de risque et mène à des tarifs plus élevés pour les personnes à risque.

### ***De nouvelles initiatives réglementaires ?***

Parmi les actions réglementaires appelées de leurs vœux par les contributeurs, la Commission en identifie particulièrement quatre, qu'elle met en exergue.

Premièrement, nombreux sont les contributeurs qui se prononcent en faveur d'un cadre européen clair pour le *crowdfunding* et le financement *peer-to-peer* afin d'encourager leur dimension transfrontalière. Parmi les points que devrait couvrir ce cadre européen, la Commission identifie la protection des investisseurs et des consommateurs ainsi les obligations pesant sur les plateformes. Ayant entendu cette demande du marché, la Commission européenne a prévu de publier une proposition législative à ce sujet en mars 2018.

Ensuite, les réponses à la consultation publique appellent à clarifier et renforcer la convergence des régimes européens de supervision, en particulier sur les questions d'obtention de licence et de sous-traitance. La Commission n'a pas encore annoncé d'initiative à ce sujet.

Le développement de l'interopérabilité et la standardisation sont également identifiés comme des éléments qui pourraient permettre de faciliter les échanges et d'encourager la croissance du marché.

Enfin, les résultats de la consultation publique encourage la Commission à se saisir des sujets de cyber sécurité, afin d'assurer la confiance des investisseurs comme des consommateurs.

Dans le même temps, certains contributeurs ne souhaitent pas d'intervention du régulateur et recommandent une approche d'autorégulation, basée par exemple sur un système de '*sandbox*' qui développerait des produits pouvant par la suite bénéficier d'un passeport européen.

La publication des contributions est à lire dans la continuité du discours de Valdis Dombrovskis, le Vice-Président de la Commission européenne, en charge des services financiers, prononcé à Tallinn le 14 septembre sur les innovations technologiques et la coordination réglementaire. Le Commissaire y réaffirme sa volonté d'encourager l'innova-

tion technologique dans le secteur des services financiers et de développer un cadre de supervision harmonisé au niveau européen pour mieux coordonner les initiatives nationales.

La Commission européenne travaille désormais sur un plan d'action sur les FinTech dont la publication est prévue pour mars 2018.

© Flickr/CofeCredit



## FINTECH : SUPERVISEURS ET RÉGULATEURS POURSUIVENT LEUR RÉFLEXION SUR LES IMPLICATIONS EN MATIÈRE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Le développement des technologies financières n'en finit pas de capter l'attention des régulateurs internationaux, qui étudient la meilleure approche réglementaire à adopter et alerte sur les risques qui découlent de l'émergence des FinTech.

### **Le FSB analyse les implications de l'intelligence artificielle pour la stabilité financière**

Dans un rapport publié le 1er novembre 2017, le Comité de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*) analyse les interactions entre l'usage croissant de l'intelligence artificielle dans le secteur financier et la stabilité du financière. Ce rapport sur l'intelligence artificielle fait suite aux travaux déjà entamé par le FSB pour évaluer les implications des FinTechs sur la technologie financière. Le 27 juin 2017, le FSB avait ainsi publié un précédent rapport dans lequel il identifiait les dix priorités en termes de régulation et de supervision que faisaient émerger les FinTechs.

Dans le rapport publié le 1er novembre, le FSB note que les institutions financières ont de plus en plus recours à l'intelligence artificielle et le « *machine learning* ». Les

applications en sont variées et vont de l'évaluation de la qualité des créances à la fixation des tarifs assurantiels, en passant par l'interaction avec les clients. Le FSB souligne que ces technologies sont également très prometteuses pour les fonds d'investissements et les courtiers, puisqu'elles permettent de formuler des recommandations sur la base du traitement informatique d'un large nombre de données. Enfin, l'intelligence artificielle trouve à s'appliquer sur les missions de détection des fraudes, d'évaluation de la qualité des données et de conformité réglementaire.

Adoptant l'angle d'analyse du régulateur, le FSB identifie cinq enjeux qui nécessitent l'attention du régulateur et du superviseur.

Le premier est le traitement des données qui sont collectées via la digitalisation des services financiers. Le FSB note que l'intelligence artificielle peut potentiellement augmenter l'efficacité du traitement des données, par exemple pour l'octroi de crédits. Les applications sont également très prometteuses dans les cadres des communications d'information au superviseur et des processus de conformité.

Ensuite, le FSB met en exergue le fait que l'usage des technologies financière peut potentiellement accroître les interconnexions dans le système financière, notamment par l'usage par diverses institutions de données communes.

Si les interconnexions sont susceptibles de s'accroître, il en va de même pour la dépendance aux tiers fournisseurs de services technologiques. Ceux-ci se situent potentiellement en dehors du champ de la supervision financière, créant ainsi des risques pour la stabilité du système financier.

Le développement *ad hoc* de technologie financière, en dehors de tout cadre international, implique aussi des risques liés au manque d'interopérabilité, comme le souligne le FSB. Non seulement, la faible interopérabilité des technologies financières peut limiter les échanges, mais elle crée aussi des difficultés à auditer les services utilisant l'intelligence artificielle et à évaluer les méthodes de *machine learning*, ce qui pourrait générer des risques pour la stabilité financière.

Enfin, le FSB insiste sur la nécessité de développer des outils pour tester et évaluer les risques propres à chaque utilisation de l'intelligence artificielle.

Après avoir passé en revue dans son rapport les différentes utilisations possibles de l'intelligence artificielle pour les services financiers, le FSB souligne que l'usage de l'intelligence artificielle possède un fort potentiel de gains d'efficacité, à la fois pour la fourniture de services financiers et pour la supervision des risques systémiques.

Le vice-président de la BCE appelle à relativiser les changements liés à la FinTech

Dans un discours prononcé le 9 novembre 2017 à Rome,

Vitor Constâncio, vice-président de la Banque centrale européenne (BCE), a discuté de sa vision concernant le futur de la réglementation financière. Prenant du recul sur les développements réglementaires depuis la crise financière, il a notamment appelé régulateurs et acteurs du secteur financiers à faire preuve d'esprit critique face aux promesses de la FinTech.

Vitor Constâncio a d'abord alerté sur le potentiel radicalement disruptif de la FinTech, qui porte en elle de nombreuses opportunités naissantes, telles que la réduction des coûts de transaction et la perspective d'un système financier plus inclusif. Il a considéré que la FinTech pourrait briser les barrières entre les secteurs financiers. En cela, elle représente un véritable défi pour les banques traditionnelles et les amène à repenser totalement l'intermédiation financière.

Toutefois, Vitor Constâncio a souligné que l'impact des Fintech est pour le moment très limité. Selon lui, elle ne transformera ni la nature du système financier, ni le concept de monnaie, ni l'effectivité des politiques monétaires menées par les banques centrales. S'il est possible en théorie que les banques centrales décident de créer, sur la base du *blockchain*, une monnaie digitale accessible à tous, « *ce qui constituerait la fin du système bancaire tel que nous le connaissons* », Vitor Constâncio considère qu'une telle transformation est improbable, compte tenu du choix politique qu'elle impliquerait.

Par ailleurs, Vitor Constâncio a rappelé que, si la FinTech crée de nouveaux risques, elle n'en élimine pas moins les risques préexistants et « *ne saurait constituer une excuse pour réduire la régulation financière* ».



# 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](http://www.afti.asso.fr)  
[secretariat.afti@bf.fr](mailto:secretariat.afti@bf.fr)



# EURALIA

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

Contact :  
**Louis-Marie Durand**  
[louismarie.durand@euralia.eu](mailto:louismarie.durand@euralia.eu)

**Joséphine Cart**  
[josephine.cart@euralia.eu](mailto:josephine.cart@euralia.eu)

**Lenka Kubatkova**  
[lenka.kubatkova@euralia.eu](mailto:lenka.kubatkova@euralia.eu)