

# La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro 24 - Janvier à avril 2018



**Editorial** 

Réguler la FinTech, un enjeu politique3
Marchés financiers
Notation et post-marché : l'ESMA s'inquiète des frais facturés par les agences de notation et les référentiels centraux
UMC : la Commission propose d'harmoniser le cadre applicable aux obligations garanties
Supervision : les priorités de l'ESMA en 2018 concernant les infrastructures de post-marché
Gestion d'actifs
OPCVM/ AIFM : la Commission propose de réduire les barrières à leur distribution transfrontière
MMF : la Commission adopte l'acte délégué relatif à l'évaluation de la qualité de crédit9
Supervision : le FSB fait état de son suivi des activités de shadow banking en 2017
Règlement/livraison
Post-Marché : l'industrie financière appelle à une meilleure reconnaissance des services de réduction des risques11
EMIR : le Conseil arrête son mandat de négociation concernant la supervision des CCPs
EMIR : les projets de rapports du Parlement européen sont prêts 12
Politique des services financiers
Conflits de loi : la Commission clarifie la loi applicable aux effets patrimoniaux des transactions sur titres
FinTech : la Commission européenne dévoile son plan d'action25
Finance durable : un plan d'ensemble16
SRD II : la Commission européenne publie un projet d'acte d'exécution concernant la transmission d'information aux actionnaires

## RÉGULER LA FINTECH, UN ENJEU POLITIQUE

Encore confidentielles il y a seulement quelques années, les technologies financières et leurs applications aux services financiers ne cessent de croître. Compte tenu de leur nouveau poids dans le secteur financier, une régulation s'impose. Pour autant, le choix des régulateurs face aux différentes voies d'actions qui s'ouvrent à eux est loin d'être évident. La Commission européenne, dans un plan d'action publié le 8 mars 2018, a choisi une approche graduelle et peu contraignante, reflétant la difficulté de faire émerger un consensus européen sur la question de la régulation des FinTech.

#### Inévitables FinTech

L'essor des Fintech touche d'ores et déjà l'ensemble du secteur financier, impliquant une désintermédiation croissante et de nouveaux enjeux de cyber-sécurité, de protection des données et de stabilité financière. La protection des consommateurs et investisseurs a sans doute été l'un des éléments clés ayant amené la Commission européenne à élaborer un plan d'action sur les FinTech. Toutefois, ce plan d'action, à l'image des nombreuses applications des technologies financières, est plus vaste que les simples questions de protection des cocontractants.

Prenant acte de la quantité d'applications possibles des technologies financières, la Commission européenne mise, dans son plan d'action, sur le développement de technologies fiables et avancées, qui pourront par la suite s'appliquer au-delà de l'usage pour lequel elles sont initialement développées. En particulier, elle annonce qu'elle continuera ses travaux pour catalyser le potentiel des technologies de registres distribués (DLT), parmi lesquelles la *blockchain*, travaillant notamment à sa standardisation pour faciliter l'interopérabilité. Dans le cadre de l'Observatoire européen de la *blockchain*, mis en place par la Commission dès février 2018, elle continuera ses efforts pour développer une infrastructure publique européenne de *blockchain* pouvant notamment servir au reporting réglementaire et à la numérisation des informations réglementées.

#### Une fenêtre d'opportunité à l'approche du Brexit

La sortie annoncée du Royaume-Uni de l'Union européenne, qui se matérialisera le 29 mars 2019, rebat les cartes en matière d'attractivité des places financières, non seulement à l'échelle européenne mais également à l'échelle mondiale.

Au niveau international, la ligne des superviseurs, tels que le Comité de Stabilité financière, est certes « même activité, même risque, même règles ». Si elle est reprise par la Commission européenne, cette maxime n'efface pas pour autant la compétition latente entre juridictions. Les décideurs européens – du moins la Commission et le Parlement européen - perçoivent bien la nécessité de faire de l'Union européenne un écosystème accueillant, qui pourra profiter des mouvements induits par le Brexit. C'est ce qui explique en large partie pourquoi le plan d'action présenté par la Commission européenne prévoit principalement des actions non-législatives, à l'exception notable d'une proposition législative sur le financement participatif. Plutôt que d'établir un cadre législatif commun, la Commission européenne prend le parti de dégager des bonnes pratiques et de laisser une importante marge de manœuvre aux Etats Membres. Liberté est notamment laissée sur la question facilitateurs d'innovation, aussi nommés sandboxes, qui permettent de tester des produits et services dans un cadre réglementaire allégé.

L'enjeu est d'attirer et de conserver les jeunes pousses de la FinTech sur le territoire européen, en leur offrant un écosystème réglementaire dynamique et souple, à l'heure où le Brexit fait planer le risque d'une fuite des talents vers les Etats-Unis ou les places asiatiques.

#### Un enjeu de compétitivité nationale

Face à des applications financières en pleine expansion et aux mouvements entre places financières provoqués par le Brexit, capter les activités liées aux Fintech est en effet devenu un véritable enjeu de compétitivité. Toutefois, sur ce point, la Commission européenne peine à rassembler les Etats membres autour d'une ligne de conduite commune qui limiterait le risque de fragmentation réglementaire.

L'intérêt national tendant pragmatiquement à prendre le dessus sur l'intérêt européen, les capitales européennes ne semblent pas toujours enclines à adopter une stratégie collective lorsqu'il s'agit d'attirer les FinTech. Certaines se montrent ainsi plus proactives que d'autres, profitant de l'approche non-contraignante qui prédomine pour le moment au niveau européen. Ainsi, en France, l'AMF et la Banque de France se montrent particulièrement attentives aux FintTech, ayant à cœur d'accompagner leur développement et profitant d'un environnement politique encourageant les start-ups. L'enjeu de compétitivité est de taille, puisqu'il s'agit de faire de Paris un hub majeur des FinTech, alors que la City n'est plus en mesure d'offrir la sécurité juridique propice à un développement à long terme. Parallèlement, l'enjeu est également pour le secteur financier français de canaliser les nouvelles énergies venant des FinTech pour renforcer plutôt que menacer les acteurs traditionnels.

Le plan d'action de la Commission européenne sur les FinTech est la première pierre d'un édifice européen qui tiendra potentiellement de la cathédrale, compte tenu des multiples secteurs impactés par l'essor des FinTech. Si tous les acteurs européens ont d'ores et déjà pris conscience de l'importance de se positionner sur la question, le manque d'unité pourrait cependant jouer en défaveur de l'attractivité du marché unique.

JC

# NOTATION ET POST-MARCHÉ : L'ESMA S'INQUIÈTE DES FRAIS FACTURÉS PAR LES AGENCES DE NOTATION ET LES RÉFÉRENTIELS CENTRAUX

Dans le cadre de ses missions de supervision, l'Autorité européenne des marchés financiers, l'ESMA, a analysé les frais prélevés par les agences de notation et référentiels centraux. Elle regrette leur manque de transparence dans un rapport publié le 11 janvier 2018.

L'étude menée par l'ESMA s'appuie sur les informations publiques concernant les frais facturés par ces entités, mais également sur des demandes d'information adressées aux agences de notation et aux référentiels centraux ainsi qu'à leurs usagers.

Dans son analyse, l'ESMA évalue la mise en œuvre des principes applicables aux frais des agences de notation et des référentiels centraux, à savoir l'absence de discrimination à l'accès, la publicité des frais et leur proportionnalité aux coûts encourus. Il en ressort que les frais facturés pourraient être plus transparents et que le processus de calcul des frais pourrait être clarifié.

Sur la base de ses observations, l'ESMA, superviseur euro-

péen, identifie trois sujets d'inquiétude :

- La transparence et la publicité des frais, points sur lesquels l'ESMA rappelle que les agences de notation et les référentiels centraux doivent fournir à leurs clients une information suffisante et claire afin qu'ils puissent comprendre le fonctionnement des mécanismes de facturation;
- Le processus de calcul des frais, qui se construit autour de l'élément clé qu'est le coût du service fourni ;
- Les interactions entre les usagers et les agences de notation ou référentiels centraux. A ce sujet, l'ESMA rappelle que l'accès au service doit se faire de manière transparente et non discriminatoire.

L'ESMA annonce qu'elle concentrera ses efforts de supervision sur ces questions. Elle se réserve également la possibilité de publier des lignes directrices supplémentaires pour encourager la mise en conformité.



#### UMC: LA COMMISSION PROPOSE D'HARMONISER LE CADRE APPLICABLE AUX OBLIGATIONS GARANTIES

Après avoir conduit une consultation publique sur le rôle des obligations garanties dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux (UMC), la Commission européenne propose un cadre européen pour faciliter le développement des obligations garanties, instruments financiers qu'elle considère comme sûrs et vecteurs de croissance. Elle suggère ainsi, dans un « 29ème régime » s'ajoutant aux régimes nationaux existants, une définition harmonisée, un label européen, et un régime prudentiel préférentiel.

A l'heure actuelle, les régimes applicables aux obligations garanties sont régis par la loi nationale de l'Etat membre concerné. Le règlement européen sur les exigences prudentielles (CRR) prévoit un traitement prudentiel préférentiel pour ces obligations peu risquées, mais l'absence de définition européenne pour la notion d'obligation garantie implique que ce traitement préférentiel peut être attribué à des instruments très différents.

Face à ce constat, la Commission européenne considère qu'une harmonisation au niveau européen permettra de

#### MARCHÉS FINANCIERS

développer ces instruments financiers dans de nouveaux marchés nationaux et d'accroitre les flux transfrontières grâce une sécurité juridique accrue et une meilleure lisibilité. Elle souligne que ces obligations peu risquées constituent un outil efficace et stable de financement.

Le 12 mars 2018, la Commission européenne a proposé un nouveau cadre européen s'articulant autour des projets suivants :

# Proposition de directive sur l'émission et la surveillance des obligations garanties

La proposition de directive introduit une définition commune des obligations garanties, à savoir « un titre de créance émis par un établissement de crédit et garanti par un panier d'actifs de couverture auquel les investisseurs en obligations garanties, en tant que créanciers privilégiés, peuvent avoir directement recours » (article 3 (1)).

Le texte proposé par la Commission établit ensuite les éléments structurels qui caractérisent l'obligation garantie :

- mécanisme de double recours permettant, en cas de défaut de l'émetteur, de solliciter d'abord le remboursement de l'obligation sécurisée, puis, à défaut, le remboursement des actifs du panier de couverture (cover pool);
- qualité du panier de couverture, garantissant des actifs de haute qualité comme sûretés, et détaillant les conditions quant à la ségrégation et à la localisation des actifs en question;
- structures de liquidité permettant de corriger les écarts de liquidités et d'échéance. De plus, la proposition de directive établit un coussin de liquidité pour le panier de couverture ;
- obligations de transparence uniformes à travers l'Union européenne pour permettre aux investisseurs d'évaluer les risques.

En complément, la proposition définit un cadre de supervision pour les obligations garanties. Elle encadre la possibilité pour les Etats membres d'imposer un organisme de contrôle du panier de couverture. La proposition de directive prévoit également que les Etats membres devront prévoir des sanctions effectives, proportionnées et dissuasives pour assurer le respect des dispositions de la directive.

Enfin, la proposition de directive prévoit la création d'un label « obligation garantie européenne », qui pourra être utilisé conjointement avec les labels nationaux. Une des principales missions de ce label sera de faciliter la circulation dans le marché intérieur des produits financiers qui en bénéficient, puisque ceux-ci seront reconnus comme

obligations garanties dans chacun des Etats membres de l'Union européenne.

Aucune disposition pour les pays tiers n'est prévue à ce stade, bien que la proposition de directive comprenne un article qui prévoit que la Commission européenne étudiera, avec l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'opportunité et la nécessité de développer un régime d'équivalence pour les pays tiers.

# Proposition de règlement modifiant le CRR concernant les expositions sous forme d'obligations garanties

Parallèlement à la proposition de directive sur les obligations garanties, la Commission européenne propose de réviser le règlement européen sur les exigences prudentielles (CRR) pour y renforcer les conditions permettant d'octroyer un traitement prudentiel préférentiel aux obligations sécurisées. L'article 129 de CRR est ainsi modifié pour introduire de nouvelles exigences relatives au surnantissement minimal et aux actifs de substitution. Ce niveau est fixé à 2 et 5 % en fonction des actifs contenus dans le panier de couverture, sur la base d'une méthode de calcul nominale et selon les recommandations émises par l'EBA.

Par ailleurs, certaines dispositions du CRR sont abrogées par la proposition de règlement modifiant le CRR. En particulier, celles qui permettaient que les obligations garanties soient garanties par des parts privilégiées émises par des fonds communs de titrisation français ou des organismes de titrisation équivalents dans un autre pays de l'Union qui réalisent la titrisation d'expositions sur l'immobilier résidentiel ou commercial sous certaines conditions. La Commission européenne propose de supprimer ces dispositions étant donné que seul un faible nombre de cadres nationaux permettent l'inclusion de titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels ou commerciaux. Elle considère que de telles structures sont une source de complexité inutile pour un programme d'obligations garanties.

La Commission européenne estime que cette proposition d'amendement du CRR permettra de réduire de manière importante les coûts de financement pour l'économie réelle.

Les deux propositions législatives sont soumises à consultation publique jusqu'au 15 mai 2018. Les travaux législatifs au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne commenceront ensuite.

# SUPERVISION : LES PRIORITÉS DE L'ESMA EN 2018 CONCERNANT LES INFRASTRUCTURES DE POST-MARCHÉ

Début février 2018, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié son programme de travail pour l'année 2018 en ce qui concerne les infrastructures de marché. A cette occasion, l'ESMA rappelle ses missions de supervision, couvrant les référentiels centraux (TRs), les agences de notations (CRAs) et les contreparties centrales établies dans l'Union européenne (CCPs) et en dehors (CCPs de pays tiers).

Sans surprise, l'ESMA souligne que la préparation du Brexit sera une priorité pour ses équipes en 2018, tout particulièrement concernant la supervision des TRs, CRAs et CCPs. L'objectif annoncé de l'ESMA est de s'assurer que les acteurs qu'elle supervise seront prêts pour le scenario d'un Brexit dur, dès la fin 2018. L'ESMA annonce qu'elle prêtera une attention particulière aux CCPs afin que le système de compensation soit prêt à faire face à un Brexit qui verrait le Royaume-Uni devenir un pays tiers sans accord de transition.

De manière plus générale, l'ESMA indique que la supervision des CCPs établies dans des pays tiers constituera une part importante de ses travaux, puisqu'elle doit encore analyser 15 demandes de reconnaissance. L'ESMA compte

également travailler plus globalement sur les risques que peuvent induire les CCPs des pays tiers pour l'Union européenne.

Outre le Brexit, l'ESMA identifie un certain nombre d'enjeux qui feront l'objet de son attention en 2018. On y trouve la question de qualité du processus de notation de crédit par les CRAs, en particulier concernant les pratiques de validation des CRAs et la qualité des données transmises aux TRs. Les frais facturés, le contrôle interne, et la gestion de la qualité, ainsi que les structures de gouvernance restent des sujets d'attention pour l'ESMA. Enfin, le superviseur européen mentionne qu'il met également à l'agenda pour l'année 2018 la gestion des technologies d'information, notamment l'utilisation du nuage (cloud computing), face à la digitalisation croissante du secteur financier.

Concernant les normes techniques, l'ESMA mentionne en particulier les travaux que ses équipes devront fournir en amont de l'entrée en vigueur en janvier 2019 du nouveau règlement titrisation.



#### OPCVM/ AIFM : LA COMMISSION PROPOSE DE RÉDUIRE LES BARRIÈRES À LEUR DISTRIBUTION TRANSFRONTIÈRE

Le renforcement des investissements transfrontières reste un axe majeur de la politique de la Commission dans le cadre de la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux (UMC).

La publication par la Commission européenne le 12 mars 2018 de deux propositions législatives amendant les directives sur les Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM) et sur les gestionnaires de Fonds d'Investissement Alternatifs (AIFM) vise à réduire les barrières réglementaires et les obligations administratives pour favoriser la mobilité des capitaux, tout en renforçant la protection des investisseurs par une meilleure supervision.

Le constat de la Commission est sans appel : le marché européen des fonds d'investissement reste très largement sous-développé. 70% des actifs gérés le sont par des fonds à dimension nationale et seuls 37% des OPCVM et 3% des FIA sont enregistrés pour une distribution dans plus de trois Etats membres. Conséquence de la fragmentation du secteur, les fonds d'investissement européen sont en moyenne bien plus petits que les fonds d'investissement aux Etats-Unis.

La Commission estime que les mesures qu'elle propose permettront d'économiser 440 millions d'euros annuellement représentant les frais liés à la distribution transfrontière des fonds.

### Proposition de règlement pour faciliter la distribution transfrontière de fonds

Aujourd'hui, les directives OPCVM et AIFM constituent les pierres angulaires du cadre existant pour la gestion d'actifs. Ces textes étant des directives, leurs transpositions souffrent des disparités entre les Etats membres. La Commission propose donc un règlement pour simplifier la distribution transfrontière, la rendre plus rapide et moins chère.

Concrètement, le texte propose d'harmoniser au niveau européen les éléments suivants :

- -Exigences applicables aux communications publicitaires. Les règles établies dans la directive OPCVM sont étendues aux AIFM. Dans ce cadre, les informations publicitaires doivent :
  - o Etre identifiables en tant que telles,
- o Conférer la même importance aux risques et aux avantages liés au produit proposé;
- o Présenter les informations de manière claire, correcte et non trompeuse.

- Exigences de transparence de la part des autorités nationales sur les normes encadrant dans leur Etat membre la commercialisation d'OPCVM et FIA;
- Etablissement d'un délai de 10 jours ouvrables, délai qui devra être respecté par les autorités nationales lorsque celles-ci exigent la notification systématique des communications publicitaires à fins d'autorisation;
- Encadrement des frais ou charges prélevés par les autorités compétentes ;
- Création d'une base de données sous la responsabilité de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) listant l'ensemble des gestionnaires d'actifs distribuant des OPCVM et FIA;
- Introduction de la notion de pré-commercialisation dans les règlements sur le capital risque (EuVECA) et sur les fonds d'entreprenariat social (EuSEF), ce qui devrait permettre aux gestionnaires d'actifs de tester l'appétence des marchés pour de nouvelles stratégies d'investissement.

#### Proposition de directive sur la distribution transfrontière de fonds

Ce deuxième texte se concentre sur les conditions de pré-commercialisation et de retrait des fonds.

La «pré-commercialisation» de AIFM est ainsi définit comme constituant « la fourniture directe ou indirecte d'informations sur les stratégies d'investissement ou les idées d'investissement par un gestionnaire de FIA [...] à des investisseurs professionnels domiciliés ou enregistrés dans l'Union afin de tester leur participation dans un FIA non encore établi ».

Dans sa proposition, la Commission européenne souhaite également qu'il ne soit plus nécessaire d'avoir une présence physique dans un Etat membre pour y distribuer des OPCVM.

Le retrait d'un Etat membre par les gestionnaires de FIA et d'OPCVM est également encadré. Ainsi, l'arrêt des activités commerciales d'un gestionnaire d'OPCVM dans un marché national ne sera possible que lorsque qu'un maximum de 10 investisseurs détenant jusqu'à 1% des actifs sous gestion auront investi dans l'OPCVM pour l'Etat membre concerné.

Les deux propositions législatives sont soumises à consultation publique jusqu'au 8 mai 2018, date à laquelle Parlement européen et Conseil débuteront leurs travaux.

# MMF: LA COMMISSION ADOPTE L'ACTE DÉLÉGUÉ RELATIF À L'ÉVALUATION DE LA QUALITÉ DE CRÉDIT

Après de longs travaux législatifs, l'Union européenne s'est dotée en juin 2017 d'un règlement encadrant les fonds monétaires (règlement Money Market Funds – MMF) afin de soutenir le rôle que joue ce marché dans le financement de l'économie européenne.

Les objectifs du règlement MMF sont principalement:

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

Suite à l'adoption du règlement européen (niveau 1), la Commission est chargée par certaines dispositions du texte (articles 11(4), 15(7) et 22) de développer des actes délégués (niveau 2). Dans une feuille de route publiée le 15 janvier 2018, la Commission européenne annonçait qu'elle travaillait à la rédaction des actes délégués prévus par le règlement MMF, sur la base du conseil technique fourni par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) à ce sujet le 17 novembre 2017. En application du règlement MMF, ces actes délégués viendront préciser les exigences quantitatives et qualitatives applicables aux actifs dans le cadre des accords de prise de pension (reverse repurchase agreement) et dans le cadre de l'évaluation de la qualité du crédit.

Etape supplémentaire dans la mise en place du niveau 2 du règlement MMF, la Commission européenne a adopté le 10 avril 2018 un règlement délégué rassemblant les différents actes délégués mentionnés dans le règlement MMF et visant à garantir que les fonds monétaires investissent dans les actifs appropriés. La Commission européenne rappelle que l'harmonisation des règles applicables aux fonds monétaires contribue au bon fonctionnement du marché intérieur et à la stabilité financière, puisque l'éventuelle défaillance d'un ou plusieurs fonds monétaires aurait des effets transfrontières affectant plusieurs pays européens. Elle souligne également qu'il est important de garantir la liquidité et la solvabilité des fonds monétaires puisqu'ils sont souvent utilisés par de grandes entreprises et investisseurs institutionnels pour placer temporairement des excédents de trésorerie.

Le règlement délégué revient sur trois éléments clés du texte :

- 1. Les titrisations et les papiers commerciaux adossés à des actifs (ABCP) simples, transparents et standardisés (STS), en application de l'article 11(4) du règlement MMF: Le texte propose simplement de mettre à jour le cadre applicable aux fonds monétaires en faisant référence aux derniers textes européens en matière de titrisation.
- 2. Les exigences applicables aux actifs reçus dans le cadre d'accords de prise en pension, en application de l'article 15(7) du règlement MMF:

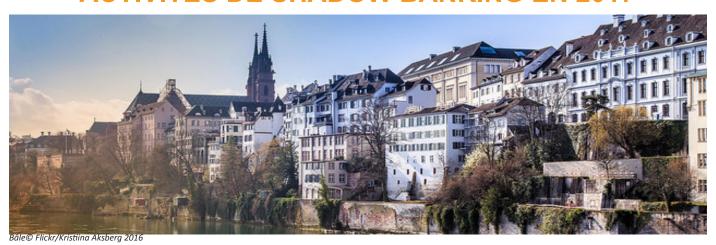
Le règlement délégué précise les modalités d'application des décotes, afin que celles-ci ne soit pas applicables si la contrepartie est soumise au cadre prudentiel européen et qu'elles puissent être augmentées si cela est nécessaire pour garantir la liquidité des actifs reçus en garantie.

3. Les méthodologies d'évaluation de la qualité de crédit, en application de l'article 22 du règlement MMF: Les critères quantitatifs et qualitatifs qui doivent être pris en compte sont précisés, afin que les évaluations de qualité de crédit soient suffisamment prudentes et fiables.

Le règlement délégué rappelle également que la méthodologie établie par un fonds devrait être invariable, sauf s'il existe une raison objective d'y déroger. Ainsi, dans des circonstances exceptionnelles telles qu'une période de tension sur les marchés, les gestionnaires des fonds monétaires devront pouvoir prendre des décisions d'investissement qui ne tiennent pas compte de l'évaluation de la qualité du crédit, si cela est dans l'intérêt des investisseurs.

L'acte délégué est soumis à une période d'examen de deux mois par les co-législateurs, qui peuvent renvoyer la proposition à la Commission. En l'absence de commentaire du Parlement européen ou du Conseil de l'Union européenne avant le 10 juin 2018, l'acte délégué sera publié au Journal officiel de l'Union européenne en vue de son entrée en vigueur.

# SUPERVISION : LE FSB FAIT ÉTAT DE SON SUIVI DES ACTIVITÉS DE SHADOW BANKING EN 2017



Le 5 mars 2018, le Conseil de Stabilité financière (Financial Stability Board - FSB) a publié son rapport général annuel 2017 sur son suivi du « shadow banking » qui concerne « l'intermédiation de crédit réalisée par des entités et des activités (entièrement ou partiellement) en dehors du système bancaire ordinaire ».

Avec 160 trillions de dollars, ces activités totalisent près de la moitié de l'ensemble des actifs financiers. Si elles sont perçues comme « apportant une vraie plus-value » pour le financement de l'économie par rapport au système bancaire traditionnel, le FSB considère qu'elles peuvent également constituer un facteur de risque en termes de stabilité financière.

#### Une classification du FSB

En particulier, le FSB a défini une catégorie appelée « the narrow measure of shadow banking » qui comprend les types d'entités financières non bancaires impliquées dans l'intermédiation financière et pouvant présenter des risques pour la stabilité financière. Ces risques peuvent relever de l'intermédiation de crédit, de la transformation de maturité, de la transformation de liquidité ou des effets de levier.

Le FSB conduit donc un suivi particulier de ces activités qui totalisent 45 trillions d'actifs, classifiées comme « fonctions économiques ». Ainsi, la « Gestion des véhicules d'investissement collectif », où sont regroupés les fonds monétaires, les fonds à revenu fixe, les fonds mixtes, les fonds de couverture de crédit et les fonds immobiliers, soit 72% de la « narrow measure of shadow banking », est particulièrement ciblée par l'institution.

En matière de risque, ces activités se caractérisent par un important effet de levier et une forte transformation de maturité et de liquidité. Par ailleurs, elles impliquent des risques pour la stabilité financière, notamment celui de désengagement massif et brutal « dans des conditions extrêmes » (variation de taux, etc.). Autre fonction économique, l' « Intermédiation de crédit basée sur la titrisation et le financement d'entités financières » concerne les véhicules de titrisation et de financement structuré ainsi que les titres adossés à des actifs, soit 10% de la « narrow measure of shadow banking ».

En termes de risque, ces activités présentent :

- une intermédiation de crédit significative ;
- une transformation de maturité et de liquidité forte ;
- un levier important;
- des arbitrages règlementaires.

#### Quels enjeux?

Les priorités du FSB consistent à :

- 1. atténuer l'effet d'entraînement entre le système bancaire ordinaire et le système bancaire « parallèle »;
- 2. réduire le risque de désengagement massif (run) des fonds MMF;
- 3. améliorer la transparence et aligner les incitations associées à la titrisation;
- 4. atténuer les risques pro-cycliques et autres risques de stabilité financière liés aux opérations de financement de titres;
- 5. évaluer et atténuer les risques de stabilité financière posés par d'autres entités et activités du *shadow banking*.

Le FSB prévoit donc de renforcer le suivi de ces activités ainsi que le *reporting* et les collectes de données.

A noter enfin que le FSB considère que les FinTech n'ont pour le moment pas atteint la masse critique qui leur permettrait d'avoir un impact sur la stabilité financière, ce qui n'empêche pas un suivi attentif de ces nouveaux acteurs.

# POST-MARCHÉ: L'INDUSTRIE FINANCIÈRE APPELLE À UNE MEILLEURE RECONNAISSANCE DES SERVICES DE RÉDUCTION DES RISQUES

Pas moins de quatre associations à dimension internationale se sont réunies pour signer ensemble un Livre blanc sur les services de réduction des risques post-marché. L'Association internationale des swaps et dérivés (ISDA), l'Association internationale des prêteurs de titres (ISLA), l'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA) et la Fédération bancaire européenne (FBE) appellent ensemble à une révision du règlement européen sur les infrastructures de marchés (EMIR) visant à exempter les transactions administratives dont l'objet est de réduire les risques post-marché de l'obligation de compensation centrale.

Le Livre blanc met en avant le rôle des services de réduction des risques post-marché pour la stabilité financière, puisque ces services permettent notamment d'atténuer les risques liés aux produits dérivés, souvent identifiés comme un des principaux vecteurs de la dernière crise financière. A titre d'exemple, le Livre blanc mentionne les services de compression et de rééquilibrage d'une contrepartie comme contribuant à réduire les risques systémiques.

Les signataires du Livre blanc se félicitent que les services de réduction des risques post-marché soient déjà en partie reconnus dans l'Union européenne. En effet, la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) les exempte de l'obligation de procéder via une plateforme réglementée (trading obligation). Ils regrettent cependant que les spécificités de ces services ne soient pas prises en

compte dans EMIR.

En conséquence, le Livre blanc interpelle les législateurs européens pour demander que la révision d'EMIR soit l'occasion d'y introduire une exemption de compensation centrale pour les services de réduction des risques post-marché. Détaillant les modalités qui pourraient s'attacher à une telle exemption, le Livre blanc propose que l'exemption ne soit possible que lorsque les quatre conditions suivantes sont remplies :

- 1. Les services exemptés ne doivent pas être exposés aux risques de marché ;
- 2. Les prix des services exemptés ne sont pas soumis à négociation ;
- 3. Le seul objectif des services exemptés est la réduction des risques, ils ne peuvent pas servir de véhicule à des transactions de marché;
- 4. Les services exemptés s'analysent comme une transaction juridique multilatérale unique.

Pour rappel, EMIR est actuellement révisé sous deux aspects : d'une part la proportionnalité des obligations qu'il prévoit, et d'autre part le cadre de supervision des contreparties centrales. A ce stade, rien n'indique qu'un troisième chantier sera ouvert à court terme.

# EMIR : LE CONSEIL ARRÊTE SON MANDAT DE NÉGOCIATION CONCERNANT LA SUPERVISION DES CCPS

Le Conseil de l'Union européenne a publié, le 11 décembre dernier, sa position sur la proposition législative concernant la proportionnalité des obligations prévues par le règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR), qui servira de mandat de négociation dans le cadre des échanges avec le Parlement européen. Cette position se fonde sur le dernier compromis proposé par la Présidence estonienne, et constituera le mandat de négociation des équipes du Conseil lors des discussions qui s'ouvriront avec le Parlement européen une fois que lui aussi aura adopté sa version du texte.

Le Conseil de l'UE ne propose pas une refonte profonde

de la proposition de la Commission mais concentre plutôt ses amendements sur certains éléments :

# • Suspension de l'obligation de compensation et d'échange sur une plateforme réglementée

Le Conseil vient préciser qu'une telle suspension entraine la suspension de l'obligation d'établir un comité des risques dans une contrepartie centrale (CCP). Le Conseil élargit les dispositions concernant la suspension de l'obligation de compensation en supprimant la référence à une situation de résolution et en ajoutant une référence à la préservation du bon fonctionnement des marchés financiers.

#### RÈGLEMENT/LIVRAISON

#### • Pouvoirs de la Commission

Le Conseil souligne que la Commission européenne doit pouvoir réagir immédiatement via des actes d'exécution si besoin pour suspendre l'obligation de compensation.

# • Contreparties financières soumises à une obligation de compensation - calcul des positions

Le Conseil demande que les contreparties, financières et non financières, soient en mesure de démontrer auprès de l'autorité compétente que le calcul de la position agrégée en fin de mois pour les contrats sur les produits dérivés non échangés sur des marchés réglementés (over the counter – OTC) ne sous-estime pas systématiquement la position globale. De plus, le Conseil précise que pour les OPCVM et les FIA, la position doit être calculée à l'échelle du fonds.

#### • Exactitude des données notifiées

L'article 9 qui définit les obligations de déclaration est amendé pour supprimer la mention du fait que les CCPs soient seules responsables, en leur nom et celui de leur client, de l'exactitude des données notifiées.

# • Exemption pour les foreing exchanged forwards établis à l'étranger

Elle est supprimée par le Conseil.

#### Définition du défaut

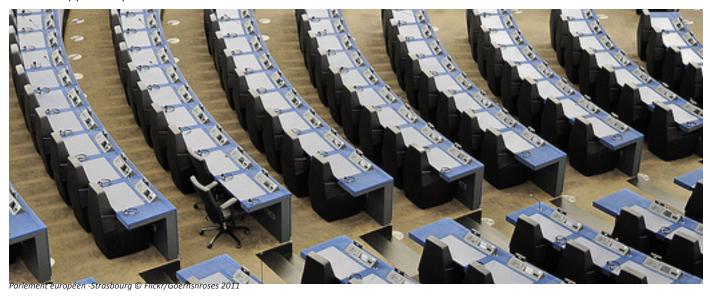
Le Conseil propose de considérer que les procédures de défaut définies à l'article 48 soient alignées avec les procédures d'insolvabilité telles que définies par le droit national.

#### • Rapports sur les dispositions du règlement révisé

Le Conseil prévoit de mandater :

- 1. la Commission pour produire dans un délai de deux ans un rapport sur la potentielle duplication inutile des obligations de notification des transactions concernant des dérivés non OTC
- 2. l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pour produire dans un délai de 18 mois un rapport sur (a) la cohérence des obligations de *reporting* pour les dérivés non OTC et (b) la possibilité d'aligner les obligations de *reporting* pour les dérivés non OTC dans MiFIR et EMIR.

Les négociations inter-institutionnelles ne commenceront que lorsque le Parlement européen aura adopté son rapport sur la proposition législative. Le vote en commission ECON du Parlement européen étant prévu le 16 mai 2018, l'adoption du rapport par l'assemblée plénière pourrait avoir lieu avant l'été 2018.



#### EMIR : LES PROJETS DE RAPPORTS DU PARLEMENT EUROPÉEN SONT PRÊTS

Les réformes du règlement EMIR progressent puisque les deux rapporteurs en charge des deux propositions législatives au sein de la commission ECON du Parlement européen ont publié leur projet de rapport fin janvier 2018, en vue d'une adoption au printemps.

Les eurodéputés avancent dans leurs travaux sur les révisions du règlement européen sur les infrastructures de marché (EMIR). Pour rappel, ces révisions s'articulent 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).

#### RÈGLEMENT/LIVRAISON

### Rapport de Werner Langen sur la proportionnalité du règlement EMIR

Publié fin janvier 2018, le rapporteur sur la révision d'EMIR concernant la proportionnalité des obligations, Werner Langen (PPE, DE) a été adopté le 24 avril 2018 par la Commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen.

Werner Langen a apporté son soutien à la proposition de la Commission européenne, qui vise à réduire les coûts pour les contreparties non financières et les transactions intragroupes. Toutefois, Werner Langena introduit des amendements, autour des cing axes suivants:

#### 1. Exigences de transparence

Par souci de sécurité juridique, Werner Langen est d'avis que les sociétés qui ont déjà investi dans un système de reporting devraient pouvoir continuer à l'utiliser et ainsi effectuer elles-mêmes le reporting sur leurs transactions. Werner Langen insiste aussi sur la nécessité d'exempter des obligations de reporting les transactions intragroupes avec des contreparties non financières à l'échelle mondiale.

#### 2. Obligation de compensation

Werner Langen soutient les propositions de la Commission concernant les fonds de pension (*Pension Scheme Arrangements* - PSA), les petites contreparties et les contreparties non financières. Il propose de clarifier la procédure de suspension de l'obligation de compenser pour accroître la sécurité juridique.

#### 3. Classification des entités

Werner Langen introduit deux ajustements. D'une part, il propose que les véhicules spéciaux de titrisation (*Securitisation Special Purpose Entities* - SSPEs) continuent à être considérés comme des contreparties non financières. D'autre part, il propose d'ajuster la définition de contrepartie financière pour éviter des effets extraterritoriaux qui amèneraient des gestionnaires d'actifs de pays tiers à être soumis à EMIR.

#### 4. Accès effectif à la compensation

Werner Langen considère que les propositions de la Commission vont dans la bonne direction et que le législateur doit encourager le développement des activités de compensation afin que ceux-ci deviennent plus abordables.

# 5. Harmonisation au niveau international des règles concernant les physically-settled FX forwards and physically-settled FX swaps :

Werner Langen soutient la proposition faite par les Autorités européennes de supervision (ESAs), le 18 décembre 2017, de limiter l'obligation d'échange des variations de marge pour les *physically-settled FX forwards* pour certaines contreparties (banques et sociétés d'investissement). Cette limitation serait introduite via une modification des normes techniques réglementaires sur les

techniques de prévention des risques pour les produits dérivés non échangés sur les plateformes réglementées et non compensés de manière centrale. Il demande que cette limite soit étendue aux *physically-settled FX swaps*, et souligne qu'une telle obligation d'échange n'existe pas dans la plupart des places financières internationales.

# Rapport de Danuta Hübner sur la supervision de CCPs de pays tiers

Le 3 janvier 2018, la rapporteure sur la révision de la supervision des CCPs dans le cadre d'EMIR, Danuta Hübner (EPP, PL) a publié son projet de rapport.

Dans celui-ci, Danuta Hübner rappelle qu'EMIR s'inscrit dans le cadre d'efforts à l'échelle internationale pour accroitre la transparence des marchés de produits dérivés et renforcer la stabilité du système financier. Compte tenu de l'interconnexion entre les CCPs et de la dimension transfrontalière des services qu'elles fournissent, Danuta Hübner souligne que les CCPs ne peuvent pas être uniquement sous la supervision des autorités nationales. Elle considère comme « approprié » de faire évoluer le cadre d'EMIR vers une supervision européenne. Ceci devrait permettre, selon elle, des économies d'échelle et une meilleure prise en compte de la dimension transfrontalière des activités de compensation. En ce sens, elle soutient la proposition législative de la Commission européenne.

Concernant les ajustements structurels qui devront être fait au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) pour qu'elle assure de nouvelles missions de supervision, Danuta Hübner se désolidarise de la proposition de la Commission européenne. Alors que la Commission propose de complétement reconfigurer l'ESMA, Danuta Hübner propose plutôt de créer au sein de l'ESMA un comité interne de supervision des CCPs. Ce comité de supervision prendrait des décisions qui seraient soumises à une procédure de non-objection vis-à-vis du Conseil des Superviseurs de l'ESMA.

Finalement, Danuta Hübner soutient l'initiative de la Commission européenne de renforcer la supervision européenne sur les CCPs établies dans des pays tiers. Elle considère l'approche proposée – qui tient compte du degré d'importance systémique des CCPs – comme appropriée. Toutefois, Danuta Hübner recommande de renforcer l'importance des données factuelles dans l'analyse pouvant conduire à la non-reconnaissance d'une CCP d'un pays tiers, afin de renforcer la sécurité juridique pour les acteurs de marché. Elle conseille donc de nuancer l'aspect discrétionnaire de l'évaluation des CCPs des pays tiers en introduisant une analyse d'impact préalable et des critères clairs.

Le rapport de Danuta Hübner sera soumis au vote de la Commission ECON le 16 mai 2018.

#### CONFLITS DE LOI : LA COMMISSION CLARIFIE LA LOI APPLICABLE AUX EFFETS PATRIMONIAUX DES TRANSACTIONS SUR TITRES

Une initiative législative était attendue. Finalement, la Commission européenne n'a publié qu'une communication le 12 mars dernier, donnant l'interprétation de l'Exécutif bruxellois sur la législation existante de l'UE relative à la « loi applicable aux effets patrimoniaux des transactions sur titres ». Cette communication est accompagnée d'une étude d'impact qui traite également de la loi applicable aux tiers dans le cadre des cessions de créances.

Deux aspects des transactions sur titres sont régis par des règles de conflit de lois:

- 1. l'élément patrimonial, qui se rapporte au transfert des droits de propriété et concerne les tiers ;
- 2. l'élément contractuel, qui se rapporte aux obligations des parties l'une envers l'autre en vertu de la transaction et déjà traité par le règlement Rome I.

La présente communication porte sur l'élément patrimonial, à savoir sur l'opposabilité au tiers des transferts d'instruments financiers. Elle concerne en particulier les directives relatives aux contrats de garantie financière, au caractère définitif du règlement et à la liquidation.

La Commission considère que pour les transactions transfrontières, une insécurité juridique existe du fait d'interprétations différentes des directives relatives aux contrats de garantie financière, au caractère définitif du règlement et à la liquidation.

Ainsi, la Commission souligne que dans le cadre de litige concernant la propriété d'une créance ou d'un titre, « la transaction transfrontière pourra être exécutoire ou non, ou pourra conférer ou non aux parties le titre de propriété attendu » selon l'Etat membre. Cette situation peut être facteur de pertes imprévues, en particulier dans les cas d'insolvabilité.

Pour déterminer le lieu où le compte titre est situé, la Commission souhaite se référer à la directive relative aux contrats de garantie financière, « seule source pour déterminer le pays de tenue ou de location ». Cette dernière stipule que « la règle de la lex rei sitae, selon laquelle la validité et donc l'opposabilité aux tiers de la garantie financière s'apprécient selon la loi du pays où la garantie financière est située, est actuellement acceptée par tous les États membres ».

Or, la transposition des textes européens dans les droits nationaux des Etats membre peuvent, sur ce point, « aboutir à des résultats divergents ». Les différentes façons d'interpréter les dispositions relatives aux conflits de lois « qui semblent valables aux fins des dispositions pertinentes de l'UE » sont énumérées par la Commission à savoir :

- considérer le lieu où les services de conservation sont fournis ;
- -se fonder sur la convention de compte pour déterminer le lieu où le compte est tenu («maintained»);
- définir la tenue («maintained») d'une manière qui permette que le choix de la loi de cet État membre soit valable en vertu de la convention de La Haye.

La Commission appelle les différentes autorités à prendre en considération les éléments de sa communication tout en demandant aux Etats membres d'essayer d'harmoniser leur interprétation des règles de l'UE lorsqu'il apparait « des disparités juridiques susceptibles de provoquer des distorsions du marché ».

La Commission explique qu'elle restera attentive à l'évolution des interprétations nationales et des pratiques de marché. Elle se laisse la possibilité de prendre ultérieurement des mesures supplémentaires.



#### FINTECH: LA COMMISSION EUROPÉENNE DÉVOILE SON PLAN D'ACTION



Désireuse de faire l'Union européenne un environnement favorable à l'innovation tout en mettant en place un certain nombre de garde-fous, la Commission européenne a publié le 8 mars 2018 un plan d'action sur les FinTech, intitulé « Pour un secteur financier européen plus compétitif et innovant ».

Un vaste plan d'action

Annonçant essentiellement des initiatives non-législatives, de type cartographies des bonnes pratiques et élaboration de lignes directrices, la Commission européenne entend se montrer attentive aux développements des Fin-Tech, sans pour autant ajuster le cadre réglementaire à ce stade.

Afin de permettre aux modèles d'entreprise innovants d'atteindre une dimension européenne, la Commission souhaite clarifier et harmoniser les exigences pour l'obtention de licences par les FinTech, développer des standards communs et interopérables et créer des « facilitateurs d'innovation » ou des sandboxes, qui bénéficient d'un cadre réglementaire allégé.

Ce dernier étant un sujet sensible entre les Etats membres, elle souhaite s'appuyer sur les travaux de l'Autorité bancaire européenne (EBA) et de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) qui devraient être prochainement publiés pour proposer des orientations générales sur les bonnes pratiques en la matière. Un rapport est attendu au premier semestre 2019.

L'utilisation de technologies de registres distribués et des chaînes de blocs sont vues comme ayant un « potentiel considérable pour favoriser la simplicité et l'efficacité par l'établissement de nouvelles infrastructures et de nouveaux processus » et « devenir un élément central des futures infrastructures de services financiers ».

Autre projet, une étude de faisabilité sur l'utilisation de technologie de registres distribués et des chaînes de blocs (*blockchain*) européenne publique comme infrastructure de support au développement de services dans tous les secteurs a été lancée, concomitamment à l'Ob-

servatoire-forum des chaînes de blocs de l'UE. L'une des questions posées par la Commission est de « savoir si les chaînes de blocs peuvent être déployées en tant qu'infrastructure de services numériques dans le cadre du mécanisme pour l'interconnexion en Europe ».

Autres projets, la mise en place d'un groupe d'experts sur la neutralité technologique de la réglementation financière et la réflexion autour du besoin d'un encadrement du recours à des sous-traitants de *cloud* via des codes de conduite et des clauses contractuelles type seront lancés pour 2019.

# Une proposition de règlement sur le financement participatif

Seule proposition législative, une proposition de règlement sur le financement participatif a été publiée concomitamment au plan d'action. Démarche qui pourrait s'étendre à d'autres types d'activités innovantes, elle propose la création d'un label européen, encadrant l'activité des plateformes souhaitant fournir leurs services dans le marché intérieur.

Apposé par l'ESMA, ce label ne devrait concerner que les initiatives d'une valeur inférieure à 1 million d'euros et uniquement les projets d'entreprises, start-ups et entreprises innovantes. Les consommateurs d'une part et les institutions financières ayant le statut d'entreprise d'investissement au sens de MiFID d'autre part seraient de facto exclues de cette règlementation européenne sur le financement participatif.

A noter enfin que les plateformes disposant des fonds de leurs clients ou proposant des services de paiement en lien avec leur activité de *crowdfunding* devront avertir l'ESMA et être agréées en vertu de la directive sur les services de paiement (DSP). Elles seront également soumises à la 4ème directive anti-blanchiment (article 9).

Les plateformes souhaitant opérer sur leur marché domestique pourront choisir de rester sous la règlementation nationale existante.

#### POLITIQUE DES SERVICES FINANCIERS

#### FINANCE DURABLE: UN PLAN D'ENSEMBLE



La Commission européenne a présenté le 8 mars 2018 un ensemble de mesures à initier d'ici à la fin 2019 pour faire de la finance un « *outil au service de la croissance durable et inclusive* ». Proposant des mesures très diverses qui concernent l'ensemble du secteur financier, elle s'est montrée particulièrement stricte sur la gouvernance des entreprises et l'importance pour ces dernières de développer une vision durable et de long-terme.

La Commission indique poursuivre trois objectifs majeurs:

- 1. Réorienter le capital vers des projets durables ;
- 2. Gérer les risques financiers découlant du changement climatique, des catastrophes naturelles et des problématiques sociales ;
- 3. Renforcer la transparence et la vision long-terme dans le secteur financier.

L'intégration de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance est également vue comme un moyen de renforcer la stabilité financière.

La mise en place d'une taxonomie européenne, conçue comme un véritable « langage commun » de la finance durable européenne est considéré comme étant la « mesure la plus importante et la plus urgente » de ce plan d'action. Cette taxonomie doit en effet proposer un système commun dans toute l'Union européenne pour classifier les investissements durables (normes, labels, facteur de soutien vert dans les exigences prudentielles et indicateurs de référence en matière de durabilité, etc.).

La Commission prévoit une proposition législative d'ici à l'été 2018, probablement le 23 mai.

Un groupe d'experts techniques sur la finance durable aura pour mission de proposer une première taxonomie « axée sur les activités d'atténuation des effets du changement climatique » d'ici le premier trimestre 2019. Dès le deuxième trimestre 2019, cette taxonomie sera étendue aux activités d'adaptation au changement climatique et autres activités liées à l'environnement.

Sur la base de la taxonomie, la Commission européenne proposera l'élaboration de plusieurs labels, qui pourront être apposés à des produits financiers verts afin de les rendre plus visibles auprès des investisseurs. Une labellisation spécifique est prévue pour les produits financiers socialement responsables, sur le modèle de l'ISR (investissement socialement responsable) français.

L'industrie de la gestion d'actif est particulièrement concernée par certains aspects du texte. La Commission dit regretter que les considérations environnementales et sociales ne soient insuffisamment prises en compte et entend faire reconnaitre que ce sont potentiellement des facteurs de risques sur le long-terme. Des mesures seront également prises pour mieux intégrer la durabilité dans les notations de crédit et les études de marché.

Une proposition législative sur les obligations fiduciaires des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs est annoncée pour mai 2018. Elle visera à y intégrer la dimension durable des investissements et à renforcer la transparence à l'égard des investisseurs finaux. De même, les obligations en matière de publication d'information relatives aux projets dans lesquels les fonds placés sont investis seront renforcées.

Par ailleurs, pour accroitre la lisibilité des produits financiers, la Commission européenne projette d'adopter des

actes délégués dans le cadre du règlement sur les indices de références pour mieux intégrer la durabilité dans les benchmarks. Elle va également conduire une étude d'impact pour évaluer l'opportunité d'une initiative harmonisant les indicateurs de références pour les émetteurs bas carbone.

Des obligations d'information supplémentaires vis-à-vis des clients des entreprises d'assurance des sociétés d'investissement quant à la durabilité des projets financés, un facteur de soutien vert (green supporting factor) re-calibrant les exigences de fonds propres applicables aux banques pour les investissements durables sont à l'étude.

Enfin, la Commission prévoit de réviser mi-2019 les lignes directrices relatives au reporting non-financier. Elle éva-

luera entre autre la nécessité « d'imposer aux conseils d'administration l'obligation d'élaborer une stratégie de croissance durable (...) et des objectifs mesurables en matière de durabilité ».

Annoncé lors du bilan à mi-parcours sur l'Union des marchés des capitaux à l'été 2017, ce plan d'action devrait contribuer à durablement transformer les méthodologies d'investissements financiers.

# SRD II: LA COMMISSION EUROPÉENNE PUBLIE UN PROJET D'ACTE D'EXÉCUTION CONCERNANT LA TRANSMISSION D'INFORMATION AUX ACTIONNAIRES

Un peu plus d'un an avant la date limite de transposition de la directive révisée sur les droits des actionnaires (SRD 2), la Commission européenne a publié le 11 avril 2018, pour consultation publique, un projet de règlement d'exécution concernant l'identification des actionnaires, la transmission d'information et la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires.

Pour rappel, SRD 2 vise à encourager l'implication à long terme des actionnaires dans les sociétés cotées et à renforcer la transparence des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires.

Le règlement d'exécution, dont le projet a été publié début avril par la Commission européenne, a pour objectif d'établir des normes communes au niveau européen, afin d'éviter qu'une trop grande fragmentation lors de la transposition de SRD 2 mène à des régimes nationaux incompatibles.

Le projet de règlement d'exécution prévoit également un format unique pour la transmission d'information aux actionnaires, dont les détails sont joints en annexe du projet. Il précise que la transmission d'information devra se faire de préférence sur des formats électroniques interopérables.

Par ailleurs, le projet de règlement d'exécution clarifie les délais de transmission d'information, en cas de pluralité d'intermédiaires, afin que l'actionnaire puisse, le cas échéant, réagir. Un intermédiaire recevant une information destinée à un actionnaire doit la transmettre à l'intermédiaire suivant au cours du jour ouvré lors duquel il reçoit l'information. De même, des délais stricts sont établis pour les retours d'ordres. Ainsi, un intermédiaire ne doit pas fixer à l'actionnaire une date limite qui soit antérieure à trois jours avant la date limite fixée par l'émetteur.

La Commission européenne rappelle que le règlement d'exécution fixe des standards minimum et que les acteurs de marché sont encouragés à aller plus loin dans l'autorégulation des formats.

Dans un communiqué de presse daté du 18 avril 2018, l'association de protection des investisseurs et consommateurs Better Finance a encouragé les Etats membres à pallier les défiances de la directive SRD 2 lors de sa transposition en droit national. Notamment, Better Finance regrette que le projet de règlement d'exécution ne corrige pas le manque de précision de la définition d' « *intermédiaire* » dans SRD 2. Il invite les Etats membres à inclure tous les prestataires de services impliqués dans le processus de vote dans cette définition. De même, il souhaiterait voir aligner les définitions d'actionnaires et d'investisseur final. Enfin, Better Finance regrette que le projet de règlement d'exécution n'encadre pas les frais facturés par les intermédiaires, souvent plus élevés pour l'exercice de droits de vote transfrontières.

La période de consultation se clôturant le 9 mai 2018, la Commission européenne devrait ensuite adopter le règlement d'exécution. Une fois adopté, celui-ci sera soumis à une période d'examen, traditionnellement de trois mois, durant laquelle les co-législateurs peuvent s'opposer à sa publication au Journal officiel de l'Union européenne.

# La Lettre européenne de l'AFTI

Numéro ISSN: 2428-0771



Directeur de publication : Eric DEROBERT

Rédacteur en chef : **Stéphanie SAINT-PE** 

#### **AFTI**

36, rue Taitbout - 75009 PARIS Tél : +33 1 48 00 52 03

Fax: +33 1 48 00 50 48 www.afti.asso.fr

secretariat.afti@fbf.fr



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

Contact:

Louis-Marie Durand

louis marie. durand @euralia.eu

Joséphine Cart josephine.cart@euralia.eu

Lenka Kubatkova lenka.kubatkova@euralia.eu