



La Lettre européenne

de l'**AFTI**

Numéro 28 - Juillet à octobre 2019

afti
La dynamique du post-marché

Editorial

Un équilibre institutionnel précaire.....3

Marchés financiers

EMIR et MiFIR : la clarification à minima de l'ESMA sur les obligations de compensation et de négociation.....4

Supervision des contreparties centrales : bien mais peut mieux faire selon l'ESMA.....5

Exigences de transparence préalable à la négociation des produits dérivés : le programme serré de l'ESMA.....6

Marché des dérivés : Le Comité de Bâle et IOSCO octroient une période de sursis d'un an pour les petits acteurs.....8

Politique des services financiers

Régimes d'équivalence : stabilité financière et protection du consommateur versus marché financier ouvert et harmonisé.....10

L'Union des Marchés de Capitaux 2.0: les mesures relatives au post-marché.....12

FinTech

Plateformes de financement participatif : un compromis finalement trouvé au Conseil.....14

Libra et monnaies virtuelles : les régulateurs se mettent en ordre de bataille.....15

Vers une décentralisation des services financiers ?.....16

Cadre réglementaire des Fintechs: pour l'ESMA et l'EBA «*Wait and see*»17

UN ÉQUILIBRE INSTITUTIONNEL PRÉCAIRE...

A l'issue des élections européennes de mai 2019 qui avaient mené à une forte recomposition du Parlement européen sans majorité claire, la question de la dynamique au sein de l'institution et plus globalement de l'équilibre avec la Commission européenne et le Conseil de l'UE, s'était rapidement posée. L'exercice des auditions des Commissaires désignés devant les députés européens qui s'est déroulé au début du mois d'octobre a d'ores et déjà apporté de premiers éléments de réponse.

1. Les résultats des élections l'avaient laissé pressentir, les récents événements l'ont confirmé : en l'absence d'un groupe politique majoritaire, les groupes « centristes » doivent nécessairement s'inscrire dans une logique de compromis pour trouver des accords. Pour autant, les auditions des Commissaires ont laissé apparaître des rapports de force très musclés entre les principaux groupes : alors que RenewEurope a œuvré pour le rejet du candidat Commissaire hongrois László Trócsányi issu des rangs du groupe PPE, ce dernier a obtenu en retour l'éviction de la française Sylvie Goulard. Se pose dès lors la question de la ligne politique de l'institution pour les cinq années à venir dans un contexte visiblement instable.

2. Au-delà des difficultés de gouvernance interne, les différentes auditions ont également témoigné de la volonté du Parlement européen de montrer à la Commission européenne que cette dernière devrait compter avec un partenaire fort au cours de la législature qui s'ouvre. Seule institution européenne élue au suffrage universel direct, et fort d'un taux de participation plutôt encourageant lors des élections de mai 2019, le Parlement entend bien jouer à plein son rôle de colégislateur, quitte à déstabiliser des équilibres institutionnels préexistants.

3. Au terme des auditions des membres de son Collège des Commissaires devant le Parlement européen, le casting initial de la Présidente élue de la Commission européenne Ursula von der Leyen se voit déjà significativement remis en cause, dans la mesure où trois candidats – France, Pologne et Roumanie – n'ont pas réussi à obtenir leur validation. Déjà affaiblie par une élection d'extrême justice par les députés européens en juillet dernier, la Présidente se voit encore davantage fragilisée par ces trois rejets – et apparaît désormais assez isolée. Sera-t-elle ainsi en mesure de tenir tête aux deux autres institutions européennes au cours de son mandat ? Elle semble pour le moment moins bien armée que son prédécesseur Jean-Claude Juncker pour le faire. En tout état de cause elle ne sera pas en mesure de prendre ses fonctions comme prévu le 1er novembre prochain.

4. Plus globalement, si le rejet d'un ou plusieurs candidats Commissaires n'est pas inédit au regard des prises de fonction des précédents Collèges, celui d'une candidate issue d'un Etat fondateur – Sylvie Goulard pour la France - montre que le centre de gravité de l'Union européenne a évolué : jusqu'ici, le refus d'un Commissaire jugé trop faible demeurerait une sanction réservée aux « petits » pays – surtout de l'Est. Ce vote montre que la situation a changé. Au niveau du Conseil de l'UE, où siègent les Etats membres, les rapports de force devraient également évoluer dans le même sens, laissant présager de nouveaux équilibres où les pays d'Europe centrale jouent un rôle plus central que jusqu'à présent. Au détriment de la « vieille Europe » et donc de la France ?

Le renouvellement institutionnel de 2019 a ainsi tenu ses promesses : le cadre européen se trouve profondément modifié. Dans ce contexte, une des priorités des mois à venir devrait être de retrouver une dynamique de travail interinstitutionnelle, en dépit des équilibres précaires et mouvants existants au sein de chacune des institutions européennes.

MBS

EMIR ET MIFIR : LA CLARIFICATION À MINIMA DE L'ESMA SUR LES OBLIGATIONS DE COMPENSATION ET DE NÉGOCIATION

« La multiplicité des lois flatte dans les législateurs deux penchants naturels, le besoin d'agir et le plaisir de se croire nécessaire ».

Cette citation de Benjamin Constant pourrait s'appliquer à l'imbroglio juridique qui a émergé entre deux dispositions de MiFIR¹ et EMIR Refit² entrées en vigueur respectivement le 3 janvier 2018 et le 17 juin 2019.

Le 12 juillet 2019, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié une déclaration publique afin de proposer une solution à la différence des champs d'application entre MiFIR et EMIR Refit pour les contreparties soumises à l'obligation de compensation (EMIR) et à l'obligation de négociation des dérivés (MiFIR). En pratique, cela signifie que certaines contreparties sont exemptées de l'obligation de compensation tout en étant soumises à l'obligation de négociation.

Face à cette incohérence juridique, l'ESMA est donc venue apporter quelques clarifications.

L'ESMA revient tout d'abord sur l'application de l'obligation de compensation et de négociation pour les petites contreparties financières et non financières. Le règlement EMIR Refit prévoit en effet une exemption pour l'obligation de compensation pour les petites contreparties financières. De son côté, MiFIR prévoit une obligation de négociation pour les contreparties financières sur la base d'un renvoi à la définition prévu par EMIR³ (et non pas EMIR Refit) puisque le règlement MIFIR n'a pas été amendé lors de la révision du règlement EMIR. Le 17 juin 2019, EMIR Refit est donc entré en vigueur entraînant

un décalage sur l'application des exemptions : les petites contreparties financières (et potentiellement les contreparties non financières) sont donc soumises à l'obligation de négociation prévue par MiFIR tout en étant exemptées de l'obligation de compensation.

Face à ce décalage, ni la Commission ni l'ESMA n'ont le pouvoir de décider de ne pas appliquer une disposition juridique contraignante ou d'en retarder l'application. Ce décalage entre les deux textes devra faire l'objet d'une procédure législative ordinaire. En attendant cette révision législative, l'ESMA conseille aux autorités nationales de ne pas prioriser leurs actions de surveillance relative à l'obligation de négociation des dérivés vis-à-vis des contreparties exemptées de l'obligation de compensation après l'entrée en vigueur de EMIR Refit.

L'ESMA clarifie aussi la question de la date d'application de l'obligation de négociation pour les contreparties financières de catégorie 3 (au-dessous du seuil des 8 milliards) qui sont soumises à l'obligation de compensation. L'ESMA estime que la date d'application de l'obligation de négociation des dérivés doit être identique à la nouvelle date d'application de l'obligation de compensation prévue par EMIR Refit. L'ESMA suggère que cette date d'application soit fixée à 4 mois suivant la notification des contreparties financières aux autorités nationales et à l'ESMA au lieu du 21 juin 2019 initialement prévu par EMIR Refit.

EMIR Refit dispose que la Commission européenne devra avoir soumis un rapport évaluant l'application d'EMIR Refit au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne pour le 18 décembre 2020.

1 RÈGLEMENT (UE) No 600/2014 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012.

2 RÈGLEMENT (UE) 2019/834 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) no 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux.

3 RÈGLEMENT (UE) No 648/2012 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.



SUPERVISION DES CONTREPARTIES CENTRALES : BIEN MAIS PEUT MIEUX FAIRE SELON L'ESMA

L'ESMA a publié son rapport annuel relatif à l'autorisation et à la supervision par les autorités nationales des contreparties centrales (CCPs) installées dans l'Union européenne.

Cette évaluation annuelle vise à évaluer l'efficacité des pratiques de surveillance des autorités nationales pour vérifier la conformité des contreparties centrales aux exigences d'EMIR¹ en matière de contrôle des risques de liquidités et de garantie. L'un des objectifs de l'ESMA était notamment de pouvoir identifier les domaines dans lesquels les autorités nationales ont adopté une approche convergente. L'évaluation porte sur les 16 contreparties centrales installées et autorisées dans 12 Etats membres de l'Union européenne.

De manière générale, l'ESMA estime que la surveillance des autorités nationales en matière de contrôle des risques et des garanties est satisfaisante. L'ESMA souligne notamment les efforts des autorités nationales concernant la supervision des garanties et de contrôle des risques.

L'autorité regrette cependant la faible utilisation par les autorités nationales d'indicateurs quantitatifs pour évaluer les risques de liquidité et les risques de garanties.

S'agissant des accords de financement, l'ESMA souligne le haut degré de convergence des conditions de base identifiant les lignes de crédits engagés et les repos. En revanche, les pratiques de contrôle diffèrent pour les accords de financement préétablis et la création de liquidité à partir de la vente directe de titres. L'ESMA a identifié en particulier des pratiques divergentes concernant le type d'instruments financier considérés comme des instruments négociables qui peuvent être utilisés pour générer des liquidités.

Sur la base de cette évaluation, l'ESMA propose une série de meilleures pratiques pour le contrôle des garanties et pour les liquidités. L'ESMA propose notamment que les autorités nationales exigent des CCPs la fourniture d'une analyse quantitative de la liquidité des actifs.

L'ESMA suggère par ailleurs que les autorités nationales renforcent leurs approches prudentielles pour s'assurer que les liquidités soient bien disponibles en situation de stress.

L'ESMA poursuivra ses travaux d'évaluation afin de renforcer la convergence en matière de surveillance.

¹ RÈGLEMENT (UE) No 648/2012 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux



EXIGENCES DE TRANSPARENCE PRÉALABLE À LA NÉGOCIATION DES PRODUITS DÉRIVÉS : LE PROGRAMME SERRÉ DE L'ESMA



L'Autorité européenne de supervision des marchés financiers (ESMA) a publié un rapport¹ à destination des autorités nationales afin de s'assurer que les dispositions de MiFIR² sur l'exigence de transparence préalable à la négociation des instruments dérivés sur les matières premières soient correctement appliquées.

Ce rapport vise à orienter les autorités nationales en matière de supervision et d'application de ces exigences réglementaires relatives aux opérateurs du marché et les entreprises d'investissement qui exploitent une plateforme de négociation. Ces acteurs sont tenus de rendre publics les prix «acheteurs» et «vendeurs» actuels et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix. Cette obligation s'applique pour les obligations, les produits financiers structurés, les quotas d'émission ou d'instruments dérivés négociés sur une plateforme de négociation.

L'ESMA constate que dans la majorité des Etats membres où des plateformes de négociation proposent des transactions sur les produits dérivés de matières premières, les systèmes de négociation ne sont pas conformes aux exigences de transparence pré-négociation applicables aux transactions négociées. L'ESMA évoque deux raisons à cela : soit parce que la plateforme accepte les transactions négociées sur ces instruments en l'absence d'une

dérogation ou parce que l'autorité nationale a octroyé une dérogation pour des transactions que l'ESMA considère comme non-conforme.

Afin de rétablir cette situation, l'ESMA propose d'établir un calendrier commun pour la mise en œuvre du régime de transparence préalable pour les transactions sur les produits de base. L'ESMA insiste sur le fait que les plateformes de négociation qui négocient des instruments autres que des capitaux propres, tels que les produits dérivés sur des matières premières, devraient s'assurer que leurs installations de négociation sont conformes aux exigences de transparence pré-négociation de MiFIR.

Entre le printemps 2018 et avril 2019, les autorités nationales ont dû normalement collecter les informations sur les plateformes de négociation s'agissant des exigences de transparence préalables à la négociation. Entre mai et décembre 2019, sur la base de cette collecte de données, les autorités nationales sont invitées à veiller à ce que toutes les plateformes de négociation concernées opèrent soit dans le cadre d'une dérogation pré-négociation soit de manière transparente avant la négociation. Enfin, dès 2020, elles seront invitées à adopter les mesures nécessaires contre les plateformes qui ne respecteraient pas leurs obligations en matière de transparence (voir calendrier d'actions ci-après de l'ESMA).

1 ESMA Supervisory Briefing "Ensuring compliance with the MiFIR pre-trade transparency requirements in commodity derivatives", 3 juin 2019

2 RÈGLEMENT (UE) No 600/2014 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012.

ANNEX 1

Supervisory action plan with regards to the pre-trade transparency regime for commodity derivatives

Stage	Steps to be undertaken	Start Date	End Date
1	<p>CAs should identify the trading venues which operate trading systems that do not comply with the pre-trade transparency requirements for negotiated trades on non-equity instruments and communicate this information to ESMA.</p> <p>CAs should engage with each of those venues and gather at least information on the measures undertaken by the trading venue to comply with the pre-trade transparency for negotiated trades on non-equity instruments, and the planning of such measures ("the Plan").</p> <p>CAs should provide ESMA with a high level summary of the Plan for each of the trading venue. ESMA should provide a compliance assessment of the plans.</p>	Spring 2018	April 2019
2	<p>CAs and ESMA remain in continuous exchange about the implementation process at national level.</p> <p>CAs should supervise that all the trading venues identified in Stage 1 either operate under a compliant pre-trade waiver or are fully pre-trade transparent.</p> <p>CAs should provide feedback thereon to ESMA for each of the trading venues identified in Stage 1.</p>	May 2019	31 December 2019
3	<p>CAs should take supervisory measures which may include fines and sanctions, towards trading venues which have either not provided or not successfully implemented their Plan as described in Stage 2.</p> <p>CAs should provide ESMA with a high level summary of the supervisory measures undertaken, for each of trading venues identified in Stage 1.</p> <p>Where CAs have not undertaken supervisory measures, they should provide ESMA with an explanation for this decision.</p>	From 1 January 2020	

SOURCE : ESMA

MARCHÉ DES DÉRIVÉS : LE COMITÉ DE BÂLE ET IOSCO OCTROIENT UNE PÉRIODE DE SURSIS D'UN AN POUR LES PETITS ACTEURS

Le 23 juillet 2019, le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) ont octroyé un sursis d'un an aux petits acteurs du marché des dérivés, s'agissant des exigences de marges pour les dérivés qui ne sont pas compensées de manière centralisée.

Cette exemption d'un an pour les petits acteurs du marché des dérivés intervient dans le cadre d'une révision

plus large du cadre réglementaire relatif aux exigences de marges pour les dérivés qui ne sont pas compensées de manière centralisée.

Les petits acteurs du marché des dérivés seront soumis à l'exigence de marge à partir du 1er septembre 2021. Pour faciliter l'application de cette obligation, une période d'application progressive débutera le 1er septembre 2020 selon le calendrier reproduit ci-dessous :

Summary of changes to the implementation of the margin requirements for non-centrally cleared derivatives		
	March 2015 framework	July 2019 revisions
Initial margin		
Covered entities belonging to a group whose aggregate month-end average notional amount of non-centrally cleared derivatives exceeds:		
€3.0 trillion	1 September 2016 to 31 August 2017 (based on average notional amounts for March, April and May 2016)	1 September 2016 to 31 August 2017 (based on average notional amounts for March, April and May 2016)
€2.25 trillion	1 September 2017 to 31 August 2018 (based on average notional amounts for March, April and May 2017)	1 September 2017 to 31 August 2018 (based on average notional amounts for March, April and May 2017)
€1.5 trillion	1 September 2018 to 31 August 2019 (based on average notional amounts for March, April and May 2018)	1 September 2018 to 31 August 2019 (based on average notional amounts for March, April and May 2018)
€0.75 trillion	1 September 2019 to 31 August 2020 (based on average notional amounts for March, April and May 2019)	1 September 2019 to 31 August 2020 (based on average notional amounts for March, April and May 2019)
€50.0 billion	Not applicable	1 September 2020 to 31 August 2021 (based on average notional amounts for March, April and May 2020)
Covered entities belonging to a group whose aggregate month-end average notional amount of non-centrally cleared derivatives exceeds €8.0 billion	From 1 September 2020 onwards (based on average notional amounts for March, April and May that year)	From 1 September 2021 onwards (based on average notional amounts for March, April and May that year)

SOURCE: BIS ET IOSCO

Le nouveau cadre réglementaire propose 8 principes clé :

1. Les pratiques appropriées en matière de marge doivent être mises en place pour toutes les transactions sur les produits dérivés qui ne sont pas compensées par les contreparties centrales ;

2. Toutes les sociétés financières et les entités non financières d'importance systémique qui utilisent des dérivés non compensés centralement doivent échanger leur marge de capitalisation et leur marge de variation en fonction des risques de contreparties posés par cette transaction.

3. Les méthodologies de calcul de la marge initiale et de la marge de variation servant de base à la marge collectée auprès d'une contrepartie doivent être cohérentes pour toutes les entités couvertes par les exigences et refléter

l'exposition future potentielle (marge initiale) et l'exposition actuelle (marge de variation) associée au portefeuille de dérivés non compensés centralement. Il faut aussi s'assurer que toutes les expositions au risque de contrepartie sont entièrement couvertes avec un degré de confiance élevé.

4. Veiller à ce que les actifs rassemblés en garantie aux fins de la marge initiale et de la marge de variation puissent être liquidés dans un délai raisonnable afin de générer un produit de nature à protéger suffisamment les entités de gestion couvertes par les obligations contre les pertes sur les produits dérivés, non dérivés, non centralisés en cas de défaillance de la contrepartie. Ces actifs devraient être très liquides et après l'application de la décote appropriée, pouvoir conserver leur valeur en période de difficultés financières.

5. La marge initiale doit être échangée entre les deux parties, sans compensation des montants perçus par chaque partie. Elle doit également être détenue de manière à garantir que la marge collectée soit immédiatement disponible pour le collecteur en cas de défaillance de la contrepartie et qu'elle puisse faire l'objet d'arrangements qui protègent pleinement la partie qui fait l'envoi dans la mesure du possible en cas de faillite de la partie encaissante.

6. Les transactions entre une entreprise et ses sociétés affiliées devraient être soumises à une réglementation appropriée, en conformité avec le cadre juridique et réglementaire de chaque juridiction.

7. Les régimes de réglementation devraient interagir de manière à aboutir à des exigences de marge réglementaire suffisamment cohérentes et ne faisant pas double emploi pour les dérivés non compensés centralement dans l'ensemble des juridictions.

8. Les exigences de marge doivent être introduites progressivement sur une période appropriée pour garantir que les coûts de transition associés au nouveau cadre puissent être gérés de manière appropriée. Les régulateurs devraient entreprendre un examen coordonné des normes sur les marges une fois que les nouvelles exigences sont appliquées afin d'évaluer leur efficacité globale et assurer l'harmonisation à travers les juridictions nationales.



RÉGIMES D'ÉQUIVALENCE : STABILITÉ FINANCIÈRE ET PROTECTION DU CONSOMMATEUR VERSUS MARCHÉ FINANCIER OUVERT ET HARMONISÉ

Le 29 juillet 2019, à l'occasion de la publication d'une communication intitulée « Equivalence dans le secteur des services financiers », l'Exécutif européen est revenu sur les objectifs des régimes d'équivalence, les principes sous-jacents à leur octroi et les évolutions réglementaires apportées ces dernières années.

Les grands objectifs affichés des régimes d'équivalence

La Commission considère que l'équivalence est « *l'un des instruments clé à la disposition de l'UE pour renforcer cet objectif dans la 'dimension extérieure du marché intérieur'* ».

La politique d'équivalence a pour objectifs de :

1. Concilier le besoin de stabilité financière et de protection des investisseurs dans l'Union européenne, avec les avantages liés au maintien d'un marché financier européen ouvert et globalement intégré ;
2. Promouvoir la convergence des réglementations sur des normes internationales et lutter contre la fragmentation des marchés ;
3. Etablir ou renforcer la coopération en matière de surveillance avec les partenaires des pays tiers pertinents.

Si les équivalences peuvent renforcer les échanges transfrontières, il est important de préciser **qu'une décision d'équivalence n'équivaut pas au passeport européen** : de nombreuses équivalences, notamment dans le paquet bancaire (règlement et directive sur les exigences en capitaux propre - CRR/CRD), n'impliquent pas l'accès au marché européen, seulement la reconnaissance par l'UE de l'approche réglementaire et de supervision d'un Etat tiers.

Les principes sous-jacents à l'octroi des équivalences

La Commission européenne explique que pour elle, l'octroi de l'équivalence est avant tout un exercice de «gestion des risques », entre les bénéfices potentiels aux acteurs du marché financier européen et les risques associés aux activités transfrontières.

Les trois critères principaux lors de l'attribution de l'équivalence à un pays tiers sont les suivants:

1. Sensibilité au risque (impact sur la stabilité financière de l'UE, l'intégrité du marché, la protection des consommateurs et le level playing field);
2. Conformité aux règles définies dans le droit européen lors de l'évaluation en matière réglementaire et de supervision;
3. Prise en compte de l'impact des activités du pays tiers

sur les marchés européens (**évaluation « proportionnée »**).

D'autres objectifs, parfois politiques, peuvent entrer en compte pour l'attribution d'une équivalence : sanctions internationales, lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, gouvernance fiscale au niveau mondial **ou autres priorités de politique extérieure, visant à « garantir la cohérence de l'action de l'UE sur la scène internationale »**.

Ces aspects ne sont pas anodins dans le cadre du Brexit et de la politique future du Royaume-Uni en matière de services financiers. Cette communication est également à mettre en perspective avec la volonté affichée du futur Exécutif européen d'être une Commission «géopolitique», capable de défendre une Europe souveraine sur la scène internationale et d'imposer si besoin des sanctions qui soient « correctement appliquées, notamment au travers de son système financier ».

A noter que la Commission fait un suivi attentif de l'évolution du cadre de réglementation et de supervision des pays tiers.

Processus d'octroi des équivalences et évolutions récentes

Les décisions d'équivalence sont des actes unilatéraux et discrétionnaires de la part de la Commission européenne, qui a le pouvoir d'octroyer, de suspendre ou de retirer les équivalences. L'octroi peut également être partiel.

L'octroi d'équivalence implique une évaluation « positive» du cadre du pays tiers, qui doit permettre à l'UE de pouvoir compter sur les règles et le travail du superviseur du pays tiers. A noter que l'adhésion d'un état tiers et l'UE aux mêmes standards internationaux n'implique pas que la Commission européenne octroie automatiquement une équivalence.

La réciprocité et le traitement des acteurs européens engagés dans les pays tiers et soumis à la réglementation locale peuvent être associés à la décision d'équivalence pour les pays en question. Des accords de coopération en matière de supervision sont parfois mis en place.

La Commission soutient qu'il n'est pas possible d'avoir une approche homogène en matière d'équivalence. Les priorités sont en effet définies texte par texte, et adaptées aux objectifs de ces derniers tout en respectant l'approche communes à tous les régimes.

Une quarantaine de dispositions présentes dans les textes européens ont permis à la Commission d'adopter près de 300 décisions d'équivalences pour une trentaine de pays.

Les évolutions récentes

La Commission considère que plusieurs améliorations récentes ont été apportées, que ce soit en matière de transparence dans l'octroi de l'équivalence ou d'accompagnement des pays tiers à savoir :

◇ la soumission à consultation publique des ébauches de décision d'équivalence (30 jours)

◇ les travaux sur plusieurs textes européens

- La proposition de Règlement relatifs aux autorités de supervision européennes (ESAs).

- Elle renforce le rôle des ESAs dans le suivi des pays-tiers. Ces dernières sont chargées, dans leurs domaines dédiés, de rédiger annuellement un rapport confidentiel sur ces pays, destiné au Parlement européen à la Commission européenne au Conseil et aux deux autres autorités de supervision.

- Les amendements au Règlement EMIR.

- Ils renforcent le cadre de supervision pour les contreparties centrales proposant leurs services aux acteurs européennes, en introduisant une approche proportionnée, centrée sur la sensibilité aux risques

- Le Règlement relatif aux entreprises d'investissement.

- Il introduit de nouveaux critères d'évaluation et des obligations de reporting obligatoires supplémentaires pour les entreprises de pays tiers localisées dans des juridictions sous équivalence. Ainsi, pour les juridictions où la taille et le champ de services pourvus sont de taille systémique pour l'Union, l'équivalence peut seulement être garantie suite à une évaluation détaillée et granulaire de la Commission. Le rôle des ESAs y est par ailleurs renforcé.

Le travail de suivi des régimes d'équivalence est constamment revu, que ce soit suite à l'évolution du droit européen ou suite au développement de certains marchés.

Ils constituent l'une des armes du soft power européen.



L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX 2.0 : LES MESURES RELATIVES AU POST-MARCHÉ

Le 9 octobre 2019 dans le cadre de la réunion de l'Euro-groupe, le groupe d'expert de haut niveau sur l'Union des marchés de capitaux (UMC) a remis son rapport qui inclut des recommandations pour le futur de l'UMC.

Piloté par Fabrice Demarigny, ce groupe se compose d'experts français, allemands, hollandais, italiens, espagnols, polonais et suédois. Il a pour objectif de proposer, avec un œil nouveau, les futures orientations de l'UMC pour les 5 années à venir. Lancé en 2015, ce projet avait pour ambition, en parallèle de l'Union bancaire, de maintenir les flux de capitaux transfrontaliers et de soutenir les investissements dans les Etats membres qui subissent d'importants chocs macroéconomiques asymétriques.

De manière générale, le groupe d'experts estime que depuis la crise financière de 2008, le secteur financier n'a pas encore regagné la confiance des citoyens européens. Sur la base de ce constat, le groupe suggère une réorientation du projet européen.

Alors que la première version de l'UMC avait pour objectif de **revitaliser l'écosystème des marchés de capitaux de l'Union européenne**, le groupe suggère que la nouvelle phase de l'UMC se concentre sur **les besoins des citoyens et sur l'investissement dans l'économie réelle, l'économie numérique et l'économie durable**. Afin de refléter ce changement de cap, le groupe propose de changer le nom de l'UMC: « **l'Union de l'épargne et de l'investissement durable** ».

Le groupe d'experts appelle les gouvernements à se concentrer sur deux objectifs majeurs :

1. Adopter et promouvoir un marché des capitaux

- Offrant des produits d'épargne répondant aux besoins des citoyens;
- Allouant des capitaux à des investissements créateurs de valeur dans une économie « réelle, innovante et durable ».

2. Créer et renforcer un marché européen intégré des capitaux qui soit concurrentiel, profond et liquide afin de maintenir l'UE au rang des deux plus grandes Places financières du monde.

Pour atteindre ces deux objectifs, le groupe d'experts suggère aux autorités européennes et nationales de se concentrer sur quatre actions :

1. Générer plus **d'épargne et d'opportunités d'investissement à long-terme**;
2. Développer **le marché des actions**;
3. Accroître la **fluidité des flux financiers entre les places financières de l'UE** ;
4. Développer des outils de financement de la dette, du crédit et du forex de manière à accroître le rôle de l'euro.

Dans le cadre de l'action numéro trois relative à la fluidité des flux financiers mentionné ci-dessus, **le groupe propose notamment les actions suivantes pour le post marché** :

- La révision du règlement sur **les dépositaires centraux de titres**;
- Le renforcement **des marchés de valeurs mobilières** et la clarification des incertitudes juridiques relatives à la réglementation des valeurs mobilières ;
- La suppression des obstacles dans le domaine des infrastructures post-marché identifiés par le Forum européen sur le post-marché notamment afin **d'harmoniser la retenue à la source** ;
- L'application d'un **système consolidé de publication** pour les actions et les instruments financiers tel que prévu par MiFID II ;
- La promotion de la distribution de produits financiers à travers **les innovations technologiques** tels que les DLTs, les crypto-assets, les facilitateurs d'innovations tels que l'EFIF (le Forum européen de facilitateurs d'innovation);
- La réévaluation de l'équilibre réglementaire et prudentiel en renforçant le niveau 1 et en réduisant les options de transpositions nationales ;
- L'amélioration des structures de supervision afin d'éviter la concurrence entre les autorités nationales de supervision;
- L'octroi à l'ESMA d'une fonction de **supervision directe ou indirecte sur les plateformes de négociation importante de l'UE**;
- Le renforcement de **l'efficacité des régimes (nationaux) d'insolvabilité**;

- L'amélioration du **marché des paiements instantanés** pour plus d'efficacité et de concurrence;
- L'accélération de la mise en place du **point d'accès électronique européen**.
- Le renforcement de l'application de la directive sur l'engagement des actionnaires ;



PLATEFORMES DE FINANCEMENT PARTICIPATIF : UN COMPROMIS FINALEMENT TROUVÉ AU CONSEIL

Le premier texte relatif à la FinTech prendra-t-il enfin vie? Alors que le Parlement européen avait adopté son rapport¹ sur la proposition² de règlement relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises le 26 mars dernier, le Conseil de l'Union européenne a finalement publié son compromis³ politique le 25 juin 2019. La proposition de la Commission européenne de créer un « 29^{ème} régime optionnel » n'avait pas reçu le soutien du Conseil de l'Union européenne.

Le compromis du Conseil de l'Union européenne vient largement amender la philosophie du projet de règlement. Alors que la Commission européenne avait limité le règlement uniquement aux projets inférieurs à 1 million d'euros, le Conseil de l'Union s'est aligné sur la proposition du Parlement européen de relever ce plafond à 8 millions d'euros sur une période de un an.

Du côté des compétences de l'ESMA, la Commission envisageait de lui confier des compétences d'autorisation et de supervision des plateformes. Les co-législateurs ont tous deux retoqué cette disposition : le Parlement souhaite confier à l'ESMA une tâche de médiation alors que le Conseil propose que l'ESMA soit en charge d'établir un registre répertoriant les plateformes de crowdfunding.

Le Conseil enrichit aussi le texte sur la conservation des fonds en autorisant l'utilisation de valeurs mobilières

ou d'autres instruments à des fins de crowdfunding qui devront être remis soit aux prestataires de services de financement participatif soit à un dépositaire qui sera tenu de conserver les fonds.

Nouveauté introduite par les représentants des Etats membres, la création de deux catégories d'investisseurs : les investisseurs avertis/qualifiés (sophisticated investors) et les investisseurs non avertis/qualifiés (non-sophisticated investors). Les investisseurs avertis sont définis comme « conscients des risques associés aux investissements sur les marchés de capitaux et possédant des ressources suffisantes pour assumer ces risques ».

Cette distinction entre les investisseurs permettra notamment d'imposer des montants d'investissement maximum aux investisseurs non avertis. Le Conseil propose un seuil minimal de 1000 euros ou de 10% du montant du projet. Par ailleurs, l'investisseur « non-averti » pourra retirer sa participation au projet sans avoir à fournir de justification.

Les négociations interinstitutionnelles entre le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne ont débuté le 23 septembre 2019. À noter que le nouveau rapporteur nommé est Eugen Jurzyca (SK, ECR) en remplacement d'Ashley Fox (UK, ECR).

1 Résolution législative du Parlement européen du 27 mars 2019 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises

2 Proposition de règlement relatif aux prestataires européens de services de financement participatif pour les entreprises

3 Proposal for a Regulation for Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business



LIBRA ET MONNAIES VIRTUELLES : LES RÉGULATEURS SE METTENT EN ORDRE DE BATAILLE

Le lancement du Libra, monnaie virtuelle de Facebook, inquiète les autorités européennes et internationales. Gérée par une association de vingt-six partenaires, dont Whatsapp, Visa, Spotify ou encore Uber, le Libra devrait permettre à plus de deux milliards d'utilisateurs de payer facilement et rapidement en ligne. Si sa cryptomonnaie rencontre le succès espéré, Facebook pourrait même proposer des services plus variés, par exemple la fourniture de crédits.

Le lancement du Libra est prévu pour 2020, mais pourrait être contré par les régulateurs européens et internationaux. En effet, le Conseil de Stabilité Financière (FSB) et les Autorités de Surveillance Européennes (ESAs) ont alerté les banquiers centraux et ministres des finances du G20 sur la nécessité de contrôler le développement des monnaies virtuelles et en particulier du Libra. Dans son audition devant le Parlement Européen, Valdis Dombrovskis, futur vice-président exécutif de la Commission Européenne, a annoncé que la Commission proposera une législation sur le Libra.

Selon les régulateurs, une monnaie telle que le Libra pourrait être une menace pour la stabilité financière, car por-

teuse d'un risque systémique global. Le vide juridique qui l'entoure met également en évidence le besoin de définir un cadre règlementaire qui lui serait adapté. Yves Mersch, membre du directoire de la Banque Centrale Européenne (BCE), insiste sur les liens entre monnaie et souveraineté et qualifie toute monnaie non soumise à une autorité de surveillance indépendante mandatée par une institution souveraine d'« aberration ».

D'autres monnaies comparables au Libra sont en développement. Des entreprises telles qu'Amazon et Google réfléchissent elles aussi à créer leur propre monnaie numérique. Les questions posées par le lancement du Libra sont l'expression d'un phénomène qui prendra de l'ampleur dans les années à venir.

Les régulateurs, pour faire face aux changements dans le domaine monétaire, comptent sur leur capacité d'innovation technologique. Le Ministre des Finances français, Bruno Le Maire, a évoqué la possibilité de créer une monnaie numérique publique, gérée par les banques centrales. Cette initiative existe déjà en Chine, qui travaille sur un crypto yuan depuis 2014.



VERS UNE DÉCENTRALISATION DES SERVICES FINANCIERS ?

Dans son rapport¹ publié en juin 2019, le Conseil de la Stabilité Financière (Financial Stability Board – FSB) revient sur les potentiels dangers, en matière de stabilité financière et de surveillance, de la décentralisation par les innovations financières.

À l’heure actuelle, les deux technologies financières qui pourraient avoir des conséquences sur stabilité financière sont les DLTs (Technologies de registres distribués) et les plateformes en ligne de pair-à-pair (P2P).

Ces technologies, définies par le FSB comme «des technologies qui peuvent réduire ou éliminer les processus centralisés ou le besoin d’intermédiaires traditionnellement impliqués dans la fourniture de services financiers» se déclinent en trois domaines :

1. la prise de décision, notamment dans le cadre de la gestion des instruments financiers,
2. la gestion de la prise de risques
3. la gestion des données, pour leur stockage et leur analyse par le biais de registres distribués tel que la blockchain.

Le FSB vient rassurer les acteurs des services financiers et

les régulateurs en déclarant que la décentralisation des activités financières restera, du moins à court-terme, limitée et que dans l’immédiat, elle ne représente pas une menace pour la stabilité financière ni pour la structure actuelle de surveillance.

À moyen terme cependant, le FSB estime que la décentralisation pourrait avoir des conséquences sur la stabilité financière notamment du fait de la concentration de la propriété et de l’exploitation des infrastructures clés, de la concentration des technologies et des données, d’une plus grande procyclicité des risques et d’une protection plus faible du consommateur.

La décentralisation par le biais de ces technologies pourrait aussi avoir un impact économique sur les marchés de capitaux, l’allocation de prêts, les systèmes de paiements et le financement du commerce transfrontalier.

Enfin, et a contrario de ces précédentes conclusions ; le FSB estime que la décentralisation des activités financières pourrait être bénéfique pour la stabilité financière puisqu’elle pourrait favoriser la concurrence ce qui permettrait de réduire l’importance systémique de certains acteurs.

¹ FSB, Decentralised financial technologies Report on financial stability, regulatory and governance implications, 6 juin 2019



CADRE RÉGLEMENTAIRE DES FINTECH : POUR L'ESMA ET L'EBA « WAIT AND SEE »

L'Autorité européenne bancaire (EBA) et l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ont toutes deux publié un rapport en juillet 2019 relatif à la nécessité (ou à l'absence de besoin) d'adapter le cadre réglementaire européen aux innovations technologiques.

Dans son rapport, l'EBA revient sur l'évolution du périmètre réglementaire au sein de l'UE, le statut réglementaire des FinTech et les approches suivies par les autorités compétentes pour l'octroi des autorisations de la distribution de services bancaires et de services de paiement.

L'EBA note que le statut réglementaire national des FinTech dotées de modèles commerciaux ou de mécanismes de distribution innovants montre deux évolutions :

- **Le passage des activités non réglementées à des activités réglementées** : pour exemples, les services d'initiation de paiement et les services d'information sur les comptes sont désormais soumis à la directive services de paiements (PSD II);
- **La nature auxiliaire/non-financière des services fournis par les entreprises FinTech non soumises à un régime réglementaire.**

L'EBA alerte sur le fait que le peu de développements législatifs au niveau national pourrait résulter en un marché non harmonisé au niveau européen. Elle note néanmoins que les autorités nationales appliquent les principes de proportionnalité et de flexibilité de la même manière que le demandeur présente ou non un modèle d'entreprise ou un mécanisme de distribution traditionnel ou innovant.

À l'instar de l'EBA, l'ESMA note que les autorités nationales ne font pas de distinction entre les acteurs traditionnels et les FinTech dans le cadre de leurs procédures d'autorisation et de supervision.

L'ESMA souligne que les domaines principaux où se posent des problèmes de réglementation - car les entreprises de technologies financières ne s'intègrent pas parfaitement dans les règles existantes - concernent les crypto-actifs, les ICO (Initial Coins Offering) et les DLT (Distributed Ledger Technologies). Dans le cadre d'une enquête menée

auprès des autorités nationales, l'ESMA souligne la nécessité de plus de clarté en ce qui concerne la définition des instruments financiers et la nature juridique des crypto-actifs.

Les réponses des autorités nationales ont permis de confirmer l'avis de l'ESMA de janvier 2019 relatif aux crypto-actifs. Celui-ci concluait que certains jetons sont des instruments financiers soumis à la réglementation financière alors que ceux qui ne sont pas considérés par le droit comme des instruments financiers, devraient au moins être soumis à un niveau de réglementation minimal.

Les enquêtes de l'ESMA menées auprès des autorités nationales ont aussi permis de révéler la nécessité de clarifier davantage les processus de gouvernance et de gestion des risques associés à la fois à la cyber-sécurité et à l'externalisation des données en cloud.

L'ESMA souligne qu'il existe un lien direct et des interdépendances entre les facilitateurs d'innovation et la détermination des régimes réglementaires à appliquer les modèles commerciaux innovants des Fintech.

Dans ce cadre, les facilitateurs d'innovation jouent un rôle central pour cartographier les approches réglementaires appliquées aux FinTech et dans l'identification des domaines dans lesquels la législation et les exigences en matière de licences doivent être modifiées et adaptées. Par ailleurs, les facilitateurs d'innovation, en particulier les sandbox réglementaires, peuvent avoir un impact sur le régime de licence des technologies financières et conduire à des divergences par rapport aux autres juridictions.

L'ESMA estime donc que les modèles économiques les plus innovants peuvent fonctionner dans le respect des règles européennes en vigueur. Elle ne fait pas de recommandations supplémentaires concernant des modifications de la réglementation de l'UE à ce stade. L'Autorité en appelle néanmoins à favoriser la convergence des autorités de surveillance s'agissant des crypto-actifs dans l'ensemble 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



EURALIA

Réalisée par EURALIA,
Conseil en affaires publiques

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

Mathilde Quembre
mathilde.quembre@euralia.eu

Marie Vial
Marie.vial@euralia.eu