

France Post-Marché



La Lettre européenne

de  France
Post-Marché

NUMÉRO 39
JANVIER À MARS 2023

Éditorial

En attendant la stratégie pour les investissements de détail3

Règlement/Livraison

Une évolution sans révolution : les députés adoptent leur position sur la révision de CSDR4

La BCE achève la consolidation de TARGET et TARGET2SECURITIES au sein d'une plateforme unique5

Gestion d'actifs

Le Parlement adopte sa position sur la révision d'AIFMD.....6

L'ESMA ouvre de nouvelles initiatives concernant le post-marché.....7

Better Finance appelle à désintermédier les services de post-marché en matière de droit de vote des actionnaires8

Marchés financiers

Road to the trilogue : les députés européens ouvrent la voie à un compromis sur la révision technique de MIFID II et MiFIR9

EMIR 3.0 : Danuta Maria HUBNER nommée rapporteure sur le texte..10

Politique des services financiers

BREXIT : les divergences réglementaires sous la loupe d'une étude du Parlement européen 11

Finance durable

La Commission étudie la faisabilité d'un indice et label ESG européens pour les produits d'investissement 12

EN ATTENDANT LA STRATÉGIE POUR LES INVESTISSEMENTS DE DÉTAIL : BATAILLE RANGÉE POUR UNE GUERRE DE POSITIONS

C'est une levée de boucliers généralisée à laquelle doit faire face la commissaire Mairead McGuinness depuis près de dix mois. A mesure que la publication de la stratégie pour les investissements de détail (RIS) approche, le secteur financier n'a cessé de réaffirmer son opposition à une possible interdiction des commissions. L'industrie met ainsi en avant le rôle clé que le conseil apporte aujourd'hui, et le big bang réglementaire qu'une interdiction entraînerait pour les Places. Au grand dépit de cette dernière, la commissaire semble malgré tout chercher à faire passer sa réforme « emblématique » coûte que coûte afin d'assurer « un conseil non-biaisé pour les consommateurs ». Au-delà de l'industrie, les acteurs institutionnels ont commencé eux aussi à entrer dans la bataille afin de préserver leur modèle national et leurs intérêts économiques.

Jusqu'à -officiellement du moins- l'opposition des Etats membres se limitait à la France, l'Allemagne et l'Autriche, mais les dernières informations font état de la création d'une coalition significative d'Etats membres afin de s'opposer à l'interdiction des « inducements ». Une position répercutée de façon policée, par les autorités de supervision européennes (ESMA, EIOPA) et nationales (ACPR, AMF, Bafin) qui ne semblent pas convaincues par une mesure aussi « radicale ». Même au sein de la Commission européenne, Mairead McGuinness semble de plus en plus isolée sur sa volonté de porter une telle mesure. Forte et nécessaire pour les uns, disproportionnée et dangereuse pour les autres.

Il apparaît que sa proposition ne soulève pas d'engouements particuliers au-delà des traditionnels soutiens du *ban*. De même, du côté du Parlement européen, les groupes Socialistes & démocrates (S&D) et Verts/ALE, qui avaient pourtant défendu l'introduction d'une interdiction des commissions durant la révision de MiFID II, sont restés relativement en retrait. L'aile gauche au Parlement semble donc hésiter à investir du capital politique dans un projet qui peinera à aboutir dans le cadre du jeu de force actuel.

Les défenseurs du *statu quo* ont, au contraire, réussi à mobiliser l'ensemble du secteur financier européen autour d'une position commune : une interdiction des commissions est nuisible pour la compétitivité du secteur, pour l'accès des investisseurs de détail à un conseil abordable et humain et mettrait à mal les efforts laborieux de mobilisation de l'épargne en faveur des transitions vertes et numériques.

Alors que l'Union fait figure de parent pauvre en terme d'investissement et de mobilisation de l'épargne des particuliers et que les besoins de financements pour atteindre les objectifs en matière de durabilité ne cessent de croître, peu sont les acteurs à vouloir procéder à un big bang de l'organisation des marchés de capitaux européens et en assumer les risques. Une telle révolution déstabiliserait dans la durée et en profondeur le secteur, et pourrait avoir un impact négatif sur l'orientation des capitaux vers l'économie réelle et la transition verte

La désintermédiation à tout prix semble un remède éculé à des problèmes complexes et appelant à des solutions dans l'ère du temps.

EURALIA

UNE ÉVOLUTION SANS RÉVOLUTION, LES DÉPUTÉS ADOPTENT LEUR POSITION SUR LA RÉVISION DU RÈGLEMENT SUR LES DÉPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES (CSDR)



L'adoption le 1 mars 2023 du [rapport](#) du rapporteur Johan van OVERTVELDT (ECR, BE) en commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen puis sa validation en plénière le 15 mars 2023 signe le coup d'envoi des trilogues sur le texte.

Obtenue à une très large majorité, la position du Parlement européen s'explique en partie par le maintien du régime de rachat d'office. En effet, malgré les recommandations de la Banque centrale européenne (BCE) et la position du rapporteur qui appelaient à supprimer purement et simplement ce régime, la mouture définitive de l'accord entre parlementaires a maintenu ce dernier. Il n'en demeure pas moins que le régime de *mandatory buy-in* a été sévèrement restreint afin de ne l'appliquer qu'en dernier recours, dans le cas où toutes les autres solutions venaient à échouer. Ainsi, les députés européens ont introduit un certain nombre de garde-fous : la Commission devra consulter le Comité européen du risque systémique (ESRB) et l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) avant de pouvoir l'utiliser. L'ESMA devra évaluer à travers une étude sur les coûts/bénéfices si l'utilisation des rachats d'office est judicieuse. Les députés ont par ailleurs choisi d'exempter de l'obligation de devoir procéder à un rachat d'office les cas où les contreparties impliquées ne seraient pas responsables de l'échec de la transaction.

Dernière garantie introduite par les députés : le régime ne devrait s'appliquer que si les sanctions pécuniaires faillissent -même après révision- à apporter une solution au niveau élevé de défaut de règlement dans l'Union.

Concernant les autres dispositions du texte, les députés européens ont souhaité renforcer le rôle de supervision de l'ESMA en ce qui concerne les dépositaires centraux

de titres (DCT) d'importance significative, et imposer de façon systématique la consultation de la Banque centrale européenne pour les actes délégués adoptés dans le cadre du règlement CSDR. De même, les députés ont suivi les [recommandations](#) de la Banque centrale européenne (BCE) en ce qui concerne les services auxiliaires de type bancaire pouvant être proposés par les DCT. Ces derniers ne pourront donc proposer de tels services que pour *« régler le volet «espèces» correspondant à tout ou partie du système de règlement de titres du DCT qui souhaite utiliser les services accessoires de type bancaire, et pas pour exercer d'autres activités. Ce volet «espèces» ne devrait pas être libellé dans la devise du pays dans lequel est établi le DCT qui souhaite utiliser ces services.»*

Particularité vis-à-vis de la [position](#) du Conseil, les euro-députés ont introduit des dispositions renforçant la surveillance par les DCT des accords de compensation mis en place pour le règlement sur une base nette.

Si, la position des députés et celle du Conseil se rejoignent sur de nombreux points, comme le régime de rachat d'office, le rapporteur Johan van OVERTVELDT (ECR, BE) a dit s'attendre des négociations difficiles, en particulier pour ce qui est de la supervision des DCT et le renforcement des obligations pour les DCT issus de pays tiers. La position du Parlement européen préconise en effet un élargissement des activités pour lesquelles les DCT situés dans un pays-tiers devront demander une reconnaissance. Ainsi, le régime de reconnaissance pour les DCT a été étendu aux services de règlement de titres, des services notariaux et des services de tenue centralisée de comptes.

L'adoption des positions respectives des colégislateurs ouvre désormais la voie aux trilogues.

LA BCE ACHÈVE LA CONSOLIDATION DES SYSTÈMES TARGET2 ET TARGET2 SECURITIES AU SEIN D'UNE PLATEFORME UNIQUE

Le 20 mars 2023, la Banque centrale européenne a [lancé](#) la nouvelle plateforme T2-T2S, cette dernière est issue de la consolidation des systèmes TARGET2 et TARGET2-SECURITIES (T2S).

Le nouveau système devrait ainsi consolider sur une plateforme commune le système de règlement brut en temps réel TARGET2 et le système de règlement-livraison de titres TARGET2 Securities. Principale innovation du nouveau système, le dispositif central de liquidité (CLM) devrait ainsi permettre aux participants de « *centraliser le suivi et la gestion de la capacité de paiement en monnaie de banque centrale des participants autour d'un compte espèces principal (MCA)* » et de ségréguer les interactions avec la banque centrale de l'usage optionnel des services d'infrastructures de marché. Depuis le MCA, les participants devraient pouvoir piloter et allouer la liquidité entre les différents services optionnels de règlement (service de règlement brut en temps réel, T2S, ou service de règlement brut en monnaie de banque centrale des paiements instantanés (TIPS)). Le MCA devrait alors servir de support à l'ensemble des opérations de banque centrale : constitution des réserves obligatoires, participation aux opérations de politique monétaire, accès au crédit intrajournalier et aux facilités permanentes. La norme de message ISO 20022 remplacera les normes utilisées par TARGET2 permettant d'améliorer le fonctionnement du système et assurer son interopérabilité avec T2S. Cette consolidation devrait permettre de proposer des services modernisés et plus sûrs ainsi que de réduire les coûts opérationnels en recourant à des technologies de pointe.

En amont de cette consolidation, la Banque centrale européenne (BCE) a publié un [rapport](#) dressant une évaluation du fonctionnement de TARGET 2 Securities (T2S) et sa conformité avec les principes pour les infrastructures de marchés financiers (PFMI) développés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO). Ce rapport souligne que T2S, lancé en 2018, répond de façon réussie aux principaux objectifs fixés par les PFMI afin d'assurer le fonctionnement efficace et sécurisé des infrastructures de marchés.

La consolidation donnant naissance à la plateforme commune T2 et T2S s'inscrit dans la stratégie « *Vision 2020* » approuvée par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) en 2016. Cette stratégie comporte comme premier volet le développement d'une offre de règlement brut en monnaie de banque centrale des paiements instantanés (TIPS) afin d'accompagner le développement des systèmes de paiement innovants ; celle-ci a vu le jour en 2018. L'achèvement de la consolidation T2/T2S ouvre ainsi la voie au dernier pilier de la « *Vision 2020* » : le développement d'un outil commun de gestion du collatéral, appelé ECMS (*Eurosystem Collateral Management System*), qui permettra de fournir à l'Eurosystem une application de gestion harmonisée du collatéral éligible aux opérations de politique monétaire. Cette harmonisation devrait permettre de fusionner les applications domestiques actuellement utilisées. Ce projet approuvé par le Conseil des gouverneurs en 2017 devrait officiellement voir le jour en novembre 2023.



LE PARLEMENT ADOPTE SA POSITION SUR LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE AIFM

Les parlementaires membres de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) ont adopté leur position sur la proposition de révision de la directive relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) et de la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

Cette proposition de révision, initiée par la Commission européenne et présentée dans le cadre du paquet législatif « Union des marchés des capitaux » de novembre 2021, propose une actualisation des règles relatives aux fonds spéculatifs, aux fonds communs de créance et aux autres fonds d'investissement qualifiés d'alternatifs. La révision insiste en particulier sur les accords de délégation, la gestion du risque de liquidité, les rapports de surveillance, la fourniture de services de dépôt et de garde, et l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs (FIA).

Les parlementaires ont adopté leur rapport à une très large majorité : 51 voix pour, 3 voix contre et 1 abstention. Ils ont également voté en faveur de l'ouverture des négociations interinstitutionnelles, sur la base de ce même rapport. Pour rappel, les Etats membres ont adopté leur position en juin 2022.

Encadrement de l'activité de délégation

D'après la position adoptée, les parlementaires souhaitent encourager le développement et une meilleure reconnaissance de l'activité de délégation, grâce à un cadre réglementaire garantissant la protection des investissements ainsi que des niveaux élevés de rentabilité pour les gestionnaires et les fonds d'investissements.

Le rapport de la commission ECON élargit le concept de délégation à d'autres domaines que la seule gestion de portefeuille et de risque : les parlementaires proposent une extension à toutes les fonctions énumérées à l'annexe I de la directive AIFMD et aux services auxiliaires définis à l'annexe VI (par exemple, les services de gestion collective de portefeuille, les mandats distincts, le conseil en investissement). Seraient ainsi inclus des services tels que l'administration et la commercialisation, fonctions qui sont souvent exercées par des administrateurs tiers et des agents de placement.

Les révisions précisent que la délégation, ou toute autre sous-délégation, n'affecte pas la responsabilité du gestionnaire à l'égard du fonds alternatif et de ses investisseurs pour les questions déléguées, quel que soit le statut réglementaire ou le lieu d'établissement du délégataire. Une exception est toutefois prévue pour que les fonctions des agents de distribution qui agissent pour leur propre compte ne soient pas considérées comme une délégation,



quel que soit l'accord de distribution conclu avec le gestionnaire.

Fonds d'émission de prêts

Concernant les fonds d'émission des prêts, le Parlement est resté prudent en fixant un taux de rétention de 5%, afin d'éviter les risques pour l'investisseur et la décapitalisation du fonds. Plusieurs dérogations sont toutefois prévues.

Dans sa proposition initiale, la Commission estimait que la directive AIFM ne contenait pas d'exigences spécifiques concernant les risques liés aux activités de prêt direct, et que les différentes règles et réglementations au niveau des États membres avaient pour effet de promouvoir l'arbitrage réglementaire et des niveaux variables de protection des investisseurs.

Les principales propositions de la commission ECON à ce sujet sont plus détaillées: les parlementaires proposent ainsi une disposition transitoire de cinq ans pour les gestionnaires de fonds alternatifs gérant des fonds alternatifs émetteurs de prêts avant la mise en application de la directive révisée, ainsi qu'une conformité présumée pour les fonds émetteurs de prêts préexistants qui ne lèvent pas de capitaux supplémentaires après l'expiration du délai de cinq ans.

Une limite de 20 % pour les prêts à un seul emprunteur si cet emprunteur est un organisme financier, un organisme de placement collectif ou une entreprise d'investissement au sens de la directive MiFID II est prévue afin de permettre une certaine souplesse pour les fonds qui augmentent ou réduisent leur capital ou vendent des actifs à

la fin de la durée de vie du fonds alternatif.

Le rapport de la commission ECON prévoit également une disposition selon laquelle un fonds alternatif d'octroi de prêts doit être structuré comme un fonds fermé, sauf si le gestionnaire ne peut pas démontrer à son ANC la solidité des liquidités de son fonds alternatif. Il est prévu que l'ESMA adopte des normes techniques réglementaires sur les critères spécifiques à appliquer.

Commercialisation de fonds alternatifs auprès des investisseurs de détails

Le rapport adopté par les parlementaires insère également l'obligation pour un gestionnaire gérant un fonds alternatif commercialisé auprès d'investisseurs de détail de veiller à ce qu'au moins un membre de son organe de direction soit un administrateur non exécutif indépendant de caractère et de jugement et disposant d'une expertise et d'une expérience suffisantes pour être en mesure de juger si le gestionnaire gère les fonds alternatifs dans le

meilleur intérêt des investisseurs. Cet administrateur non-exécutif contribue à garantir que le gestionnaire respecte les exigences relatives aux conflits d'intérêts et qu'il agit dans le meilleur intérêt des fonds alternatifs et de leurs investisseurs.

Prochaines étapes

Dans la perspective de parvenir à une position commune, les négociations interinstitutionnelles ont officiellement débuté le 8 mars 2023, sur la base des positions respectivement adoptées par le Parlement et le Conseil. La prochaine réunion de trilogues entre colégislateurs devrait avoir lieu le 19 avril.

Une fois un accord conclu sur le texte de révision de la directive, il reviendra aux Etats membres l'obligation de transposer les dispositions réglementaires en droit interne dans un délai de deux ans. Une entrée en application des dispositions révisées n'est donc pas à attendre avant 2025.

L'ESMA OUVRE DE NOUVELLES INITIATIVES CONCERNANT LE POST-MARCHÉ

Dans le cadre de son rôle de supervision des infrastructures de marché européennes l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a procédé à la publication de plusieurs initiatives concernant les infrastructures de marché.

Une consultation portant sur les lignes directrices concernant les référentiels centraux de données

Le 28 mars 2023, l'ESMA a annoncé [consulter](#) les parties prenantes concernant l'amendement de ses lignes directrices pour les référentiels centraux de données pour ce qui est du calcul des positions dans le cadre du règlement relatif à l'infrastructure du marché européen (EMIR).

L'amendement des lignes directrices de l'ESMA vise à assurer la qualité des données concernant les positions sur instruments dérivés détenues par les institutions financières et leur cohérence avec le règlement révisé d'EMIR (*EMIR refit*). L'ESMA met en avant des modifications ciblées des lignes directrices existantes permettant de limiter le coût de mise en place et d'en faciliter l'application.

Les parties prenantes intéressées ont jusqu'au 9 mai 2023 pour transmettre leur réponse à l'ESMA. Cette dernière prévoit de publier son rapport sur ses lignes directrices au 3e trimestre 2023 en amont de l'application d'EMIR refit le 29 avril 2024.

Un rapport sur la supervision des dépositaires centraux de titres (DCT) ayant des activités transfrontières

Le 15 février 2023, l'ESMA a [publié](#) son évaluation des dépositaires centraux de titres ayant des activités transfrontières. Si dans l'ensemble l'ESMA se montre satisfaite de la supervision mise en place par les autorités nationales elle relève un manque flagrant de coopération entre les autorités qui agissent comme superviseur du pays d'origine et celles qui agissent comme superviseur du pays d'accueil. En conséquence, l'ESMA recommande aux autorités nationales de faire de la supervision des activités transfrontières une priorité et d'accroître la coopération avec leur contrepartie en matière de supervision.

Une consultation afin d'améliorer la transparence post-négociation

Le 19 janvier 2023, l'ESMA a [ouvert](#) une consultation concernant la transparence post négociation. L'ESMA souhaite en effet amender ses orientations afin d'améliorer la qualité des données publiées en matière de transparence post-négociation. Cette consultation permettra en parallèle de recevoir les avis des parties prenantes concernant le futur manuel sur la transparence post-négociation qui devrait recenser les différentes règles en la matière (niveau 1, 2 et 3) au sein d'un unique document. Les parties prenantes ont eu jusqu'au 31 mars 2023 pour transmettre leurs commentaires.

BETTER FINANCE APPELLE À DÉSINTERMÉDIER LES SERVICES DE POST-MARCHÉ EN MATIÈRE DE DROIT DE VOTE DES ACTIONNAIRES

« Les services de post-marché relatifs à l'application des droits des actionnaires n'ont pas vocation à être laissés entièrement à la main des banques ou de leurs services tiers ». C'est en ces termes que s'ouvre le rapport [publié](#) par Better Finance, l'association européenne des épargnants et des usagers des services financiers, le 24 janvier 2023.

Le constat est fait par *Better Finance* qu'une très infime part des actionnaires particuliers arrivaient à faire valoir leurs droits. En effet, l'association européenne souligne que, selon son étude, seulement 48% des personnes interrogées ont été capables de voter lors des assemblées générales, un chiffre en augmentation de 14%. D'autant plus que 63% de ceux-ci ont dû chercher par eux-mêmes les informations relatives à l'assemblée générale et à l'exercice de leurs droits alors que ces éléments auraient dû leur être automatiquement transmis. *Better Finance* alerte aussi sur les frais élevés demandés aux actionnaires afin de pouvoir voter aux assemblées générales : 64% des répondants ont dû payer des frais allant de 20 à 250 euros, un nombre en augmentation par rapport à 2021 puisqu'ils n'étaient que 50%. Pour *Better Finance*, ce coût important dissuade les investisseurs de détail d'exercer leurs droits. En conséquence, elle propose que leur exercice demeure gratuit pour les particuliers et soit entièrement pris en charge par les émetteurs.

De même, l'association de défense des investisseurs pointe du doigt les comptes *omnibus* proposés par les dépositaires centraux de titres (DCT), responsables selon elle du manque de transmission d'informations entre les émetteurs et leurs actionnaires. L'association appelle donc à réviser le règlement relatif aux dépositaires centraux de

titres (CSDR) afin d'assurer que les comptes *omnibus* ne puissent plus être un frein à l'exercice des droits fondamentaux des actionnaires. Ce manque de transmission d'informations est d'autant plus prégnant que la norme ISO 20022 qui a pour vocation de faciliter les échanges entre les intermédiaires et l'actionnaire n'est toujours pas appliquée alors que sa mise en oeuvre était initialement prévue pour novembre 2021.

Dans son rapport, *Better Finance* étudie la capacité des « *néo-courtiers* » à assurer le bon exercice des droits des actionnaires. Les conclusions de l'association mettent en lumière que ces courtiers exerçant leur activité principalement via des outils numériques faillissent à permettre aux actionnaires d'exercer correctement leurs droits que ce soit parce que leur business model se base sur le prêt d'instruments financiers ou parce que dans les faits ils ne proposent pas ce type de services.

En conclusion, *Better Finance* appelle à améliorer l'exercice du droit des actionnaires et appliquer pleinement la directive relatif au droit des actionnaires (SRD) en désintermédiant autant que possible les échanges entre les émetteurs et les actionnaires. L'association recommande l'introduction d'une définition harmonisée au niveau européen de l'actionnaire final (soit celui qui assume le risque financier, perçoit des dividendes et bénéficie de certains droits) afin que celui-ci reçoive l'information qu'il est en droit de recevoir de la part de l'émetteur sans blocage de la part des chaînes d'intermédiaires. Enfin, afin de bénéficier des apports de la technologie des registres distribués (DLT) et de la blockchain, *Better Finance* suggère de développer ces initiatives permettant la communication directe sans intermédiaire.



ROAD TO THE TRILOGUE : LES DÉPUTÉS EUROPÉENS OUVRENT LA VOIE À UN COMPROMIS SUR LA RÉVISION TECHNIQUE DE MIFID II ET MIFIR

Le 1er mars 2023, les eurodéputés de la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen ont adopté à une large majorité leurs rapports sur la révision de la [directive](#) et du [règlement](#) relatifs aux marchés d'instruments financiers (MIFID II et MiFIR). La rapporteure, sur les deux textes, Danuta Maria HUBNER (PPE, PL) a salué l'accord obtenu et s'est dite prête à entrer en négociation interinstitutionnelle dès que possible.

Point clé de ce *MiFID II/MiFIR refit*, l'interdiction de la pratique consistant à se faire payer en échange de l'acheminement d'ordres de clients en vue de leur exécution (PFOF ou *payment for order flow*) a finalement été maintenue par les députés européens. L'opposition de certains députés du groupe PPE et du groupe Renew a fait long feu et il semble que les différents groupes politiques se soient rangés derrière l'avis de la rapporteure et de la Commission européenne. En contrepartie, la proposition du groupe S&D soutenue par le groupe des Verts/ALE d'interdire de façon définitive le modèle de rémunération fondé sur le commissionnement n'a pas été incluse dans le texte final. Ce débat a été renvoyé à la future stratégie pour les investissements de détail (RIS).

Les députés des groupes Verts/ALE et S&D ont cependant obtenu gain de cause sur la question d'un durcissement des règles en matière de négociation d'instruments dérivés sur les matières premières. Malgré l'avis défavorable de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), les députés ont approuvé l'introduction de plusieurs dispositions visant à réduire les exemptions dont bénéficient certaines entités non-financières lorsqu'elle négocient des instruments dérivés sur matières premières. Autre proposition de groupe des Verts/ALE retenue, il a été attribué à l'ESMA le soin d'évaluer les effets que pourrait avoir

l'introduction d'une durée minimale de détention concernant les instruments dérivés sur matières premières.

Second sujet clé de cette révision : la mise en place de règles permettant de faire émerger un système consolidé de publication (CT) a été approuvée par les députés. Ils ont opté pour que l'ESMA sélectionne et autorise en priorité un CT pour les obligations puis dans un second temps pour les actions et les fonds indiciels (ETF), et en dernier lieu pour les instruments dérivés.

Pour ce qui est des amendements techniques modifiant la directive, les députés ont proposé de réduire le nombre d'entités relevant du régime des internalisateurs systématiques, de supprimer les obligations de reporting en matière de « *meilleure exécution* » dans le cadre de l'article 27(3) de MiFID II et de renforcer les règles en ce qui concerne la transparence en rendant obligatoire pour les entreprises d'investissement d'informer leur client du lieu où leur transaction a été exécutée. Du côté du règlement, les eurodéputés ont souhaité que l'ESMA surveille le calibrage du « *plafond unique de volume* » (*single volume cap*) fixé à 7% pour les transactions pouvant bénéficier de la dérogation aux règles en matière de transparence. Ils souhaitent par ailleurs que la Commission européenne et l'ESMA formulent des propositions afin d'améliorer les règles en matière de négociation opaque.

Les députés sont par ailleurs allés plus loin pour ce qui est des outils de supervision à disposition des Autorités afin d'autoriser et d'encadrer la suspension de négociation de titres en cas de situation exceptionnelle.

Le Conseil ayant adopté sa position en décembre 2022, les trilogues vont pouvoir débiter.



EMIR 3.0 : DANUTA MARIA HUBNER NOMMÉE RAPPORTEURE SUR LE TEXTE

Malgré les récentes améliorations des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (signature du « [cadre de Windsor](#) »), la Commission européenne accélère ses efforts afin de renforcer l'autonomie stratégique du Vieux continent en matière de services financiers. La Commission européenne a ainsi adopté le 7 décembre 2022 un paquet législatif composé d'une proposition de [règlement](#) visant à réduire l'exposition excessive aux contreparties centrales de pays tiers et d'une proposition de [directive](#) visant à limiter le risque de concentration vis-à-vis des contreparties centrales. Ce paquet nommé EMIR 3.0 se veut une « *révolution* » de la réglementation des marchés financiers européens.

En effet, dans sa proposition de règlement qui devrait amender les règlements relatifs à l'infrastructure de marché européen (EMIR), aux exigences de fonds propres (CRR) et aux fonds monétaires (MMFR) la Commission souhaite introduire une obligation de compensation dans des contreparties centrales (CCP) situées dans l'Union. Plus en détail, ce nouvel article 7 bis prévoit de rendre obligatoire pour les entités soumises à une obligation de compensation (*cf. article 4 bis et article 10 du règlement EMIR*) de détenir des comptes actifs auprès de contreparties centrales (CCP) européennes et de faire compenser auprès de ces dernières une certaine proportion des produits considérés comme d'importance systémique. La part pour chaque catégorie de contrat dérivé devra être fixée par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) en collaboration avec l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) et le Conseil européen du risque systémique (ESRB) à travers des projets de normes techniques réglementaires, un an après l'entrée en vigueur du texte.

Cette obligation de compensation s'accompagne de l'obligation pour les membres compensateurs et les clients fournissant des services de compensation d'indiquer à leur client présentant un contrat pour compensation la possibilité de faire compenser ce contrat auprès d'une contrepartie centrale européenne (au sens de l'article 14 d'EMIR). Toutes ces mesures, en parallèle d'une clarification de la façon dont l'ESMA peut révoquer l'autorisation d'une CCP de pays tiers et d'une meilleure prise en compte du risque de concentration des contreparties dans le cadre de la compensation, devraient dans l'esprit de la Commission européenne, permettre d'inciter fortement les institutions financières à compenser davantage auprès de CCP européennes.



Les propositions de la Commission européenne ont été dans l'ensemble saluées par le Conseil européen du risque systémique (ESRB). Néanmoins ce dernier [invite](#) les colégislateurs à introduire davantage de sécurité juridique afin de ne pas pénaliser la compétitivité des entités financières européennes. De plus, en se fondant sur des considérations destinées à assurer la stabilité financière, l'ESRB s'oppose à l'extension généralisée de l'acceptation des garanties bancaires comme collatéral très liquide. L'ESRB juge également qu'en l'état, la procédure de non-objection concernant l'extension de la gamme de services des CCP pourrait poser problème. L'ESRB estime enfin que des nouvelles activités de règlement dans des devises jusqu'à non-traitées par la CCP ne devraient pas pouvoir bénéficier de la procédure simplifiée d'autorisation.

L'industrie s'est [montrée](#) plus virulente sur la proposition législative, en particulier l'association européenne des fonds et des gestionnaires d'actifs (EFAMA). Cette dernière estime que l'introduction d'une obligation de compensation auprès de CCP européennes entrerait en conflit avec l'obligation des gestionnaires d'actifs d'agir dans le meilleur intérêt de leur client. De plus, selon l'EFAMA, une telle disposition ajouterait des coûts supplémentaires et de nouvelles obligations pour les gestionnaires d'actifs. L'association s'élève donc contre cette proposition et appelle à se limiter à des mesures non-contraignantes visant à améliorer l'attractivité des CCP de l'Union européenne.

Le Parlement et le Conseil doivent dorénavant examiner le texte avant de pouvoir entrer en négociations interinstitutionnelles. Du côté du Parlement, c'est Danuta Maria HUBNER (PPE, PL) qui a été nommée rapporteure sur le paquet législatif.

BREXIT : LES DIVERGENCES RÉGLEMENTAIRES SOUS LA LOUPE D'UNE ÉTUDE DU PARLEMENT EUROPÉEN

Le 10 février 2023, la direction générale des politiques internes de l'Union du Parlement européen a [procédé](#) à une analyse des évolutions réglementaires au Royaume-Uni en matière de services financiers et leur possible implication pour l'Union européenne.

En effet, depuis le Brexit, le Royaume-Uni devrait voir sa réglementation financière diverger : tant par l'adoption de nouveaux textes que par la modification du cadre existant. En conséquence, l'étude souligne la possibilité, qu'à terme, ces divergences réglementaires soient significatives et puissent faire l'objet d'une concurrence entre les deux juridictions afin de faire bénéficier d'un avantage réglementaire (et donc compétitif) leurs secteurs financiers respectifs. Parmi les principaux cadres réglementaires examinés, l'étude relève l'absence, en l'état, de divergences importantes sur certains textes clés : Solvabilité II, Bâle III ou les règles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux évoluent, à l'heure actuelle, dans la même direction quelle que soit la juridiction. Et il ne semble pas y avoir de risque significatif de voir l'une des juridictions adopter un cadre particulièrement avantageux pour son secteur financier. En effet, concernant la transposition des règles de Bâle III, l'étude considère que le Royaume-Uni a introduit des règles fidèles à l'esprit des accords, là où l'Union européenne a souhaité proposer des déviations plus importantes, comme son application de l'*output floor*, qui devraient faire bénéficier son secteur bancaire d'exigences prudentielles allégées.

L'étude identifie cependant plusieurs domaines dans lesquels le Royaume-Uni serait amené à diverger de façon drastique des règles européennes : la finance durable et la finance numérique. A terme, le rapport souligne que l'équivalent britannique de la « taxonomie verte » pourrait être amené à diverger fortement des règles européennes. De même, afin d'attirer les entreprises de la *fintech* et de l'innovation en matière de finance numérique, Londres pourrait être amenée à favoriser un cadre réglementaire allégé dans le but de faire de sa place financière le principal *hub* mondial en la matière.

La question de l'évolution de l'intégration des marchés financiers européens et britanniques pose la question du cadre dans lequel les relations futures devront s'inscrire. L'étude estime ainsi que, selon le degré de divergence et les principaux scénarios qui se matérialiseront sur la question (une divergence réglementaire limitée, moyenne ou importante), l'Union pourrait être amenée



à adopter différentes stratégies quant à la reconnaissance des services financiers, pouvant aller d'une absence de reconnaissance à un statut de reconnaissance définitive. Mais l'étude, le rappelle : l'équivalence et le retour à un marché des capitaux uni avec Londres ne semble pas être une priorité pour la Commission.

Au contraire, l'Union affiche sa volonté de réduire sa dépendance à la Place de Londres en appliquant des restrictions additionnelles à certaines infrastructures de marché clés, comme c'est le cas pour la compensation. La révision du règlement relatif à l'infrastructure du marché européen (EMIR) met ainsi en avant de nouvelles exigences pour les contreparties centrales (CCP) situées dans des pays tiers. De même, l'étude considère que le régime d'équivalence pour les CCP tiers a vocation à être temporaire, et que pour le moment, la Commission n'envisage pas d'accorder d'équivalence définitive.

Des conclusions qui semblent partagées par la Chambre des *Lords* qui, lors d'un débat le 29 mars 2023, a pu examiner un [rapport](#) portant sur les effets du Brexit pour le secteur des services financiers. Et si les *Lords* appellent à formaliser un statut d'équivalence entre le Royaume-Uni et l'Union, ils invitent le gouvernement britannique à la plus grande prudence sur les contreparties proposées en échange d'une solution qu'ils jugent « *peu probable de porter ses fruits* ».

LA COMMISSION EUROPÉENNE ÉTUDIE LA FAISABILITÉ D'UN INDICE ET LABEL ESG EUROPÉENS POUR LES PRODUITS D'INVESTISSEMENT

Le 9 février 2023, la Commission européenne (DG FISMA) a [publié](#) un rapport analysant les différentes options possibles et le niveau de transparence requis pour développer des indices et labels ESG pour les produits d'investissement.

Ce rapport a pour objet d'identifier et d'analyser les approches possibles en vue de la création de normes minimales pour un indice de référence ESG européen. Un indice de référence européen en la matière s'inscrirait dans un objectif double de standardisation et de transparence des indices ESG au niveau UE.

La Commission souligne que la croissance rapide et la grande diversité des indices de référence ESG sur le marché ont relevé le niveau d'inquiétude des autorités quant aux pratiques de *greenwashing* et de « *blanchiment* » ESG.

D'après le rapport de la Direction générale de la Commission européenne en charge de la stabilité financière et des services financiers, les indices de référence ESG offrent aux investisseurs des indications leur permettant d'orienter leurs capitaux vers des entreprises ou secteurs d'activités générant un impact ESG positif ou, à tout le moins, de minimiser l'exposition de leurs fonds à certains risques ou domaines considérés comme non-durables.



Parmi les différents indices existants, le rapport cite en exemple les « *EU Climate Benchmarks* » lancés sur 2019 par la Commission européenne. Si cet outil a pour inconvénient de couvrir un seul des trois aspects ESG, l'environnement, il propose des normes et critères permettant d'accroître la comparabilité et la transparence des fonds durables tout en mettant à disposition des investisseurs un outil simple pour mesurer les efforts de décarbonation de leurs portefeuilles et l'alignements de leurs investissements avec les objectifs de l'Accord de Paris et du Pacte vert européen (en matière de réduction des gaz effet de serre notamment).

L'analyse du marché actuel des indices de référence ESG a permis aux auteurs du rapport d'identifier plusieurs marges d'amélioration : l'harmonisation vers le haut de la qualité des indices de référence ESG, l'accroissement de la transparence des méthodologies des indices de référence et le renforcement de l'alignement des indices ESG avec le reste du cadre réglementaire européen en matière de finance durable.

Dans cette perspective, l'exécutif européen examine la faisabilité de mettre en place des normes minimales obligatoires pour les indices ESG (dans le cadre de l'article 8 du règlement SFDR) ainsi que le développement d'un label volontaire (dans le cadre de l'article 9 du règlement SFDR par exemple) qui serait aligné avec les objectifs de la Taxonomie et du Pacte vert européen.

Prochaines étapes

La Commission européenne annonce vouloir continuer d'examiner la faisabilité de tels standards dans la perspective d'apporter plus de fiabilité pour les fonds et produits présents sur le marché européen et ainsi répondre à la demande grandissante des investisseurs et gestionnaires de fonds en matière de critères ESG fiables et cohérents à l'échelle UE.

La Lettre européenne de

 France
Post-Marché

Numéro ISSN 2970-0167

Directeur de publication : **Pierre JOND**

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

France Post-Marché

36, rue Taitbout - 75009 PARIS

Tél : +33 1 48 00 52 03

Fax : +33 1 48 00 50 48

www.france-post-marche.fr



EURALIA

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

Contact :

Pierre Degonde

pierre.degonde@euralia.eu

Manon Quénel

manon.quenel@euralia.eu

Matthias Garciadecruz

matthias.garciadecruz@euralia.eu