



13^e journée de formation

des **RCCI** et des **RCSI**

Mardi 19 mars 2013

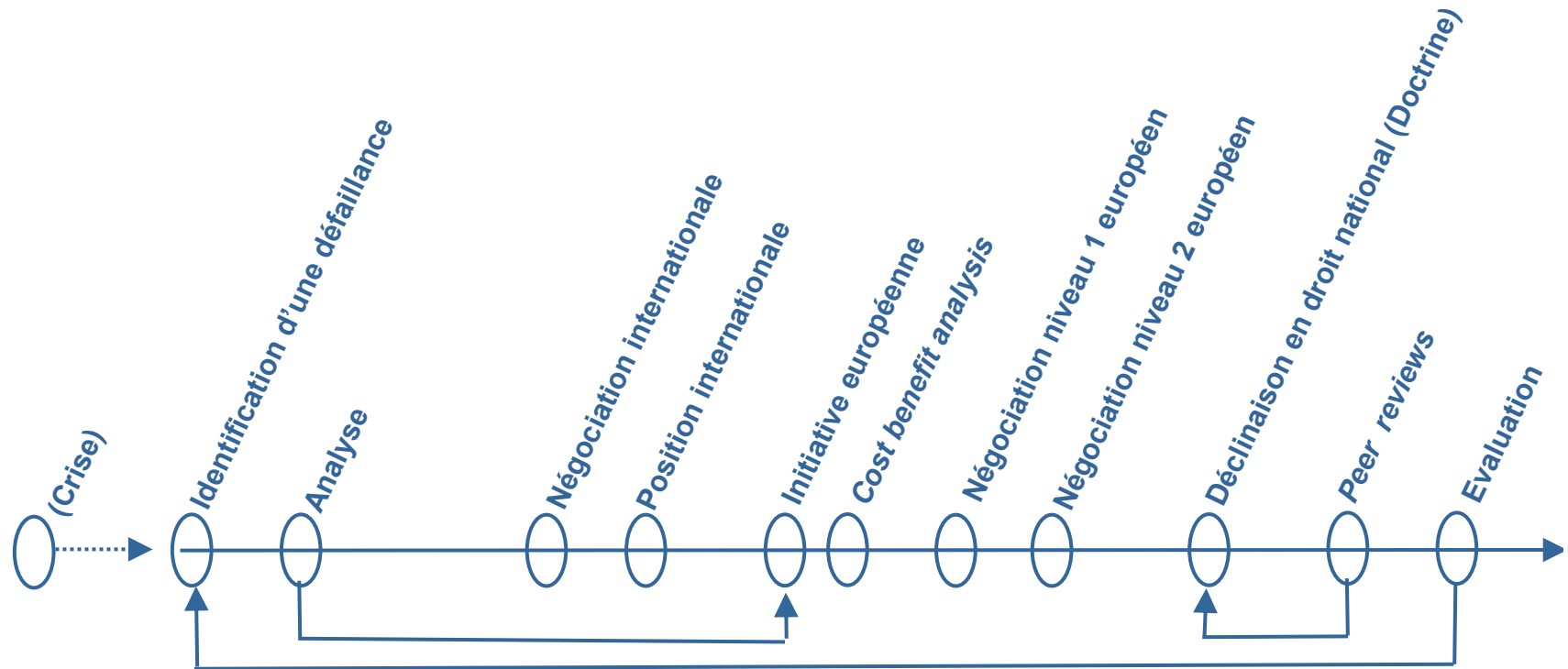
Palais des Congrès - Paris



Les nouvelles réglementations européennes dans le domaine de la gestion et des marchés

Edouard Vieillefond,
Secrétaire général adjoint,
Direction régulation et affaires internationales,
Autorité des marchés financiers

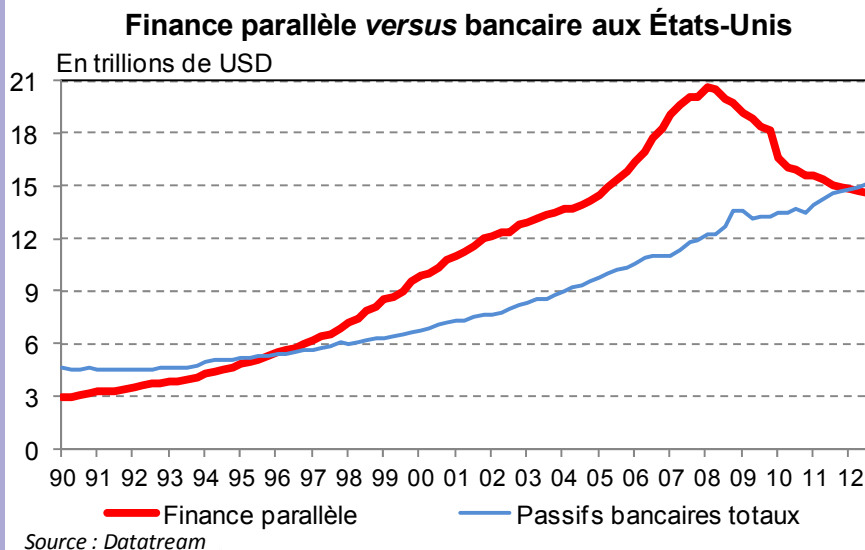
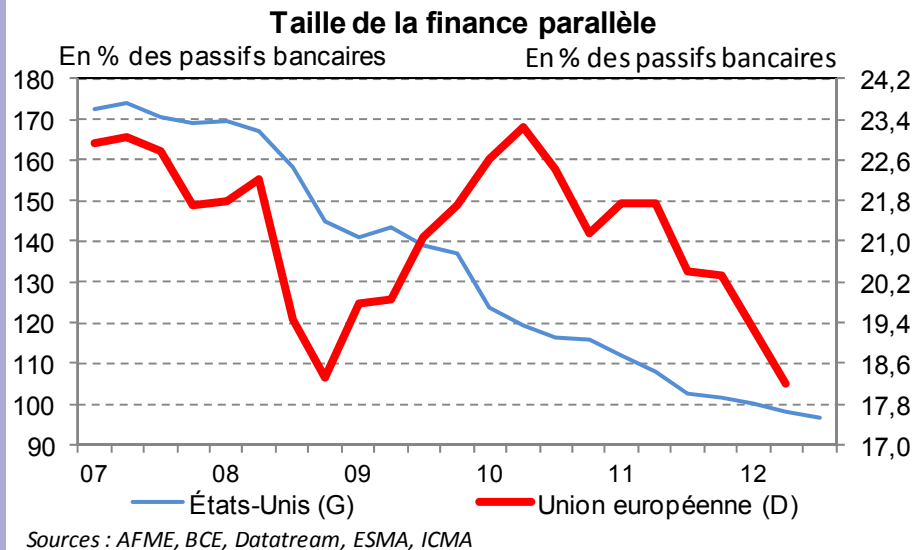
Un cycle de vie de la régulation mondialisé



Analyse post-crise des défaillances ayant contribué à la crise depuis 2007

- **Protection des investisseurs et gestion pour compte de tiers**
 - Mauvaise commercialisation et en particulier des dérivés (« *financial weapons of mass destructions* », Warren Buffett) :
 - contrats entre deux institutions perdurant pendant de nombreuses années ;
 - montants notionnels parfois supérieurs à la valeur du sous-jacent en circulation ;
 - difficultés de valorisation des produits les plus complexes ;
 - interconnexions difficiles à dénouer en cas de défaut ;
 - prédominance des marchés de gré à gré, sans aucun mécanisme de *reporting* au régulateur.
 - Opacité de certains marchés :
 - sous-régulation des sous-jacents non-financiers (*mortgages*, Libor, matières premières...) ;
 - titrisation et dérivés.
- **Structure économique et stabilité financière**
 - Structure des acteurs :
 - effet de levier ;
 - hors bilan ;
 - arbitrages réglementaires et comptables.
 - Recours aux notations sans jugement critique.
 - Absence d'une vision globale des risques au sein du système financier.
- **Incitation et résolution des conflits**
 - Fraudes.
 - Asymétrie des incitations (rémunérations, *bail in*).
 - Harmonisation et coordination insuffisantes entre régulateurs.

Place considérable prise par le *shadow banking* pour partie seulement régulé



- **Un concept né de la crise de 2008.**
- **Un pan majeur de la finance :**
 - actifs estimés par le FSB à 67 000 milliards de USD en 2011 (contre 26 000 milliards en 2002), soit 111 % du PIB agrégé des juridictions ;
 - soit près de 25 % de la totalité du système financier.
- **Deux critères pour définir les entités concernées (FSB) :**
 - activité d'intermédiation de crédit : financements analogues à des dépôts, transformation de liquidité et/ou de maturité, effet de levier et transfert imparfait du risque de crédit ;
 - en dehors du système bancaire traditionnel.

=> Donc pas forcément non-régulé
- **Des acteurs et activités variées :**
 - Titrisation ;
 - fonds monétaires ;
 - autres fonds ;
 - repo et prêt-emprunt ;
 - sociétés financières ;
 - etc.

Avancée des réformes post-crise

- **Régulation des agences de notation (CRA)**
- **Améliorer la robustesse des banques**
 - Bâle 3 : renforcement des niveaux de fonds propres et de leur liquidité.
 - Suivi renforcé des banques globales d'importance systémique (28 G-SIB).
 - Encadrement des pratiques de rémunérations incitant à la prise de risques excessifs.
- **Favoriser la standardisation des dérivés et leur compensation (EMIR)**
 - Augmenter la **transparence** des opérations sur les dérivés « standards » et faire migrer autant que possible la négociation des transactions dérivées vers des plateformes multilatérales transparentes.
 - Rendre la **compensation obligatoire** pour les contrats « standards » et inciter à la compensation dans les autres cas *via* les exigences en capital.
 - Renforcer la **solidité des chambres de compensation**.
 - *Trade repositories*.
- **Mieux anticiper les risques systémiques : *shadow banking* (avec titrisation, prêt-emprunt et repo, matières premières, etc.), SIFIs**
 - Niveau international : Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB).
 - Niveau européen : *European Systemic Risk Board* (ESRB), Commission européenne.
 - Aux États-Unis : *Financial Stability Oversight Council* (FSOC).
- **Assurer une application homogène de la réglementation en Europe et dans le monde**
 - Leçons de l'affaire Madoff : règles relatives aux dépositaires appliquées inégalement en Europe
 - Création de l'ESMA / EBA / EIOPA.
 - Développement de *peer reviews* entre régulateurs.
- **Superviser les fonds d'investissement et contrôler leur effet de levier (AIFM)**

Améliorer la surveillance des marchés et des acteurs

Renforcer le contrôle

- **Principe général : plus de zone d'ombre dans la régulation**
 - Réguler **tous les acteurs** des marchés financiers : fonds d'investissement, agences de notation.
 - Réguler **tous les pays** : lutte contre les paradis fiscaux et réglementaires.
 - Réguler **tous les produits** : actions / obligations / dérivés /
 - Réguler **les infrastructures** de marché : plateformes de négociation, chambres de compensation,
 - Réguler **les pratiques** de marché.
- **Concrètement, renforcement de la surveillance des marchés et des actions de contrôle**
- **Déclinaison au niveau européen avec des textes structurants :**
 - **Renforcement du post-marché, gestion et sécurité des titres, application des sanctions** : AIFM, EMIR, CSD, UCITS, VAD, SLD, MAD/MAR.
 - **Structure de marché** : MIF.
 - **Protection de l'épargnant** : MIF, RIPS.

Régulation des marchés de dérivés : EMIR

- **Règlement européen EMIR entré en vigueur en août 2012 et standards techniques adoptés par la Commission européenne mi-décembre 2012**
- **Les grands principes :**
 - Obligation de **compensation centrale** pour l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré considérés comme éligibles par l'ESMA.
 - Cadre juridique harmonisé au niveau européen destiné à assurer que les **chambres de compensation centrale** respectent des exigences fortes en termes de capitaux, d'organisation et de règles de conduite.
 - Lorsqu'un contrat n'est pas compensé (car pas assez standardisé), EMIR impose le recours à un ensemble de techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contreparties.
 - **Déclaration à des *trade repositories***, afin de :
 - détecter l'accumulation de risques ;
 - s'assurer du respect des dispositions du règlement ;
 - aider à la détection des abus de marché.

Améliorer le fonctionnement, la transparence et la stabilité des marchés financiers : MIF

- **Structure des marchés**
 - Définition des caractères applicables à l'OTC « pur » pour les opérations portant sur les dérivés et obligations.
 - Introduction d'un biais en faveur de l'exécution des transactions sur un marché organisé (actions, dérivés).
- **Nouvelle catégorie de plateformes : *Organised Trading Facilities* (OTF)**
 - Catégorie correspondant aux systèmes de négociation internalisés (*brokers crossing network*), leur conférant un statut équivalent à celui des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociations, et caractérisée par des règles d'exécution des ordres à caractère « discrétionnaire ».
 - **Débats en cours :**
 - quels instruments financiers admis à la négociation sur les OTF ? Actions (texte du Conseil) ou uniquement obligations et dérivés (Parlement) ?
 - l'opérateur d'un OTF peut-il intervenir en compte propre sur sa propre plateforme ? (Conseil : pour ; Parlement : contre)
- **Obligations de transparence renforcées**
 - Extension de la transparence pré- et post-négociation aux instruments autres que les actions (obligations, dérivés) mais liste des exemptions encore large pour les actions (transactions de bloc ou à prix importé, ordres « iceberg », transactions négociées)
 - Proposition de mise en place d'une *Consolidated tape* du Conseil (demande d'avis du Parlement à l'ESMA)

Améliorer le fonctionnement, la transparence et la stabilité des marchés financiers : MIF

- **Rémunération des conseils et des gestionnaires de portefeuille**
 - **Conseil** : autorisation des rétrocessions sous réserve notamment d'un renforcement de la transparence, du maintien du label indépendant et d'une harmonisation minimale (*i.e.* interdiction possible des *inducements* au niveau national).
 - **Gestion de portefeuille** : le Conseil s'oriente *a priori* vers une interdiction des rétrocessions alors que le Parlement prône une approche différenciée selon le caractère « indépendant » du conseil fourni.
- **Négociation par utilisation d'algorithmes et le *trading* haute fréquence (HFT)**
 - 56 % des transactions sur les marchés américains et 38 % en Europe en 2010.
 - Pratique permise par des avancées technologiques et des modifications réglementaires (réduction du pas de cotation, fragmentation de la liquidité) mais source de nombreux déséquilibres sur le marché (*flash crash* du 6 mai 2010, *Knight Capital* du 1^{er} août 2012).
 - **Projet de directive** : encadrement de l'utilisation des algorithmes de négociation et du HFT (règles sur les pas de cotation, traçabilité des algorithmes, structures tarifaires, etc.).
 - **Parlement** : tout ordre doit avoir une validité de plus de 500 millisecondes (non modifiable ou annulable).

Améliorer le fonctionnement, la transparence et la stabilité des marchés financiers : MIF

- **Financiarisation des matières premières**

- Toute entreprise non-financière, dont l'activité de négociation sur les dérivés de matières premières n'est pas considérée comme « accessoire » (*notion à définir*), devrait faire l'objet d'un agrément comme PSI.
- **Projet de directive :**
 - introduction de limites de positions sur instruments financiers sur matières premières (excluant les positions de couverture) ;
 - obligation des plateformes d'échanges de contrôle des positions ;
 - obligation de *reporting* des positions pour l'ensemble des acteurs de marché (y compris pour les acteurs exemptés).

- **Produits complexes**

- Le projet MIF rend complexes les OPCVM structurés (fonds à formule)

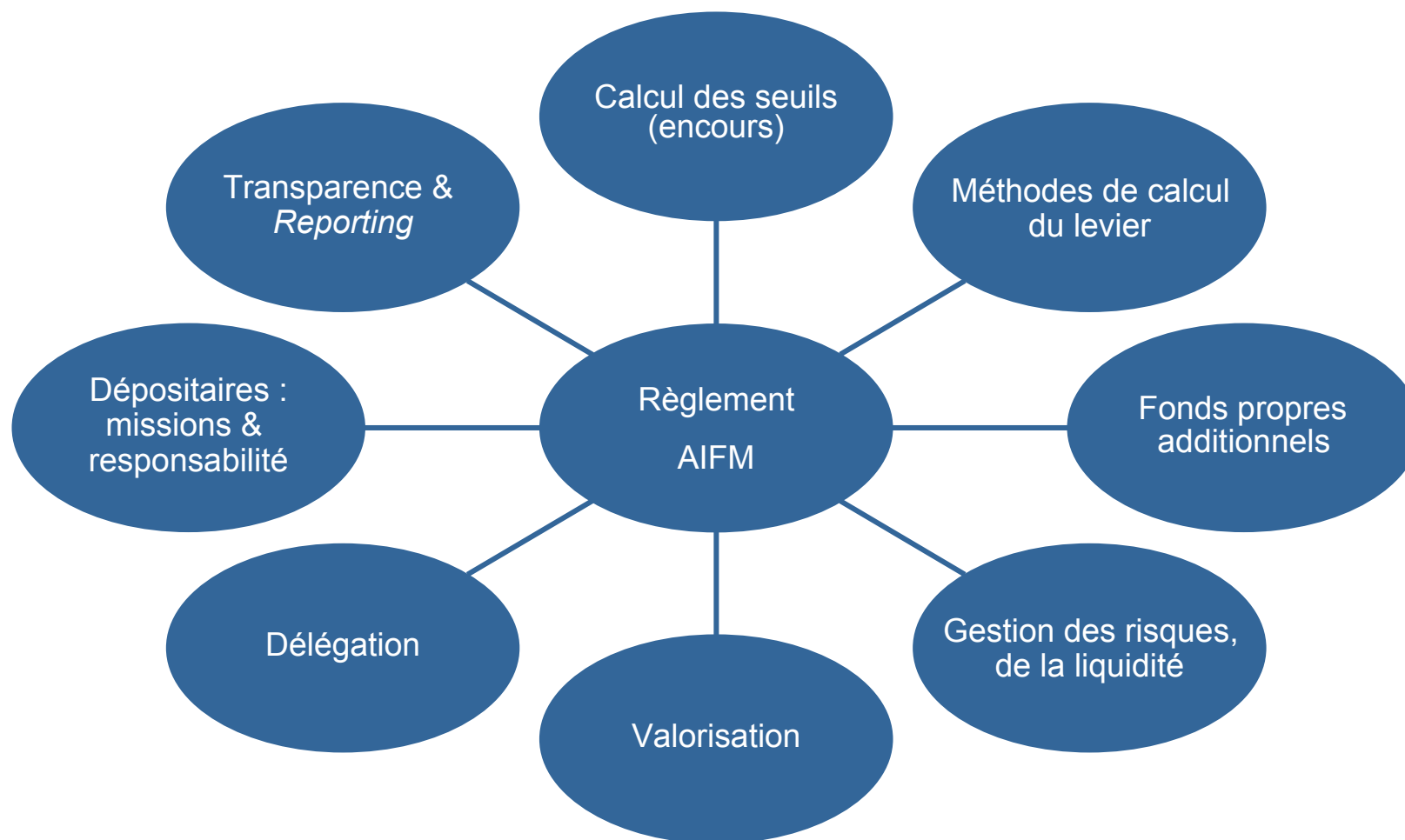
- **Régime pays tiers**

- **Directive MIF actuelle :** les régimes d'accès des PSI de pays tiers aux marchés européens relèvent de chaque État membre.
- **Proposition de la Commission :** dispositif fondé sur une évaluation de l'équivalence du régime du pays d'origine du PSI et la mise en place d'accords de coopération entre les entités des pays concernés.

La régulation des fonds d'investissement : AIFM

- **Directive *Alternative Investment Fund Managers (AIFM)*, devant entrer en vigueur le 22 juillet 2013**
 - Principes cadres dans la directive 2011/61/CE, modalités d'application de ces principes dans le règlement de la Commission européenne du 19/12/2012.
 - Standards techniques et orientations de l'ESMA devant clarifier :
 - le champ d'application de la directive ;
 - les conditions d'application des dispositions relatives à la politique de rémunération ;
 - le contenu et la portée des accords de coopération avec les pays tiers.
- **Double objectif :**
 - réguler les gestionnaires ;
 - surveiller et limiter les risques systémiques.
- **Principe de l'agrément des gestionnaires de fonds alternatifs, passeport européen**
- **Préservation du modèle français de sociétés de gestion unique :**
 - Soumission à des règles dont la grande majorité sont semblables aux règles de la directive UCITS et qui sont d'ores et déjà applicables à toutes les SGP françaises.
 - Pour les SGP nouvelles ou existantes et en dessous des seuils, une possibilité d'*opt in* (soumission volontaire à la directive) qui permet de bénéficier du passeport européen.

Le règlement d'application directe couvre de très nombreux domaines : AIFM



Enjeux des négociations en cours, autres projets

- **Abus de marché – MAD/MAR** : harmonisation du cadre pour lutter contre les abus de marché en assurant le renforcement du pouvoir d'investigation et de sanction des régulateurs (l'AMF avait vu ses pouvoirs renforcés dans le cadre de la Loi de régulation bancaire et financière d'octobre 2010).
- **Directives OPCVM V et OPCVM VI**, avec notamment l'enjeu de clarification des responsabilités du dépositaire (suite de l'affaire Madoff).
- **Règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSD)** : un effort d'harmonisation visant à améliorer le système de règlement-livraison et la sécurité des opérations.
- **Règlement sur les produits d'investissement de détail (RIPs)** : harmoniser l'information précontractuelle de produits financiers offerts aux particuliers.
- **Actions à plus long terme, à l'initiative du Parlement et de la Commission** :
 - **projet d'Union bancaire européenne** : impact sur les marchés ;
 - **poursuivre l'harmonisation et la coordination au sein de l'Union** en parvenant à établir un partenariat équilibré avec les pays tiers, notamment les États-Unis (Bâle 3, normes IFRS, titrisation...);
 - **shadow banking, harmonisation du droit des titres, financement du tissu économique (PME)**.