

Impression à partir d'une page du site internet de l'AMF

20 novembre 2017

Les Entretiens 2017 de l'AMF - 'Le devenir de la régulation financière dans l'Europe post-Brexit' - Discours de Robert Ophèle, Président de l'Autorité des marchés financiers – 13 novembre 2017

Seul le prononcé fait foi

Mesdames, Messieurs,
Chers amis,

L'an passé, nos entretiens étaient consacrés à l'impact du Brexit sur l'Europe des services financiers ; cette année, ils sont consacrés au **devenir de la régulation financière dans l'Europe post-Brexit**. Il est probable que lorsque nous avons fixé le thème de nos entretiens, nous pensions être plus avancés dans la négociation du retrait du Royaume-Uni de l'Union. En fait, nous avons désormais un télescopage quelque peu problématique des thématiques et des calendriers.

Nous sommes d'abord en Europe à la veille de la mise en œuvre effective d'une vague sans précédent de nouvelles réglementations. Alors que dans le domaine de la banque et de l'assurance l'essentiel a déjà été fait avec CRD4-CRR et Solvabilité 2, en matière de marchés financiers, MIF2, PRIPS, MMFR pour ne citer que les réglementations les plus significatives, entrent en vigueur l'année prochaine. Au-delà des difficultés techniques associées à ces réformes, elles affectent les relations avec les pays tiers donc potentiellement les futures relations avec le Royaume-Uni ; le financement de la recherche ou l'obligation de négociation sur des plateformes en sont des exemples connus.

Nous sommes ensuite en train de discuter des évolutions de la régulation financière en Europe, que ce soit dans le cadre de la revue d'EMIR ou des ESA ; évolutions qui ne seront probablement pas arrêtées suffisamment tôt pour pouvoir être utilement mobilisées dans le cadre ou en parallèle à l'accord de retrait du Royaume-Uni alors même que les relations avec les pays tiers sont au cœur de ces projets de réforme.

Le Royaume-Uni sort en effet de l'UE en principe le 29 mars 2019, alors même que dans le domaine financier aucune orientation n'a à ce stade été arrêtée, que l'idée d'une période transitoire reste incertaine et que les échanges techniques entre autorités n'ont pas réellement débuté comme c'est normal lorsque le cadre général n'a pas été arrêté au niveau politique. Je rappelle que la prolongation au-delà de deux ans de la période de négociation de l'accord de retrait demanderait un vote à l'unanimité du Conseil.

Mener ces trois dossiers en parallèle est donc bien un chantier d'une complexité extrême, tant en termes opérationnels qu'en termes de conséquences structurelles. Le reste du monde nous regarde, je crois, de façon inquiète.

Et pourtant, il est clair que le statu quo n'est pas envisageable et tant le Royaume-Uni que l'UE27 doivent tirer toutes les conséquences du Brexit. Aujourd'hui Londres est le poumon financier de l'Union ; point de passage de la plupart des flux financiers entrant et sortant avec le reste du monde ainsi même que des flux financiers entre les pays de l'Union. Il est clair qu'après le Brexit, même si la place de Londres doit rester au cœur des échanges financiers internationaux, elle ne peut plus jouer le même rôle pour l'Union ; aucune zone économique puissante ne peut être dépendante d'un centre financier off-shore. Il est donc particulièrement nécessaire que l'UE27 se mette en ordre de marche pour faire émerger en son sein un système financier efficace qui assure au mieux le financement de nos économies, bref une véritable Union des marchés de capitaux.

Je ne pense pas que ce projet signifie l'émergence d'un centre financier unique dans l'UE27 qui répliquerait ce que fait Londres aujourd'hui. Lorsqu'on examine les atouts des villes qui aujourd'hui dans l'Union semblent être en concurrence pour développer des activités financières, tout milite pour l'émergence d'un dispositif multi-polaire. Ceci n'a toutefois de sens que si ces places financières font l'objet d'une supervision cohérente. Or le système actuel, avec 27 autorités nationales, en fait beaucoup plus de 27 puisque dans certains pays il y a plusieurs autorités compétentes, sensées faire respecter un corpus commun de réglementation (le " single rule book "), ce système cumule de nombreux handicaps que le Brexit met en évidence de façon un peu cruelle.

Il a conduit à une hypertrophie de la réglementation qui, sans doute pour éviter les dérives nationales, est entrée dans un luxe extrême de détails. MIF2, c'est près d'une cinquantaine de directives et règlements de niveaux 1 et 2 ; 1700 pages de réglementation. Or, cela n'a

pas empêché des déclinaisons nationales disparates et cela a entraîné une rigidification très dommageable de la réglementation. Lorsqu'on met en évidence soit une incohérence, soit un effet néfaste, soit l'apparition d'une circonstance nouvelle qui remet en cause la règle, son changement nécessite, même pour des détails, de déclencher un processus institutionnel complexe et, en l'attente de ces évolutions, il n'y a pas de capacité à émettre l'équivalent d'une " no action letter " américaine. A l'évidence on souhaiterait une réglementation plus ramassée, largement fondée sur des principes, et laissant au superviseur une large latitude pour la mettre en œuvre en fonction des circonstances et en déclinant pleinement le fameux principe de proportionnalité.

Ceci n'est bien entendu envisageable que si la supervision financière est exercée ou pour le moins coordonnée par une autorité européenne. C'est une des raisons pour lesquelles le renforcement du rôle de l'ESMA est une ardente nécessité. La Commission a présenté des projets en ce sens ; on peut en discuter tel ou tel aspect, j'y reviendrai, mais dans mon esprit il faut la soutenir, certainement l'améliorer, mais en aucun cas l'affadir ou la dénaturer. Nous avons besoin d'une supervision unique pour, comme je viens de l'indiquer, rendre possible le passage à une régulation plus agile fondée sur des principes, mais également pour structurer l'Union des marchés de capitaux et pour établir des relations équilibrées avec les pays tiers. Toute union a vocation à s'appuyer à la fois sur des règles communes et sur des institutions communes ; il n'y aura pas d'Union des marchés de capitaux sans ESMA fort. De même, il n'y aura pas de relations équilibrées avec les pays tiers si l'ESMA n'en n'est pas la contrepartie européenne essentielle. On voit bien à quoi correspond trop souvent la tentation nationale : en fait, il s'agit de faciliter des arbitrages réglementaires sensés attirer l'activité financière. Ce ne sont pas des bases sur lesquelles nous pouvons construire une Union des marchés de capitaux assurant un financement efficace de nos économies ; ce ne sont pas des bases sur lesquelles l'UE27 peut jouer dans le concert financier international le rôle qu'appelle sa puissance économique.

Laissez-moi évoquer brièvement le rôle que pourrait jouer l'ESMA dans la régulation financière post-Brexit.

La Commission a fort justement souhaité renforcer à la fois les pouvoirs directs de supervision de l'ESMA et ses pouvoirs indirects ; vis-à-vis des pays tiers elle a souhaité la mettre au centre du dispositif. On voit bien la complexité de l'arbitrage à faire entre ce qui devrait relever de la supervision directe et ce qui devrait rester dans le cadre de la supervision indirecte ; la supervision indirecte revient en quelque sorte à surveiller les superviseurs pour s'assurer qu'ils appliquent effectivement de façon homogène la politique retenue au niveau européen ; cela laisse la compétence au niveau des autorités nationales mais cela alourdit le dispositif. En transférant la compétence, on simplifie le processus et assure d'emblée une homogénéité de traitement, mais on s'éloigne du terrain, ce qui peut être préjudiciable lorsqu'on évoque des dossiers concernant des petits intermédiaires financiers, avec une composante de commercialisation avec la clientèle de détail ou encore

avec une dimension forte de droit purement national. Il faut donc une justification forte pour centraliser des pouvoirs, c'est d'ailleurs bien la règle de la construction européenne.

Dans mon esprit, l'ESMA n'a ainsi vocation à devenir l'autorité compétente que pour des produits ou opérations qui ont une dimension transfrontière ou une importance systémique pour l'Union. C'est le cas il me semble pour les infrastructures de marché, les produits financiers dits " wholesale ", les produits à label européen et les indices d'importance critique. Elle a également vocation à structurer de façon cohérente l'ensemble des demandes de données faites à l'industrie pour unifier dans l'Union les dispositifs de collecte et centraliser les données dans un " data lake " commun, quitte à laisser aux autorités nationales la responsabilité d'assurer un premier niveau de contrôle qualité des données transmises.

On le voit cela va sur bien des points au-delà des projets actuels.

S'agissant des infrastructures de marché, seules les chambres de compensation sont actuellement évoquées avec les réticences que l'on connaît de la part de nombreux pays de l'Union. Mais on voit mal ce qui justifie que ce soit une autorité nationale qui soit compétente pour la régulation d'infrastructures qui ont une vocation au minimum européenne et souvent mondiale et ce, alors même que ce serait l'ESMA qui, dans le cas des chambres de compensation, représenterait la compétence européenne sur les chambres des pays tiers.

S'agissant des prospectus des produits financiers " wholesale ", seuls sont aujourd'hui visés par le projet les émissions d'ABS et les émissions de titres hors actions admis à la négociation sur les seuls marchés régulés réservés aux investisseurs qualifiés. Cette dernière catégorie est en fait vide, le marché " wholesale " se distinguant par la valeur nominale minimale des titres (plus de 100 000 euros) et non par le marché de leur négociation. Il conviendrait donc d'inclure ces derniers.

S'agissant des relations avec les pays tiers, leurs institutions financières et leurs régulateurs, il s'agit, là encore, de faciliter la vie de nos contreparties et d'éviter l'arbitrage réglementaire en leur proposant un interlocuteur unique ou au minimum une réponse homogène entre les pays de l'Espace Economique Européen. Je dois dire que la période actuelle où les différentes institutions financière internationales font le tour des places financières de l'UE27 met en lumière la différence de traitement entre les activités bancaires, où le MSU permet d'assurer un traitement homogène, et les activités d'assurance ainsi que les activités de marché où le rôle des autorités européennes de surveillance, EIOPA et ESMA, restent très limités et les réponses nationales peuvent donc être singulièrement différentes. Je rappelle que les opinions de l'ESMA publiées il y a quelques mois, tout à fait pertinentes, n'ont par nature aucune portée contraignante.

Compte tenu du télescopage des trois chantiers que j'évoquais au début de mon intervention, compte tenu de la difficulté à organiser le Brexit en matière de services financiers sans avoir clarifié l'organisation que nous souhaitons pour l'UE27 et mis en place les dispositifs qui permettront d'assurer l'indépendance mais aussi l'efficacité de nos structures de financement, il semble nécessaire d'éviter le hard Brexit et raisonnable d'introduire une période de transition dans ce domaine des services financiers. Le cas de la compensation centrale est de ce point de vue emblématique ; si on prend le cas des swaps de taux d'intérêt ; toute solution de relocalisation précipitée brutale de leur compensation, que ce soit dans le cadre d'un hard Brexit ou dans le cadre de l'activation de la faculté actuellement prévue dans le projet de révision d'EMIR, pénaliserait en premier lieu l'économie européenne ; elle doit donc être, de mon point de vue, évitée.

Ces entretiens de l'AMF interviennent donc à un moment où le devenir de la régulation financière post-Brexit apparaît particulièrement incertain.

J'observe d'ailleurs que nos amis britanniques sont inquiets pour nous ; la Chambre des Lords procède actuellement à des auditions sur le thème " Financial regulation and supervision following Brexit " ; permettez-moi de citer des extraits de l'audition de quelques grands cabinets d'avocats conduite le 11 octobre :

"You have to remember that European financial regulation as it stands was almost entirely written by the UK. These are our rules. We wrote them (...) I do not think that anybody would doubt that it is a legitimate objective for Europe to seek to protect the euro, the issue becomes, how do you do that in the extraordinary and unique factual situation that we are about to create of an enormous economy whose financial centre is outside its territory and not subject to its regulation? For the EU and for us, that creates an almost completely unprecedented problem.

(...)

The UK has as many financial regulators as the rest of Europe put together. (...)The UK has been the engine and the motor of European financial regulation certainly since the late 1980s and for as long as I have been in practice. What happens to Europe when you take that engine out of the machine?

(...)

Whether Europe can keep up with the UK in a post-Brexit world is a matter of real concern.

(...)

If we look at the history of many of the regulations, taking MiFID II as an example, much of it has copied our own domestic regime. I agree that one of the big questions on this side of the channel and in the EU as it will be is whether there will be enough expertise and market knowledge to do the job".

J'espère que lors de nos prochains entretiens, l'année prochaine ce sera d'ailleurs à l'occasion du 15ème anniversaire de la création de l'AMF, l'Europe se sera mise en ordre de marche pour apporter des apaisements à nos amis britanniques sur sa capacité à apporter les bonnes réponses au défi de la régulation financière post-Brexit. L'AMF y contribuera de façon résolue.

Je vous remercie de votre attention.

SUR LE MÊME THÈME

 S'abonner à nos alertes et flux RSS

PRISE DE PAROLE

CRYPTO-ACTIFS

05 octobre 2021

Discours d'accueil de Robert Ophèle, président de l'AMF, conférence « L'attractivité de la place financière de Paris » dans le cadre de la Nuit du Droit, 4 octobre 2021



ACTUALITÉ

BREXIT

22 janvier 2021

Brexit : continuité des activités d'intermédiation



DOSSIER

BREXIT

28 décembre 2020

Brexit



Mentions légales :

Responsable de la publication : Le Directeur de la Direction de la communication de l'AMF. Contact : Direction de la communication, Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris Cedex 02

