



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

Rubrique : Prises de paroles Archives : 2016-2019

## Discours de Robert Ophèle, président de l'AMF "La régulation financière à l'épreuve du Brexit" - Club finance HEC Paris - 20 février 2019

Publié le 28 février 2019

Seul le prononcé fait foi

La sortie sans accord de l'Union Européenne (UE) du Royaume Uni (RU) est désormais envisagée sérieusement pour le 29 mars.

Ce désastre, car ce sera un désastre, est le résultat de l'enchaînement surprenant de quatre erreurs majeures au Royaume Uni dont nous subissons tous les conséquences.

- D'abord l'idée que la menace d'un référendum permettrait de modifier les règles de fonctionnement de l'UE et la place du RU dans l'UE et qu'une fois l'accord trouvé un référendum confirmerait de manière quasi certaine sur cette base l'appartenance du RU à l'UE ; en fait rien n'était véritablement prévu en cas de refus, en particulier la question irlandaise n'était pas évoquée au cours de la campagne.
- Ensuite le déclenchement du compte à rebours de l'article 50 (notification de l'intention de quitter l'UE) de façon rapide (le 29 mars 2017 soit moins d'un an après le référendum), sans préparation réelle, et avec une échéance (29 mars 2019) qui tombe à la veille des élections européennes (mai 2019) ce qui rend très problématique toute extension de cette période de négociation (comment pourrait-on être dans l'UE sans participer aux élections européennes ?).
- Puis la dissolution du Parlement RU, postérieurement à la notification, qui, au lieu de conforter la majorité du Premier Ministre et lui donner une légitimité forte dans la négociation, lui fait perdre la majorité absolue et le contraint à une alliance avec le parti unioniste d'Irlande du Nord (PUD) alors même que l'Irlande du Nord a majoritairement voté (56 %) pour rester dans l'UE.
- Enfin la conclusion d'un accord de retrait au niveau du Conseil qui est massivement repoussé par le Parlement RU alors qu'une défaite marginale, qui aurait permis une renégociation à la marge, était anticipée.

La probabilité d'une sortie sans accord le 29 mars est donc forte. Le secteur financier y est préparé et un « hard Brexit » ne devrait pas entraîner directement dans le secteur financier de crise majeure. Mais il est clair qu'il affecterait en profondeur les chaînes de production et d'approvisionnement de l'économie « réelle » à un moment où le cycle économique semble déjà se renverser en Europe ; ce ne sera pas sans conséquences pour le secteur financier. Au-delà de la gestion d'une sortie sans accord, le Brexit incite également à s'interroger sur l'avenir de l'UE27 en matière de services financiers.

Examinons d'abord ce que signifie le Brexit dans le domaine des services financiers, quels en sont les risques immédiats et quelles solutions ont été apportées par le secteur financier et les autorités publiques.

Lorsque le RU quitte l'UE il devient pour l'UE un pays tiers et réciproquement les pays de l'UE deviennent pour le RU des pays tiers. Cela signifie la fin de la libre prestation de services financiers (passeports) et de la liberté d'établissement entre l'UE27 et le RU. En principe, pour pouvoir proposer des services financiers dans l'ensemble de l'UE, lorsqu'on est un établissement de pays tiers il faut une filiale dans un des pays de l'UE à partir de laquelle on peut opérer en LPS. Pour éviter cette localisation, trois voies sont théoriquement possibles dont les portées sont très différentes :

> Le recours à la « Reverse sollicitation » : le principe est simple ce n'est pas l'établissement RU qui propose ses services financiers au client de l'UE27 mais le client de l'UE27 qui sollicite l'établissement UK. C'est autorisé mais limité à certains services et encadré par MIF2 et des Q&A de l'ESMA pour éviter des contournements majeurs. En particulier :

- On ne peut rebaptiser ex post un acte de commercialisation comme ayant été fait à la demande du client "The client's own exclusive initiative shall be assessed in concreto on a case by case basis for each investment service or activity provided, regardless of any contractual clause or disclaimer purporting to state, for example, that the third country firm will be deemed to respond to the exclusive initiative of the client".
- On doit se limiter à des services ou des produits ayant déjà fait l'objet d'une commercialisation avec le client et un Q&A de l'ESMA donne de nombreux exemples de produits qui ne peuvent pas être assimilés (une action et un ETF, une part d'OPCVM et une part de FIA ...)

> Les approches nationales : si un établissement de pays tiers ne peut proposer ses services dans l'ensemble de l'UE, il peut avoir une approche bilatérale pays par pays en respectant les règles nationales. En général les règles nationales exigent l'établissement d'une succursale locale pour assurer un service à la clientèle de détail ; dans ce cas la succursale ne peut passer ses services

dans les autres pays de l'UE et l'établissement de pays tiers se limitera à installer des succursales dans les quelques pays majeurs de l'UE. S'agissant des services à la clientèle professionnelle, les approches varient singulièrement selon les pays, certains n'exigeant pas de présence physique (ce qui contribue à l'attractivité du pays à l'intérieur de l'UE).

> Les réponses européennes : ce sont les régimes d'équivalence qui sont disparates et ne couvrent pas toutes les activités financières. L'équivalence du cadre réglementaire d'un pays est une décision quasi discrétionnaire de la Commission qui se prolonge par la reconnaissance individuelle des acteurs du pays tiers qui souhaitent proposer leurs services dans l'UE et qui peuvent alors le faire à partir du pays tiers.

Pour les pouvoirs publics, la réponse apportée par la décision de sortie du RU doit prendre en compte deux injonctions contradictoires :

> Assurer la stabilité et l'efficacité financière ce qui pourrait conduire à neutraliser tous les effets du Brexit en assurant des équivalences généralisées dans un système de type « Mutual Recognition ». C'est naturellement la voie défendue par le RU en s'appuyant sur ces deux dimensions :

- la stabilité, en mettant en évidence tous les « cliff edge effects » potentiels du Brexit ;
- l'efficacité en mettant en évidence tout ce que la Place de Londres apporte à l'UE, en particulier la profondeur des marchés de capitaux à Londres, place financière mondiale : la fragmentation du marché est contraire aux intérêts de l'UE et il vaut mieux avoir le marché à Londres qu'à NY.

> Prendre acte du Brexit et maintenir à l'UE, via des relocalisations, sa souveraineté en matière financière, étant donné qu'un RU hors de l'UE aurait, avec un dispositif ouvert sur l'UE, une attractivité renforcée.

Je voudrais illustrer ces problématiques et les réponses apportées par le secteur financier ainsi que par les autorités publiques dans trois domaines différents : d'abord la continuité des contrats, puis la gestion d'actif et les infrastructures de marché.

La question de la continuité des contrats post-Brexit est particulièrement sensible et complexe. En effet, selon la réponse apportée, il faudra modifier ou non ces contrats en en modifiant une des parties (substituant à la partie RU une partie UE du même groupe ou substituant à la partie UE une partie RU là encore du même groupe) et la novation d'un contrat soulève de nombreuses problématiques : opérationnelles (repapering), consentement, indemnisation, traitement fiscal, traitement réglementaire ....

Or le droit des contrats est pour l'essentiel national. La question de leur continuité en cas de BREXIT nécessite donc une analyse au cas par cas en, ce posant des questions du type : s'agit-il de contrat à exécution instantanée ou successive ; le service est-il fourni de manière continue ou ponctuelle ?

L'éclairage en France du Haut Comité Juridique de Place a été précieux pour conforter une interprétation ouverte qui assure par exemple la continuité des contrats pour les ouvertures de crédit ou les crédits revolving ; mais deux cas posent des problèmes

- Les dérivés non compensés qui font l'objet, en cours de vie, d'opérations qui constituent des novations alors que la contrepartie financière au RU ne pourrait plus contracter de nouveaux contrats avec la partie UE.
- Les contrats d'assurance dont l'exécution serait interrompue par le Brexit.

Par ailleurs, le problème du recours au droit et aux juridictions anglais, toujours possible, posera un problème car le RU n'étant plus membre de l'espace judiciaire européen, les décisions de ces juridictions ne seront plus exécutoires de plein droit dans l'UE, il faudra en demander l'exequatur à une juridiction de l'UE.

Les solutions retenues consistent à faciliter les transferts (dérivés) ou la gestion extinctive (assurance). Dans le cas des dérivés non compensés qui sont dans notre champ de compétence à l'AMF, cette solution est fondée sur la conjonction de trois initiatives :

> la proposition de nouveaux contrats en droit de l'UE27 (cas de l'ISDA) et l'installation de chambres internationales à Paris (tribunal de commerce et cours d'appel) ;

> l'ordonnance BREXIT, qui dispose que l'offre d'une nouvelle convention cadre sera réputée acceptée dès lors que certaines conditions sont respectées, en particulier :

- Les clauses du nouveau contrat cadre doivent être identiques à celles du contrat cadre conclu avec le prestataire britannique, à l'exception de la clause désignant la loi applicable et de la clause attributive de compétence, lesquelles désignent le droit français et la compétence de juridictions françaises ;
- L'auteur de l'offre appartient au même groupe de sociétés que le prestataire britannique et dispose d'un échelon de qualité de crédit identique ou supérieur à la date de réception de l'offre ;

> A l'expiration d'un délai de cinq jours ouvrés à partir de la réception de l'offre, son destinataire a conclu une opération régie par la nouvelle convention cadre.

> Si ces conditions cumulatives sont respectées, alors le nouveau contrat cadre entre en vigueur et prend effet de plein droit sans aucune autre formalité. Ces dispositions exceptionnelles n'ayant vocation qu'à gérer les difficultés causées par la sortie non



concertée du Royaume-Uni, l'ordonnance prévoit que ce régime ne sera maintenu que pendant une durée de douze mois à compter de son entrée en vigueur.

> Le maintien des traitements réglementaires d'origine – pas d'exigence de marge initiale ni d'obligation de compensation centrale - via une modification du droit européen (niveau 2)

Dans la gestion d'actif on distingue la gestion sous mandat et la gestion collective organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et fonds d'investissement alternatifs (FIA).

La notion même d'OPCVM RU disparaît avec le Brexit car le régime OPCVM s'applique uniquement à des fonds enregistrés dans l'UE et gérés par des sociétés enregistrées dans l'UE. Si les firmes du RU veulent continuer à proposer leurs OPCVM dans l'Union, elles doivent donc transférer leurs OPCVM dans un pays de l'UE27 avant le Brexit et y installer une société de gestion quitte à déléguer la gestion des fonds à l'entité du RU. En ce cas, un accord de coopération doit être conclu entre l'autorité compétente de l'État membre de la société de gestion (AMF pour la France) et la FCA. L'accord de coopération est d'ailleurs également nécessaire pour que les sociétés de gestion de l'UE qui ont de longue date délégué leur gestion à une entité du RU puissent continuer à le faire.

En fait, tous les fonds RU actuels (OPCVM et FIA) deviennent des FIA de pays tiers et, s'ils ne migrent pas vers l'UE27, ils ne peuvent y être commercialisés que :

- via un régime national de placement privé (régime français relativement restrictif prévu au RG AMF) et avec un accord de coopération entre l'autorité nationale et la FCA ;
- éventuellement via une reverse sollicitation ;
- en obtenant le passeport FIA pour les pays tiers qui ouvre la commercialisation aux investisseurs professionnels. Mais la procédure est particulièrement lourde, pas totalement documentée à ce jour (manque des textes réglementaires de niveaux 2 et 3) et n'a encore jamais été mise en œuvre ; de ce fait, aucune possibilité d'activation d'ici fin mars 2019.

On a donc assisté à un vaste mouvement de localisation dans l'UE27 de sociétés de gestion (surtout en Irlande, au Luxembourg et en France) avec une structure locale minimale, malgré les débats intervenus dans le cadre de l'ESMA sur la substance minimale à donner à l'entité installée dans l'Union, et des délégations de gestion à une société RU ; cela a été rendu possible par la signature d'un MMOU entre les autorités nationales de l'UE27 et la FCA.

Pour les fonds de l'UE27, selon les réglementations nationales des ajustements seront nécessaires car certaines règles limitent la capacité des fonds à détenir des actifs de pays tiers ou à contracter avec des contreparties de pays tiers ; pour les fonds FR, l'exemple le plus parlant est certainement celui de éligibilité au PEA qui est à revoir (les titres du Royaume Uni qui y entraînent de plein droit devenant des titres de pays tiers et devant être exclu). L'ordonnance Brexit qui vient d'être prise prévoit ainsi des délais pour assurer la sortie des titres en question.

Pour les infrastructures de marché, il convient de distinguer les plateformes de négociation, les chambres de compensation et les dépositaires centraux. Que se passe-t-il en absence d'équivalence ?

S'agissant de la négociation, les instruments faisant l'objet d'une trading obligation (actions et certains swaps de taux et CDS) ne peuvent pas être traités par les prestataires de services d'investissement de l'Union sur les plateformes de pays tiers sans reconnaissance d'équivalence ; s'agissant des autres instruments, s'ils peuvent être traités sur ces plateformes de pays tiers, ils sont considérés comme étant traités OTC.

La Commission peut prendre une décision d'équivalence sur deux fondements :

- Celui de l'article 25(4) de la directive MIF 2 pour des marchés réglementés qui permettent une meilleure distribution de produits financiers dans l'Union (des décisions ont ainsi été prises pour les marchés de l'Australie, de Hong Kong, de Suisse et des États-Unis).
- Celui articles 23 et 28(4) du règlement MIFIR pour le besoin explicite de l'obligation de négociation sur plateforme (décision prise uniquement pour des plateformes de dérivés supervisées par la CFTC).

A ce stade, la Commission n'a pas indiqué qu'elle allait prendre de décision d'équivalence en faveur des plateformes du RU et le périmètre exact post Brexit des actions soumises à l'obligation de négociation fait débat puisque cette obligation ne porte que sur des actions dont la liquidité est suffisante dans l'UE or la relocalisation en cours de plateformes dans le cadre du Brexit modifie en profondeur la répartition de la liquidité entre le RU et l'UE27 ; une définition trop large de l'obligation de négociation pénalise les acteurs de l'UE en les privant de la liquidité existant au RU ; une définition trop étroite rend inutile les relocalisations de plateformes dans l'UE.

Pour les chambres de compensation, la problématique est particulièrement lourde en raison de la complexité et des conséquences d'une possible relocalisation ainsi que des contraintes réglementaires d'une absence d'équivalence ; en ce cas,

- les instruments faisant l'objet d'une obligation de compensation (clearing obligation) (swaps de taux et CDS) ne peuvent plus être traités par les opérateurs concernés (institutions financières et large corporates dits NFC+) sur les CCP RU ;
- le périmètre des institutions soumises à l'obligation de compensation centrale est revue à la hausse car des entreprises non financières peuvent devenir des NFC+ (les transactions négociées sur des plateformes RU deviennent des transactions OTC, les transactions intra-groupes avec le RU ne sont plus exemptées de l'obligation de compensation centrale,
- les CCP RU ne peuvent plus avoir de membres compensateurs de l'UE27 (et réciproquement).

La Commission a donc pris une décision d'équivalence temporaire en faveur du RU et les trois CCP se sont fait reconnaître par l'ESMA. Le « Cliff Effect » est donc évité et le cas de ces CCP pourra, en principe, être revisité dans le cadre réglementaire EMIR 2.2 en cours de finalisation.

Le cas des dépositaires centraux est presque anecdotique car essentiellement Irlandais ; en effet il n'y a pas de dépositaire central en Irlande (c'est Euroclear UK-IE à Londres qui assure ce service) ; la reconnaissance temporaire était donc obligatoire elle a été décidée.

Le Brexit (perte du centre financier majeur et développement de multiples centres financiers dans l'UE) renforce la nécessité d'avoir une véritable Union des Marchés de Capitaux dans l'UE afin de ne pas dépendre de décisions prises en dehors de l'UE pour le placement de notre épargne financière ou pour le financement de nos entreprises ; ce qui est tout particulièrement nécessaire en période de crise.

Le Royaume Uni a une place singulière dans le domaine financier ; au-delà de l'attractivité de l'écosystème de la City, qui se traduit par la place de numéro un ou deux selon les années de Londres dans la hiérarchie des places financières dans le monde (The Global Financial Centres Index 24, September 2018) là où Francfort est numéro 10 et Paris numéro 23, si on retient l'index de New Financial qui couvre 60 pays, en faisant la moyenne de la part de chacun d'entre eux sur 25 indicateurs couvrant l'ensemble du périmètre financier, les marchés de capitaux au RU représentent 37 % des marchés de capitaux de l'UE28 alors que le RU ne contribue qu'à 15 % du PIB.

Or que faut-il pour avoir une véritable UMC ? Probablement un socle constitué de plusieurs éléments de base :

- un référentiel comptable commun, c'est partiellement le cas avec les IFRS ;
- un droit de la faillite commun, on est encore loin d'avoir dans l'UE l'équivalent d'un chapter 11 américain ;
- un corpus de règles commun et une supervision unique, on a le premier mais pas le second et les divergences nationales sont significatives ;
- Une politique cohérente vis-à-vis des pays tiers ; les régimes nationaux qui se développent à l'occasion du Brexit montrent qu'on en est loin.

Or les projets en cours de trilogie entre les co-législateurs, ne permettront probablement pas de faire de progrès décisifs dans ces domaines :

- EMIR 2 pour les chambres de compensation va améliorer la cohérence du traitement des CCP de pays tiers mais laisse toute sa place à la dimension nationale de la supervision des CCP de l'UE.
- La réforme des ESA améliorera le suivi des équivalences des pays tiers, mais ne permettra aucun progrès dans la convergence intra-UE de la supervision.
- La réforme du régime des entreprises d'investissement et de façon accessoire de MIF 2 améliorera à la marge la situation en permettant d'avoir un meilleur suivi des EI à dimension systémique mais ne permet pas d'accorder des équivalences à des pays tiers sur une base équilibrée.

En fait, si tous les pays expriment leur volonté de faire progresser l'UMC, rares sont ceux qui sont prêts à abandonner une partie de leur souveraineté pour cela. A l'évidence, la prochaine mandature européenne sera décisive pour donner ou non un véritable élan politique à cette UMC.

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