

L'UNION EUROPÉENNE ET LA RÉGLEMENTATION DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE

JEAN-FRANÇOIS PONS*

Depuis la crise financière, l'Union européenne a adopté plusieurs textes législatifs importants sur le secteur bancaire (notamment CRD2¹ – *Capital Requirement Directive* n° 2 – et CRD3²) et sur le fonctionnement des marchés (notamment EMIR³ – *European Market Regulation*). Six autres textes structurants sont en voie de finalisation dans les prochaines semaines ou les prochains mois : CRD4, la création du mécanisme de supervision unique, la directive sur la prévention et la résolution de crise, une nouvelle modification des fonds de garantie des dépôts, la réforme de la directive MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) et la directive sur le crédit immobilier.

239

En contraste avec cette longue liste de textes importants, la réglementation du secteur financier parallèle (ou *shadow banking*) est jusqu'à maintenant beaucoup plus limitée, puisque seule la directive sur les fonds d'investissement alternatifs (AIFM⁴ – *Alternative Investment Fund Manager*) s'y rattache. Mais la Commission européenne a manifesté son intention de poursuivre un effort de réglementation dans ce domaine en soumettant à consultation en 2012 le « Livre vert sur le système financier parallèle », s'inspirant des recommandations du G20.

Ce contraste entre l'avalanche de textes s'abattant sur le secteur déjà régulé et la pincée d'initiatives sur le secteur non régulé fait irrésistiblement penser à l'histoire de cet homme qui a perdu ses clés la nuit dans une rue sombre et qui les cherche sous un lampadaire ; son épouse

* Délégué aux Affaires européennes et internationales, Fédération bancaire française (FBF).

lui demande : « Tu es sûr qu'elles sont tombées là ? » et il lui répond : « Non, mais c'est le seul endroit éclairé ! » Heureusement, il semble que la lumière commence aussi à se répandre sur le secteur financier parallèle, ainsi que sur les efforts de régulation.

LA DIRECTIVE AIFM

Le premier texte de réglementation européenne sur le système financier parallèle est la directive AIFM.

Une mise au point difficile

Proposée par la Commission européenne en avril 2009, cette directive a fait l'objet d'un long processus de décision entre le Conseil européen et le Parlement européen, marqué par un *lobbying* intense de la part des gérants de fonds, installés à Londres, appuyés par les autorités britanniques.

Le rapporteur du projet au Parlement européen, Jean-Paul Gauzès (PPE⁵ – Parti populaire européen, France), se souvient d'avoir reçu 700 visites, dont 90 % venant de Londres, y compris le maire à deux reprises. Il y a eu vingt et une réunions en trilogue (réunions Conseil-Parlement-Commission), ce qui constituait un record à l'époque pour le secteur des services financiers, avant d'aboutir à un accord à la fin de 2010 pour une mise en œuvre en juillet 2013.

240

Objet de la directive

La directive AIFM a pour objectif de mettre en place une supervision des gestionnaires de fonds alternatifs et de mieux protéger les investisseurs. Pour ce faire, elle prévoit l'encadrement des gestionnaires des fonds d'investissement alternatifs qu'ils gèrent directement ou qu'ils commercialisent juste ces fonds. Tous les fonds gérés au sein de l'Union européenne et non assujettis à la directive portant sur les OPCVM relèvent de la directive AIFM, indépendamment de leur domiciliation, mais également les fonds vendus dans l'Union européenne même s'ils sont gérés ou domiciliés en dehors de son territoire. Entrent dans le champ de la directive tous les gestionnaires malgré leur grande hétérogénéité, y compris les *hedge funds*, mais aussi les fonds de capital-investissement et les fonds immobiliers (qu'ils aient ou non un effet de levier et qu'ils soient ou non ouverts).

Le passeport

Le principe de la directive AIFM est qu'elle repose sur un passeport qui permet la commercialisation des fonds visés au sein de l'Union européenne uniquement à destination des investisseurs professionnels (classification reprise de la directive MiFID), ce qui exclut les inves-

tisseurs particuliers qui sont alors redirigés vers les OPCVM. Ce passeport sera effectif dès son entrée en vigueur en 2013. Par ailleurs, il sera proposé à partir de 2015 aux gestionnaires et aux fonds domiciliés en dehors de l'Union européenne afin que l'Autorité européenne des marchés (ESMA – European Supervisory Market Authority) puisse évaluer l'efficacité du fonctionnement de ce document à l'intérieur de l'Union européenne et que la Commission européenne ait adopté l'acte délégué nécessaire à sa mise en œuvre.

Conditions d'agrément des gestionnaires

Afin d'harmoniser les règles pesant sur les fonds d'investissement alternatifs, la directive AIFM liste les différentes conditions d'agrément des gestionnaires : elle définit un niveau minimal de fonds propres, des compétences requises pour les dirigeants ; elle édicte des règles afin de gérer les conflits d'intérêts, de déléguer des fonctions à des tiers, de prévenir les risques du recours à l'effet de levier. Elle prévoit également des contrôles auprès des gestionnaires et encadre leur rémunération et leur évaluation.

Les pays tiers

Les fonds d'investissement alternatifs et les gestionnaires établis hors de l'Union européenne resteront néanmoins régis par les régimes de placement privé nationaux (enregistrement dans chaque État membre où une commercialisation est envisagée) jusqu'à la date de mise en service du système des passeports. La directive AIFM prévoit également, dans un souci de continuité d'application du droit, que les régimes de placement privé nationaux demeurent applicables y compris lorsqu'il sera possible d'obtenir un passeport. Cette période de coexistence des deux systèmes devrait durer environ trois ans. À l'issue de cette période, la Commission européenne envisage d'adopter des actes d'exécution afin que les gestionnaires se tournent définitivement vers le principe du passeport.

Enfin, la directive AIFM prévoit des accords de coopération entre l'Union européenne et les pays tiers afin d'encadrer certaines situations. Ces négociations seront organisées par l'ESMA suivant des lignes directrices établies par son conseil. Elles interviendraient pour des situations diverses telles que les gestionnaires implantés dans l'Union européenne, mais qui gèreraient et commercialiseraient des fonds d'investissement alternatifs en dehors de l'Union européenne, les gestionnaires implantés ou non dans l'Union européenne, mais aussi pour réglementer la situation des gestionnaires implantés dans l'Union européenne qui commercialisent (avec ou non un passeport) des fonds

implantés dans des pays tiers ou encore celle des gestionnaires de pays tiers gérant dans l'Union européenne des fonds domiciliés dans l'Union européenne.

Mise en œuvre de la directive

Actuellement, les pays membres sont à la fin du délai pour la transposition du texte dans leur législation nationale.

Le 19 décembre 2012, la Commission européenne a adopté un règlement délégué complétant la directive en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance. Il porte sur les conditions et la procédure permettant de définir un gestionnaire de fonds alternatifs et régissant son agrément, les conditions d'exercice des gestionnaires, notamment les règles en matière de rémunérations, de conflits d'intérêts, de gestion des risques, de gestion de liquidité, d'investissement dans des positions de titrisation, d'organisation et d'évaluation, les conditions de la délégation des fonctions de gestionnaire, les règles relatives aux dépositaires, notamment les tâches et les responsabilités de ces derniers, les obligations d'information et le calcul du levier, et les règles en matière d'accords de coopération⁶. Ce règlement délégué fait l'objet d'un droit de regard du Parlement européen et du Conseil européen pendant trois mois. Il entrera en vigueur, en l'absence de toute objection des deux colégislateurs, à l'issue de cette période, le jour qui suivra sa publication au *Journal officiel*.

242

Parallèlement, l'ESMA a publié deux consultations, qui ont pris fin le 1^{er} février 2013, pour préciser le champ d'application de la directive. D'une part, une consultation portant sur les standards techniques prévus par l'article 4 qui définit les types de fonds d'investissement alternatifs. D'autre part, un projet d'orientation sur les critères qualifiants et disqualifiants permettant de définir la notion de fonds d'investissement alternatif. L'ESMA a aussi publié des standards techniques qui doivent clarifier le champ d'application de la directive, la politique de rémunération et le contenu des accords de coopération avec les pays tiers. Le 11 février 2013, l'ESMA a déjà présenté une première série de recommandations sur la rémunération des gérants de fonds (article 13 et annexe II de la directive) qui prévoient le différé de paiement pour 40 % de la rémunération variable, le paiement en parts de fonds d'au moins 50 % de la rémunération, une évaluation pluriannuelle des gérants et la mise en place d'un comité de rémunération. À la suite de ces consultations, la Commission européenne élaborera un règlement délégué d'application.

Plus tard, en janvier 2015, l'ESMA rédigera un rapport établissant un bilan sur le fonctionnement du système de passeport pour les fonds

d'investissement alternatifs établis dans l'Union européenne. À la suite de cela, en avril de la même année, la Commission européenne adoptera un acte délégué afin de définir la date à laquelle les passeports entreront en vigueur pour les fonds établis à l'extérieur de l'Union européenne.

Enfin, en 2018, elle adoptera un autre acte délégué afin de fixer la date du terme des régimes de placement privé nationaux.

LE LIVRE VERT DE LA COMMISSION EUROPÉENNE

En mars 2012, conformément aux recommandations du CSF (Conseil de stabilité financière), la Commission européenne a publié un « Livre vert sur le système bancaire parallèle ». Son objectif était de clarifier la définition même du *shadow banking* malgré son caractère évolutif et cyclique, et de tracer des orientations prioritaires pour le réguler.

Définition et évaluation des risques du système financier parallèle

Le Livre vert retient que le système financier parallèle comprend :

- les entités financières qui sont actives dans l'intermédiation ou la distribution de crédits, mais qui n'acceptent pas de dépôts et ne sont pas régulées comme le secteur bancaire classique ;
- les fonds qui investissent dans des produits de crédit (y compris les fonds cotés en Bourse) ;
- les fonds monétaires et leurs équivalents ;
- les assureurs qui fournissent des garanties de crédits ;
- les véhicules d'investissement ou de financement spécifiques.

243

Le Livre vert essaie également de déterminer les risques créés par le système financier parallèle, tout en reconnaissant que celui-ci est nécessaire au bon financement de l'économie réelle, et les solutions qui pourraient y remédier.

En premier lieu, il explique que, au même titre que le secteur bancaire classique, le secteur bancaire parallèle peut être victime de fuites soudaines des fonds (*runs*) via le désengagement massif des investisseurs, créant ainsi des problèmes de liquidité ou de maturité des liquidités pouvant être dommageables. L'accumulation d'effets de levier importants et invisibles est également pointée du doigt par la Commission européenne comme source potentielle de risque systémique.

Le contournement des règles et de l'arbitrage réglementaire souvent utilisé par le système bancaire parallèle pour échapper aux cadres

législatifs est aussi mis en avant. Ainsi, certaines activités peuvent contourner les règles en matière de capital et de comptabilité qui s'appliquent à elles lorsqu'elles sont mises en œuvre par les banques.

Enfin, le dernier risque identifié par la Commission européenne est l'interdépendance entre le secteur bancaire classique et le secteur bancaire parallèle en raison des emprunts directs auprès du système traditionnel auxquels le système bancaire parallèle a recours, mais également en raison des passifs bancaires éventuels (rehaussement de crédit et lignes de trésorerie) et des répercussions que peuvent avoir sur le système traditionnel les ventes massives d'actifs.

Orientations potentielles

La Commission européenne s'est penchée sur les mesures à mettre en œuvre pour limiter les risques structurels que le secteur financier parallèle fait porter sur l'économie réelle. Afin de mettre en place cette réforme, elle a souhaité s'appuyer sur les différentes agences européennes comme l'ESMA, l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), l'ESRB (European Systemic Risk Board) et l'EBA (European Banking Authority) afin de croiser leurs données sur le secteur bancaire parallèle et sur les interconnexions de ce secteur avec le secteur classique. Dans ce cadre, le Livre vert envisage également de confier aux autorités nationales de nouvelles missions de surveillance qui devront être « proportionnées », « tenir compte des capacités et de l'expertise existantes en la matière » et « s'intégrer au cadre macroprudentiel » afin que les autorités puissent comprendre le fonctionnement des chaînes cachées de l'intermédiation du crédit et en évaluer correctement le risque systémique qu'elles font peser sur l'économie.

244

L'un des enjeux majeurs est de savoir s'il faut créer un nouveau cadre réglementaire spécifique au système financier parallèle ou s'il faut essayer d'élargir la réglementation bancaire classique afin d'y astreindre les activités de *shadow banking*, conformément à la logique du « *same business, same rules* » privilégiée par le G20. Sur cette question, le Livre vert envisage trois possibilités :

- la régulation indirecte des activités du système financier parallèle par la réglementation bancaire et assurantielle. Cette régulation a déjà commencé *via* la révision de la directive CRD portant sur les fonds propres, la réforme des normes comptables internationales IFRS (International Financial Reporting Standards)⁷ et la mise en œuvre de la directive Solvabilité II⁸ qui permet qu'une partie des risques soient directement portés par les initiateurs et les sponsors d'instruments titrisés eux-mêmes ;

– l'élargissement de la portée de la réglementation prudentielle en vigueur au système financier parallèle afin notamment de limiter les risques posés par l'arbitrage réglementaire. En effet, l'une des principales craintes des acteurs du marché bancaire est de voir apparaître *via* une nouvelle réglementation des distorsions de concurrence importantes ainsi qu'un étouffement du marché. Une double réglementation présenterait notamment le danger de créer pour les activités qui concernent les deux secteurs l'obligation de répondre à des garanties doubles venant de la réglementation du secteur classique et de celle du système bancaire parallèle. Les acteurs du secteur bancaire souhaitent que la Commission européenne soit vigilante quant à ne pas imposer des règles trop contraignantes qui pousseraient hors de leur champ d'application géographique les activités relevant du *shadow banking* qui sont nécessaires au financement de l'économie réelle. Une harmonisation du cadre législatif européen est donc nécessaire. La Commission européenne a notamment réfléchi à la couverture des fonds monétaires et des ETF (*exchange-traded funds*) par la législation existante en ce qui concerne les OPCVM. En ce sens, l'ESMA a élaboré des orientations qui sont entrées en vigueur dès juillet 2011 ;

– la réglementation directe de certaines activités du secteur financier parallèle dont la directive AIFM fait déjà partie.

Cependant, le Livre vert souhaite également l'adoption de règles afin de veiller à ce que les activités à risques ne soient plus déplacées du secteur traditionnel vers le *shadow banking* dans le but d'éviter leur réglementation. Ainsi, il vise à réduire les distorsions concurrentielles qui pèsent sur le secteur bancaire.

245

Réponses à la consultation

La Commission européenne a lancé parallèlement à son Livre vert une consultation des différentes parties prenantes, qui a suscité beaucoup d'intérêt. Il y a eu 140 contributions, dont 24 d'autorités publiques, 47 d'organisations professionnelles et 64 d'entreprises ou d'organismes divers.

Les réponses à la consultation sont presque toutes d'accord pour soutenir l'initiative de la Commission européenne dans ce domaine dans le but d'améliorer la transparence. Il y a donc un large consensus pour un cadre de régulation et de supervision renforcée du système financier parallèle.

En même temps, les réponses soulignent en général qu'il faut préserver un canal utile d'intermédiation financière qui profite à l'économie réelle au moment où le financement bancaire connaît des contraintes plus fortes. Il convient donc que les mesures soient proportionnées

aux risques et se focalisent sur les activités et les entités qui peuvent créer un risque systémique pour les marchés financiers.

La Fédération bancaire française (FBF) a ainsi proposé que les entités et les activités du système financier parallèle qui prennent des risques de crédit, même si elles ne collectent pas de dépôts du public, soient soumises à des règles de solvabilité et de liquidité comparables à celles des établissements de crédit, à partir d'un certain seuil d'activités. Elle rappelle que les entités du système financier parallèle n'ayant pas accès aux refinancements de la BCE, si elles se trouvaient dans l'impossibilité de financer leurs engagements, pourraient être conduites à arrêter brutalement leur financement ou à vendre massivement leurs actifs sur le marché pour assurer leur sauvegarde, actions qui sont de nature à nuire à la stabilité financière.

Toutes les réponses soulignent la nécessité d'améliorer la transparence et la collection des données pour renforcer la connaissance de ce secteur, qui est la base indispensable aux actions de réglementation et de supervision.

La définition du système financier parallèle, telle que retenue par le CSF (en bref « des non-banques faisant de l'intermédiation de crédit »), a été acceptée par la plupart des réponses qui soulignent que l'intermédiation de crédit et la transformation des maturités sont des caractéristiques essentielles du système financier parallèle. Les représentants de certains secteurs (par exemple, les fonds d'investissement, les entreprises de *leasing*, d'affacturage et d'assurance-crédit) ont expliqué que leurs activités ne devraient pas faire partie du système financier parallèle, parce qu'elles ne répondent pas à la définition ou parce qu'elles sont déjà soumises à régulation et qu'une double régulation doit être évitée.

La plupart des réponses soutiennent la nécessité d'une supervision du système financier parallèle, qui devrait être coordonnée au niveau international. Il est d'ailleurs noté que la taille du système financier parallèle en Europe est bien inférieure à celle qu'il a aux États-Unis.

Les répondants ont aussi marqué leur accord sur les cinq priorités soumises à consultation décrites ci-dessus, avec cependant des réserves sur la titrisation compte tenu du renforcement récent de la réglementation européenne sur ce sujet.

Intentions de la Commission européenne

La Commission européenne s'est félicitée du grand nombre de réponses à la consultation et d'un assez grand degré de consensus sur la définition du système financier parallèle et les priorités.

Elle va tenir compte de ces réponses, ainsi que de la publication en novembre 2012 du dernier rapport du CSF sur ce sujet. Dans son programme de travail, il est prévu une communication et un plan d'action au deuxième trimestre 2013, accompagnés de projets sectoriels ciblés, dont le premier pourrait porter sur les fonds monétaires.

NOTES

1. CRD2, 17 novembre 2009.
2. CRD3, 14 décembre 2010.
3. EMIR, 16 août 2012.
4. AIFM, 1^{er} juillet 2011.
5. Dont font partie l'UMP, les chrétiens-démocrates allemands...
6. Voir le site : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/20121219-directive/ia-resume_fr.pdf.
7. IFRS, 9 avril 2008.
8. Directive réformant l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, 17 décembre 2009.

247

BIBLIOGRAPHIE

- AMF (Autorité des marchés financiers) (2012), *Cartographie 2010 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne*, juillet. Disponible sur le site : www.amf-france.org/documents/general/10485_1.pdf.
- BARNIER M. (2012), « Vers une meilleure régulation du système bancaire parallèle », Conférence sur le système bancaire parallèle, discours, Bruxelles, 27 avril. Disponible sur le site : http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-12-310_fr.htm.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2012a), *Livre vert sur le système bancaire parallèle*, mars. Disponible sur le site : www.amf-france.org/documents/general/10485_1.pdf.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2012b), « Résumé des réponses reçues lors de la consultation sur le Livre vert sur le système bancaire parallèle », décembre. Disponible sur le site : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/shadow/replies-summary_en.pdf.
- DE VAUPLANE H. (2012), « Réguler le shadow banking : les propositions européennes et les autres », *Revue Banque*, n° 751. Disponible sur le site : www.revue-banque.fr/risques-reglementations/chronique/reguler-shadow-banking-les-propositions-europeenne.
- FBF (Fédération bancaire française) (2012), « Réponse de la FBF à la consultation de la Commission européenne dans le cadre de la parution du Livre vert sur le système bancaire parallèle ». Disponible sur le site : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/shadow/registered-organisations/ffb-fr-orig_en.pdf.
- PONS J.-F. et CAUSSE C. (2012), « Le G20 et le système financier parallèle », *Revue Banque*, mars. Disponible sur le site : www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/g20-systeme-financier-parallele.

