



Bruxelles, le 19.10.2017
COM(2017) 604 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

en application de l'article 29, paragraphe 3, du règlement (UE) 2015/2365 du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

en application de l'article 29, paragraphe 3, du règlement (UE) 2015/2365 du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012

1. INTRODUCTION

Le règlement (UE) 2015/2365 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation («SFTR») vise à permettre une meilleure compréhension des effets de la banque parallèle (intermédiation non bancaire du crédit) et à parer aux risques liés aux opérations de financement sur titres.

Les opérations de financement sur titres sont des opérations de financement ou de prêt garanties qui impliquent un échange temporaire d'actifs, l'une des jambes de la transaction servant de garantie (sûreté). Les opérations de mise en pension constituent la principale catégorie d'opérations de financement sur titres en termes d'encours et de volumes d'échanges. Elles sont généralement motivées par la nécessité d'emprunter de l'argent. Du point de vue de l'emprunteur, cette opération consiste à vendre des titres en échange d'espèces, tout en acceptant à l'avance de racheter ces titres à un prix prédéterminé. Les titres vendus servent de garantie pour l'acheteur (le fournisseur d'espèces) dans l'opération de mise en pension. Le prêt de titres, qui constitue la deuxième plus grande catégorie d'opérations de financement sur titres, est principalement induit par la demande de titres spécifiques sur le marché, par exemple à des fins de vente à découvert ou de règlement. Dans ce type de transaction, une contrepartie prête des titres, moyennant des frais, en échange d'une garantie, sous forme d'espèces ou d'autres titres, donnée par une autre contrepartie.

Les opérations de financement sur titres permettent aux banques et aux acteurs du marché non bancaire d'accéder à des financements / prêts à court terme garantis, créant ainsi des opportunités d'investissement et de financement à faible risque. Ainsi, les opérations de financement sur titres font partie intégrante de l'écosystème financier actuel. Le bon fonctionnement des marchés d'opérations de financement sur titres est essentiel pour permettre l'échange d'espèces et de titres entre les acteurs du marché, à savoir les établissements financiers et non financiers. Il favorise également la détermination des prix et la liquidité du marché secondaire pour différents titres et facilite la mise en œuvre de stratégies de gestion des risques et de gestion des garanties¹. De plus, le marché des pensions, en particulier, joue un rôle essentiel dans les opérations de politique monétaire des banques centrales européennes. En revanche, les opérations de financement sur titres rendent possibles une augmentation de l'effet de levier et des effets procycliques, comme on a pu le constater lors de l'éclatement de la crise financière en 2007-2008. Elles favorisent également l'interconnexion entre les différents types d'acteurs du marché et peuvent donc augmenter le risque de contagion financière.

¹ CSF, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking* (Renforcer la surveillance et la réglementation du système bancaire parallèle), 29 août 2013 http://www.fsb.org/2013/08/r_130829c/

Au niveau mondial, le Conseil de stabilité financière (CSF) a pour mission d'identifier ces risques et d'élaborer des recommandations pour y faire face de manière coordonnée à l'échelle internationale. En août 2013, le CSF a adopté un cadre d'action² pour parer aux risques liés au système bancaire parallèle en ce qui concerne les prêts de titres et les mises en pension. Ce cadre comprend un ensemble de recommandations stratégiques et a été adopté en septembre 2013 par les dirigeants du G20. Plusieurs de ces recommandations visent à améliorer la transparence du marché des opérations de financement sur titres grâce à la transmission d'informations réglementaires fréquentes et détaillées. Le SFTR transpose ces recommandations à l'échelon de l'UE.

En novembre 2015, le CSF a élargi ses recommandations stratégiques³ avec un cadre réglementaire sur les décotes d'opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée. Une décote est une réduction appliquée à la valeur des garanties fournies, pour tenir compte du risque de marché. Les décotes visent à empêcher un recours excessif à l'effet de levier et à atténuer la concentration des risques et le risque de défaut.

2. OBJET DU RAPPORT ET CONTRIBUTION DES PARTIES PRENANTES

En vertu de l'article 29, paragraphe 3, du SFTR, la Commission est tenue de présenter un rapport *«sur les avancées de l'action menée au niveau international pour atténuer les risques liés aux opérations de financement sur titres, y compris s'agissant des recommandations du CSF sur les décotes d'opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée, et sur la pertinence de ces recommandations pour les marchés de l'Union.»*

Afin de mettre en contexte les recommandations du CSF et de répondre à l'engagement de la Commission dans sa communication sur l'appel à témoignages⁴, le présent rapport contient également une brève évaluation des marchés européens des opérations de financement sur titres.

En application du SFTR, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a présenté, en coopération avec l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Comité européen du risque systémique (CERS), un rapport⁵ évaluant :

- si l'utilisation d'opérations de financement sur titres conduit à une augmentation importante de l'effet de levier dont ne traite pas la réglementation existante;
- les solutions disponibles, le cas échéant, pour prévenir cette augmentation;
- si d'autres mesures s'imposent pour réduire les effets procycliques de cet effet de levier.

² Ibid.

³ CSF, *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance* (Transformer le système bancaire parallèle en un financement de marché résilient), 12 novembre 2015 <http://www.fsb.org/2015/11/regulatory-framework-for-haircuts-on-non-centrally-cleared-securities-financing-transactions-2/>

⁴ COM(2016) 855 final

⁵ AEMF, *Report on securities financing transactions and leverage in the EU* (rapport sur les opérations de financement sur titres et l'effet de levier dans l'UE), 4 octobre 2016 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-reports-shadow-banking-leverage-and-pro-cyclicality> (en anglais).

De plus, un certain nombre d'autres documents stratégiques et de contributions ont été pris en compte pour l'élaboration de ce rapport, en particulier les documents précités du CSF, et des rapports du CERS⁶⁷ et de la Banque des règlements internationaux (BRI)⁸.

3. MARCHES DES OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

3.1. FONCTIONNEMENT DES MARCHES EUROPEENS D'OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

Les marchés d'opérations de financement sur titres jouent un rôle essentiel dans le système financier actuel en aidant les acteurs du marché à satisfaire leurs besoins en termes de financement garanti et de constitution de sûretés. Les mises en pension sont particulièrement importantes pour le fonctionnement des marchés interbancaires, car elles constituent une alternative aux prêts interbancaires non garantis et aux dépôts à terme, pour couvrir les réserves obligatoires et gérer les besoins en liquidités.

Depuis la crise financière, il est devenu plus important d'atténuer le risque de contrepartie, ce qui a entraîné une demande croissante de garanties parmi les acteurs du marché. Ceux-ci se sont donc détournés des marchés de prêts non garantis pour se reporter massivement sur ceux des prêts garantis. Le chiffre d'affaires du marché des prêts garantis a été 10 fois supérieur à celui des prêts non garantis en 2015, alors qu'il ne lui était encore que 1,6 fois supérieur en 2008⁹. En termes de volume, l'encours sur les marchés européens des mises en pension a atteint 5 600 milliards d'euros, ce qui représente environ 13 % de l'actif total des banques de l'UE ou 25 % de l'encours des obligations et des actions cotées libellées en euros¹⁰.

Les mises en pension ne permettent pas seulement d'obtenir des financements garantis. Les investisseurs institutionnels et les contreparties non financières utilisent les marchés des pensions pour stocker des espèces et toucher des intérêts. En outre, les banques et les autres participants à ces marchés cherchent souvent à obtenir des titres pouvant être utilisés comme garantie à l'appui de transactions financières, au-delà de l'emprunt ou du prêt d'espèces. Pour ce faire, ils peuvent avoir recours à des opérations de prise en pension, qui impliquent la vente et la revente effectives d'actifs financiers, ou à des opérations de prêt de titres, une autre catégorie importante d'opérations de financement sur titres. Les opérations de financement sur titres ont longtemps été utilisées comme une source de titres, par exemple pour effectuer des ventes à découvert. En raison du développement des garanties pour les opérations sur les

⁶ CERS, *Opinion to ESMA on securities financing and leverage* (Avis à l'attention de l'AEMF concernant le financement sur titres et l'effet de levier), 4 octobre 2016

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/20161004_esrbopinion.en.pdf?

⁷ CERS, *The macroprudential use of margins and haircuts*, (Utilisation macroprudentielle des marges et des décotes), 16 février 2017

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/170216_macroprudential_use_of_margins_and_haircuts.en.pdf?8115a0e7c89b631df250abdcf9ad008a

⁸ BRI, Documents du CSFM n° 59 *Repo market functioning* (Fonctionnement du marché des pensions), 12 avril 2017 <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

⁹ Enquête de la BCE sur les marchés monétaires

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

¹⁰ Enquête de l'ICMA sur les marchés <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Info/Repo-Market-Surveys/No.-32-December-2016/RepoSurvey-140217.pdf>

produits dérivés de gré à gré, notamment du fait du recours accru à la compensation centrale par des CCP, l'utilisation des contrats dérivés de gré à gré est plus étroitement liée à la disponibilité de garanties. Les acteurs du marché qui participent à des opérations sur produits dérivés de gré à gré mettent souvent des titres en pension pour obtenir des espèces afin de couvrir leurs besoins de marge, tandis que les contreparties centrales peuvent avoir recours à des opérations de prise en pension pour stocker des garanties en espèces, ce qui entraîne une demande supplémentaire des deux côtés du marché des pensions.

Plus récemment, d'importants changements ont été observés sur les marchés des pensions. La demande de titres utilisables en garantie a considérablement augmenté alors que, d'après les parties prenantes, l'offre de garanties de haute qualité a diminué, tout au moins pendant certaines périodes. Cela s'est traduit par des encours de prises en pension plus élevés que les encours de mises en pension, et notamment par une augmentation des primes pour les garanties spéciales¹¹.

La crise de la dette souveraine a probablement affecté l'offre d'actifs, en raison de la détérioration du crédit de certaines obligations d'État que les acteurs du marché ne considèrent plus comme des garanties de haute qualité. Les acteurs du marché perçoivent également le programme d'achat d'actifs, et en particulier d'obligations d'État, du SEBC comme contribuant à la pénurie de garanties de haute qualité et au faible coût du financement en EUR par rapport au financement en USD. Ce faible coût peut avoir un effet indirect sur la demande de titres, en rendant plus rentable l'échange d'USD contre des EUR et l'investissement du produit de cet échange dans des actifs libellés en euros. Le positionnement sur le marché à un moment précis a également son importance: une augmentation des positions courtes fait elle aussi grimper la demande de titres.

En outre, les parties prenantes affirment qu'en plus de la politique macroéconomique, la réglementation a également pu avoir un impact sur l'activité des marchés de garanties. Outre les exigences de compensation centrale qui ont entraîné une hausse générale de la demande de garanties, les acteurs du marché font fréquemment remarquer que Bâle III a transformé et remodelé la structure et la dynamique du marché des pensions. Le ratio de levier, les exigences de fonds propres pour risques, le ratio de couverture des besoins de liquidité et le ratio de financement stable net sont considérés comme ayant un impact cumulatif sur la liquidité du marché des pensions. Chacun de ces éléments est considéré comme imposant des contraintes ou comme augmentant le coût des opérations de pension.

Des signes de tensions sont récemment apparus sur les marchés des pensions, notamment aux alentours des dates de déclaration réglementaire: certains établissements financiers ont temporairement réduit leur activité ou se sont retirés de ces marchés à la fin de l'année 2016 et, dans une moindre mesure, en fin de trimestre. Dans certains cas, la pénurie de garanties de haute qualité, bien qu'anticipée par les acteurs du marché, a été si marquée qu'elle a entraîné, à certaines dates, une forte hausse de la prime sur les rares garanties disponibles. Il est difficile de savoir si cela a eu un impact sur les cours obligataires et la liquidité à une échelle plus large; jusqu'à présent, il semble que l'effet ait été très limité et de courte durée.

¹¹ Ibidem.

3.2. EFFET DE LEVIER ET OPTIONS POUR EMPECHER SON AUGMENTATION

En facilitant la croissance du crédit, les opérations de financement sur titres créent un effet de levier¹² allant au-delà du système bancaire soumis à une réglementation prudentielle. En outre, le réinvestissement des garanties en espèces et la réutilisation des garanties autres qu'en espèces peuvent permettre aux acteurs du marché d'optimiser leurs positions de manière récurrente¹³. Dans certaines situations, cela pourrait entraîner une augmentation excessive de l'effet de levier qui, à son tour, pourrait présenter un risque pour la stabilité financière, notamment en raison d'effets procycliques implicites: en général, l'effet de levier contribue à la croissance du bilan pendant les phases de prospérité économique et favorise le désendettement pendant les périodes de ralentissement¹⁴.

La contribution exacte des opérations de financement sur titres à l'augmentation de l'effet de levier est difficile à évaluer en raison du manque de données détaillées (par exemple, sur le volume des opérations de prêt avec appel de marge ou sur le réinvestissement et la réutilisation des garanties) et des objectifs potentiellement différents de ces opérations. L'obligation de déclaration au niveau des transactions introduite par le SFTR permettra aux autorités de générer ces données à l'avenir et de mieux analyser les conséquences des opérations de financement sur titres en termes d'effet de levier.

Avant de s'attaquer à l'augmentation de l'effet de levier, il faut d'abord noter qu'il existe différentes manières de le mesurer. Par exemple, il faut tenir compte des différences entre l'effet de levier brut et l'effet de levier net pour comprendre les conséquences de cet effet sur la stabilité financière. Des travaux sont actuellement en cours dans ce domaine pour élaborer des méthodes de mesure de l'effet de levier qui soient cohérentes d'une juridiction et d'un secteur à l'autre¹⁵.

Un certain nombre d'éléments du cadre réglementaire des services financiers de l'UE visent à limiter l'effet de levier et les effets procycliques. C'est notamment le cas dans le secteur bancaire avec le dispositif de Bâle III¹⁶, même si certaines des mesures de ce dispositif n'ont été introduites que récemment et ne sont pas encore pleinement mises en œuvre. Certaines mesures et exigences concernant l'effet de levier s'appliquent également aux entreprises d'assurance, aux contreparties centrales et aux fonds d'investissement. Il n'existe actuellement aucun instrument à l'échelle de l'UE qui vise à freiner l'augmentation de l'effet de levier dans tous les secteurs financiers.

¹² L'effet de levier désigne l'utilisation de fonds empruntés pour l'achat d'actifs.

¹³ CERS (2016), p. 5

¹⁴ AEMF (2016), p. 48

¹⁵ AEMF (2016), p. 48

¹⁶ Le rapport de l'AEMF (2016), p. 25, cite un certain nombre d'instruments mis en œuvre dans le cadre du dispositif de Bâle III par le biais de la directive sur les exigences de fonds propres (directive 2013/36/UE, ou «CRD») et du règlement (règlement (UE) n° 575/2013, ou «CRR»). Ces mesures comprennent des exigences plus strictes en matière d'absorption des pertes et de fonds propres de haute qualité; des exigences de fonds propres plus strictes pour les expositions au risque de contrepartie découlant d'instruments dérivés et d'opérations de financement sur titres; l'introduction du ratio de levier, du ratio de couverture des besoins de liquidité et du ratio de financement stable net; et de meilleures structures de gestion des risques, de gouvernance et de rémunération.

Au-delà des mesures sectorielles susmentionnées, les marges et les décotes peuvent, dans le contexte spécifique des opérations de financement sur titres, constituer des outils utiles pour limiter l'augmentation de l'effet de levier et plus particulièrement son utilisation récurrente. Le CSF a émis des recommandations concernant les décotes de garanties, qui sont détaillées ci-après (voir section 4.6).

Bien que l'application de décotes puisse limiter l'augmentation de l'effet de levier, cette pratique peut aussi avoir des effets potentiellement procycliques. Dans les périodes de reprise économique, les acteurs du marché peuvent diminuer les niveaux de décotes car ils tablent sur un risque plus faible de liquidation des garanties. Dans les périodes de ralentissement, ils peuvent avoir tendance à augmenter les décotes car ils s'attendent à une plus grande volatilité lors de la liquidation des garanties¹⁷. Or, à ce stade, on ne dispose d'aucune indication précise quant à la façon dont ces variations de décotes influent sur les prix des actifs, l'effet de levier et les cycles financiers, et quant à l'ampleur de cette influence¹⁸.

4. ACTIONS INTERNATIONALES VISANT A ATTENUER LES RISQUES LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES

4.1. CONTEXTE

En août 2013¹⁹ et en novembre 2015²⁰, le CSF a publié des rapports formulant des recommandations pour parer aux risques que les opérations de financement sur titres représentent pour la stabilité financière. Ces recommandations visent, globalement, à:

- améliorer la transparence des marchés d'opérations de financement sur titres par le biais de rapports et de publications réglementaires réguliers et détaillés;
- introduire des normes réglementaires concernant le réinvestissement des garanties en espèces;
- introduire des principes concernant la réhypothécaction d'actifs de clients;
- introduire des normes réglementaires concernant l'évaluation / la gestion des garanties; et
- introduire des normes qualitatives concernant les méthodes de calcul des décotes de garanties et instaurer un cadre d'application de planchers chiffrés pour les décotes.

Les sections suivantes décrivent brièvement ces recommandations et évaluent l'état d'avancement de leur mise en œuvre à la fois au niveau de l'UE et à l'échelon international. Elles proposent, le cas échéant, d'éventuelles solutions.

4.2. TRANSPARENCE DES MARCHES D'OPERATIONS DE FINANCEMENT SUR TITRES (RECOMMANDATIONS 1 A 5 DU CSF)

Les autorités devraient pouvoir collecter des informations exhaustives et à jour sur les expositions liées à des opérations de financement sur titres entre établissements financiers,

¹⁷ CERS (2016), p. 10

¹⁸ CERS (2017), p. 35

¹⁹ CSF (2013)

²⁰ CSF (2015)

notamment sur la composition et l'évolution des garanties sous-jacentes. À cette fin, des données sur les transactions et les positions relatives à ces opérations devraient être collectées de manière fréquente et avec un niveau de détail élevé. La cohérence du processus de collecte des données garantie par la définition et l'application de normes devrait permettre l'agrégation à l'échelon régional et international des données collectées. Enfin, étant donné que les opérations de financement sur titres sont largement utilisées par les fonds d'investissement, les gestionnaires de ces fonds devraient être tenus de communiquer à leurs investisseurs finaux des informations appropriées sur les activités ayant trait à ces opérations.

Le SFTR, adopté en novembre 2015, suit ces recommandations. Il se concentre sur trois piliers:

- obligation pour les contreparties à des opérations de financement sur titres de déclarer toutes leurs opérations de financement sur titres aux référentiels centraux;
- obligation pour les fonds d'investissement de déclarer l'utilisation d'opérations de financement sur titres aux investisseurs dans leurs rapports réguliers et leurs documents précontractuels;
- conditions minimales de transparence concernant la réutilisation de garanties reçues dans une opération de financement sur titres, telles que la divulgation des risques et des conséquences, ainsi que l'accord préalable de la contrepartie qui fournit la garantie (conformément à la recommandation 7 du CSF sur la réhypothécaion, voir section 4.4)

Le SFTR suit toutes les recommandations du CSF sur la transparence. Les informations à déclarer au niveau des positions et des transactions en vertu du SFTR sont également conformes aux préconisations du CSF. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), responsable de l'élaboration des normes techniques de mise en œuvre du SFTR, a pris en compte les travaux du CSF et inclus les éléments d'information requis dans le cadre qu'elle a proposé pour les obligations déclaratives. La Commission et l'AEMF continuent de coopérer étroitement avec le CSF, et les travaux de ce dernier seront pris en compte dans la version finale, en cours d'élaboration, des mesures de mise en œuvre du SFTR. Les obligations de déclaration devraient s'appliquer à partir de 2019. La Commission évaluera l'efficacité du SFTR deux ans après.

4.3. REINVESTISSEMENT DES GARANTIES EN ESPECES (RECOMMANDATION 6 DU CSF)

Les autorités responsables d'entités non bancaires engagées dans des prêts de titres (prêteurs principaux et agents de prêt) devraient mettre en place dans leur ressort des régimes réglementaires qui respectent les normes minimales du CSF concernant le réinvestissement des garanties en espèces, afin de limiter les risques de liquidité découlant de ces activités. Ces normes minimales contiennent des principes et des mesures de haut niveau couvrant le risque de liquidité, la transformation des échéances, la concentration des risques et le risque de crédit.

En août 2014, l'AEMF a adopté des *Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières)*²¹ qui établissent des règles concernant le réinvestissement de garanties en espèces par les gestionnaires d'actifs d'OPCVM participant à des opérations de prêt de titres. Ces règles couvrent la liquidité, l'évaluation, la diversification, l'éligibilité, la corrélation et d'autres critères applicables aux garanties en espèces réinvesties. Bien que ces orientations et recommandations ne soient pas obligatoires, les autorités compétentes et les acteurs du marché financier doivent faire tout leur possible pour s'y conformer, ou expliquer pourquoi ils n'en ont pas l'intention.

Par ailleurs, le règlement de l'UE sur les fonds monétaires (MMF)²² interdit expressément à ces fonds de passer des accords de prêts de titres.

4.4. REHYPOTHECATION²³ D'ACTIFS DE CLIENTS (RECOMMANDATIONS 7 ET 8 DU CSF)

Le CSF a formulé plusieurs recommandations concernant la réhypothéca­tion d'actifs de clients. Premièrement, l'intermédiaire financier devrait communiquer suffisamment d'informations à ses clients concernant la réhypothéca­tion de leurs actifs afin qu'ils puissent comprendre les risques qu'ils encourent en cas de défaillance de sa part. Deuxièmement, les actifs des clients peuvent être réhypothéqués par un intermédiaire dans le but de financer les positions longues des clients et de couvrir des positions courtes, mais ils ne devraient pas être réhypothéqués dans le but de financer les activités de l'intermédiaire pour son propre compte. Troisièmement, seules les entités soumises à une réglementation adéquate du risque de liquidité devraient être autorisées à réhypothéquer des actifs de clients.

En ce qui concerne les informations à fournir aux clients, l'article 15 du SFTR prévoit que le droit de réutiliser des garanties est soumis à l'obligation d'informer le fournisseur de ces garanties des risques et des conséquences que pourrait entraîner le fait d'autoriser leur utilisation. En outre, le droit de réutiliser des garanties est soumis au consentement exprès préalable de celui qui les fournit.

Concernant l'utilisation d'actifs de clients pour des activités pour compte propre, la MiFID I²⁴ prévoit que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit doivent protéger les droits de propriété des clients et empêcher l'utilisation des instruments financiers en question pour compte propre, sauf consentement exprès des clients. Ces exigences seront encore renforcées à compter de janvier 2018 dans le cadre de la MiFID II²⁵, qui interdit la conclusion avec des clients de détail de contrats de garantie financière avec transfert de propriété et qui impose des conditions sur la conclusion de tels contrats avec des clients professionnels, en soulignant notamment les risques encourus et l'effet sur les instruments financiers et les fonds des clients. Enfin, en ce qui concerne les OPCVM, les orientations de l'AEMF sur les fonds

²¹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enfr.pdf>

²² Règlement (UE) 2017/1131 du 14 juin 2017

²³ Dans la terminologie employée par le CSF, le terme «réutilisation» est défini comme toute utilisation de titres remis dans le cadre d'une opération pour garantir une autre opération. Le terme «réhypothéca­tion» est plus étroitement défini comme la réutilisation d'actifs de clients.

²⁴ Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

²⁵ Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014

cotés et autres questions liées aux OPCVM et le règlement MMF prévoient que les garanties financières autres qu'en espèces ne devraient pas être vendues, réinvesties ou mises en gage.

Les établissements financiers (à savoir, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit) autorisés à réhypothéquer des actifs de clients dans les conditions susmentionnées sont dans tous les cas soumis à la réglementation relative au risque de liquidité en vertu du cadre de l'UE sur les exigences de fonds propres.

4.5. ÉVALUATION ET GESTION DES GARANTIES (RECOMMANDATION 9 DU CSF)

Les contreparties aux opérations de financement sur titres qui reçoivent des garanties ne devraient accepter que les types de garanties qu'elles sont en mesure, en cas de défaillance de la contrepartie, de conserver un certain temps sans enfreindre la législation ou la réglementation, et dont elles sont capables de déterminer la valeur et de gérer les risques de manière appropriée. Elles devraient également disposer de plans d'urgence en cas de défaillance de leurs principales contreparties du marché, notamment dans les périodes de tension sur les marchés.

Les garanties et les titres prêtés devraient faire l'objet d'une évaluation au prix du marché à une fréquence au moins quotidienne et la marge de variation devrait être collectée à une fréquence au moins quotidienne lorsque les montants dépassent un seuil minimum acceptable.

Des normes réglementaires minimales pour l'évaluation et la gestion des garanties ont été introduites pour les OPCVM et les fonds monétaires, pour certains établissements de crédit et entreprises d'investissement ainsi que pour les entreprises d'assurance et les fonds de retraite professionnelle.

Pour les OPCVM, des règles relatives à la gestion des garanties figurent dans les orientations de l'AEMF sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM. Les garanties reçues devraient être très liquides et se négocier sur un marché réglementé ou dans un système de négociation multilatérale appliquant un système de prix transparent, de sorte qu'elles puissent être vendues rapidement. Elles devraient faire l'objet d'une évaluation à une fréquence au moins quotidienne et les actifs au prix très volatile ne devraient pas être acceptés, à moins que des décotes suffisamment prudentes ne leur soient appliquées. De plus, le règlement MMF prévoit des règles plus strictes en matière de gestion des garanties, en particulier en raison de la spécificité des fonds monétaires. La Commission est habilitée à adopter des actes délégués précisant les exigences quantitatives et qualitatives de liquidité et de qualité de crédit applicables aux garanties reçues.

Pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui utilisent des méthodes fondées sur des modèles internes pour calculer l'exigence minimale de fonds propres liée aux opérations de financement sur titres, les dispositions de l'UE sur les exigences de fonds propres prévoient la création d'une unité de gestion des sûretés. La MiFID II impose aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit i) de veiller, pour tous leurs clients, à ce que les emprunteurs d'instruments financiers des clients fournissent des garanties appropriées et ii) de s'assurer en permanence que ces garanties restent appropriées et de

prendre les mesures nécessaires pour maintenir l'équilibre entre la valeur des garanties et la valeur des instruments des clients.

Pour les entreprises d'assurance et de réassurance, la directive solvabilité II²⁶ a introduit un principe de prudence qui veut que les entreprises d'assurance n'investissent que dans des actifs et instruments dont elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer et contrôler les risques. Les assureurs peuvent s'engager dans des opérations de financement sur titres à condition de respecter ce principe de prudence. Dans ce cas, les garanties doivent être évaluées conformément à la directive solvabilité II et à son acte délégué. Pour les fonds de retraite professionnelle, un principe de prudence similaire figure dans la directive IRP2²⁷. En outre, un système approprié de gestion des risques est introduit afin d'assurer un équilibre par rapport à la liberté d'investissement. En ce qui concerne les assureurs, dans la mesure où le principe de prudence est respecté, les fonds de pension peuvent s'engager dans des opérations de financement sur titres.

4.6. DECOTES DE GARANTIES (RECOMMANDATIONS 12 A 18 DU CSF)

Le cadre du CSF sur les décotes recommande une double approche:

1. des normes qualitatives concernant les méthodes utilisées par les acteurs du marché pour calculer les décotes de garanties; et
2. des planchers de décotes chiffrés (selon le tableau ci-dessous) pour les opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée consistant dans le financement d'entités non bancaires contre des garanties autres que des titres de créance publics.

Planchers de décotes chiffrés pour les opérations de financement sur titres contre des espèces

| Échéance résiduelle des garanties | Niveau de décote | |
|--|---------------------------------|-------------------|
| | Entreprises ou autres émetteurs | Produits titrisés |
| | 0,5 % | 1 % |
| Titres de créance > 1 an, ≤ 5 ans | 1,5 % | 4 % |
| Titres de créance > 5 ans, ≤ 10 ans | 3 % | 6 % |
| Titres de créance > 10 ans | 4 % | 7 % |
| Actions faisant partie d'un indice important | 6 % | |

²⁶ Directive 2009/138/CE, du 25 novembre 2009

²⁷ Directive (UE) 2016/2341 du 14 décembre 2016

| | |
|---|------|
| Autres actifs inclus dans le champ d'application du cadre réglementaire | 10 % |
|---|------|

Source: Cadre réglementaire du CSF relatif aux décotes pour les opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée

Recommandations méthodologiques

Les normes minimales relatives à la méthode de calcul des décotes complètent la réglementation existante de l'effet de levier fondée sur les entités (pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement) et visent spécifiquement à réduire les effets procycliques. À noter que le champ d'application de cette recommandation est vaste puisqu'elle s'applique à tous les acteurs du marché recevant des garanties dans le cadre d'opérations de financement sur titres.

Il n'existe actuellement aucune norme de ce type applicable à tous les acteurs du marché dans l'UE. Cependant, les orientations de l'AEMF sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM définissent de telles normes pour les OPCVM. Plus précisément, en matière de décote, chaque OPCVM devrait avoir une politique claire, adaptée à chaque catégorie d'actifs reçus au titre de garantie financière et tenant compte des caractéristiques des actifs, tels que la qualité de crédit, la volatilité et les résultats de tests de résistance réguliers.

Recommandations relatives aux planchers de décotes chiffrés

Les planchers de décotes chiffrés visent à empêcher un accroissement systémique de l'effet de levier en dehors du système bancaire. Le champ d'application des recommandations relatives à ces planchers chiffrés (à savoir, les opérations de financement sur titres non compensées de manière centralisée consistant dans le financement d'entités non bancaires contre des garanties autres que des titres de créance publics) est plus restreint que celui de la recommandation relative à la méthode de calcul des décotes. Ces recommandations complètent le dispositif de Bâle III et concernent le financement sur titres d'entités non bancaires par des banques et par des entités non bancaires. Ces planchers de décotes chiffrés ne s'appliqueraient pas au financement sur titres de banques et d'entreprises d'investissement soumises à une réglementation adaptée en matière de fonds propres et de liquidité sur une base consolidée (opérations de financement sur titres entre banques), car le CSF estime que cette application ferait double emploi avec les exigences existantes. Selon les recommandations du CSF, les planchers de décotes chiffrés pour les opérations de financement sur titres d'entités non bancaires par des banques devraient d'abord être intégrés dans le dispositif de Bâle III. Les autorités devraient ensuite mettre en œuvre ce cadre en imposant aux acteurs du marché d'effectuer leurs opérations à un taux supérieur aux planchers. Cette mise en œuvre pourrait passer soit par une réglementation fondée sur les entités (sur la base du dispositif de Bâle III), soit par une réglementation applicable à l'ensemble du marché, qui engloberait un éventail plus large d'entités susceptibles d'accorder un financement sur titres à des entités autres que des banques, soit encore par une combinaison de ces méthodes.

À l'heure actuelle, il n'existe aucune exigence réglementaire à l'échelon de l'UE concernant des planchers de décotes chiffrés pour les opérations de financement sur titres entre banques

et entités non bancaires ou entre entités non bancaires relevant du champ d'application de la recommandation du CSF.

Solutions possibles concernant les recommandations relatives aux décotes

La réflexion sur les mesures réglementaires possibles concernant les décotes passe par un certain nombre de considérations importantes.

Premièrement, si les décotes peuvent contribuer à restreindre l'effet de levier, leurs effets sur la procyclicité ne sont pas tout à fait clairs (comme le décrit la section 3.1) et peuvent dépendre de la façon dont elles sont appliquées (par exemple du caractère dynamique ou statique des décotes planchers). Une décision sur d'éventuelles règles qualitatives ou quantitatives relatives aux décotes serait facilitée par une meilleure compréhension de la relation mutuelle entre les décotes et les effets procycliques. Deuxièmement, les discussions entre l'AEMF et les acteurs du marché, ainsi que les données révélées dans ce contexte, suggèrent que les décotes effectivement appliquées par les acteurs du marché ont tendance à être égales ou supérieures aux planchers de décotes recommandés par le CSF, même dans le contexte actuel de marché relativement favorable. Il est donc difficile de bien cerner l'impact que pourrait avoir la mise en œuvre des recommandations du CSF sur le marché dans la pratique. Troisièmement, les opérations de financement sur titres faisant l'objet de la recommandation du CSF sur les planchers de décotes chiffrés ne représentent qu'une part limitée du marché global²⁸, et il pourrait être utile de réévaluer l'étendue d'éventuelles mesures en s'appuyant sur des données exhaustives. Quatrièmement, l'intégration dans le dispositif de Bâle III de planchers de décotes chiffrés pour les opérations de financement sur titres entre banques et entités non bancaires, initialement recommandée par le CSF pour la fin 2015 comme une condition préalable pour que les autorités fixent des planchers, a encore pris du retard. Enfin, d'autres grandes juridictions (par exemple, les États-Unis et le Japon) n'en sont qu'au début de leur phase d'évaluation et n'ont pas encore pris de décision sur les planchers de décotes.

Le rapport de l'AEMF précité soutient cette approche et fournit des informations supplémentaires sur plusieurs des points susmentionnés, en particulier en ce qui concerne les planchers de décotes chiffrés²⁹. En conclusion, il semble opportun d'évaluer l'éventuelle introduction de normes qualitatives et de planchers de décotes chiffrés sur la base de données plus détaillées sur les opérations de financement sur titres, données qui seront disponibles une fois que toutes les obligations de déclaration du SFTR deviendront effectives (selon le calendrier actuel, à partir de 2019).

²⁸ Les estimations varient de 8 à 35 % du marché des mises en pension de l'UE et vont jusqu'à 25 % du marché des prêts de titres de l'UE, selon l'AEMF (2016). Il s'agit de limites supérieures, étant donné que les chiffres incluent les opérations entre banques.

²⁹ Un avis du Comité européen du risque systémique (CERS) à l'appui du rapport de l'AEMF adopte une vision plus prudente et recommande de mettre en œuvre le cadre réglementaire du CSF sur les planchers de décotes chiffrés avant que de nouvelles données ne soient disponibles. Il admet toutefois que les données disponibles sont effectivement insuffisantes et que d'autres analyses empiriques et conceptuelles sont nécessaires.

5. CONCLUSIONS GENERALES

Dans une large mesure, les recommandations du CSF sur les opérations de financement sur titres ont été suivies dans l'UE, avec l'adoption du SFTR et de dispositions spécifiques dans les actes législatifs et orientations sectorielles applicables aux services financiers. Il ne semble donc pas nécessaire d'adopter d'autres mesures réglementaires à ce stade.

En ce qui concerne les normes qualitatives transsectorielles relatives au calcul des décotes et à l'introduction de planchers de décotes chiffrés, toute évaluation de la nécessité et de l'étendue d'une éventuelle action réglementaire dans ce domaine devrait se baser sur des données exhaustives et détaillées concernant les marchés des opérations de financement sur titres, données qui seront disponibles une fois que l'obligation de déclaration prévue par le SFTR prendra effet. En outre, la dynamique actuelle des marchés (telle que décrite dans la section 3) confirme la nécessité d'un certain degré de prudence et d'éléments solides pour permettre une réflexion sur une initiative réglementaire comportant l'imposition d'exigences quantitatives. Les avancées au niveau international sont comparables à celles de l'UE (début de la phase d'évaluation) et aucune autre région n'a, à ce stade, pris de décision quant à une action réglementaire relative à des planchers de décotes. L'introduction éventuelle de planchers de décotes chiffrés devrait idéalement se dérouler de manière coordonnée au niveau international, de manière à ne pas fausser les conditions de concurrence et à ne pas défavoriser les acteurs du marché opérant dans la première juridiction à imposer de tels planchers.

La Commission continuera de suivre étroitement l'évolution du marché des opérations de financement sur titres et de la sphère réglementaire internationale. Elle réévaluera la valeur ajoutée de normes qualitatives et de planchers de décotes sur la base d'un rapport qui sera rédigé par l'AEMF, une fois que des données exhaustives sur ces opérations seront disponibles.