

Chronique financière

LE GRAND RETOUR DU POLITIQUE DANS LA FINANCE ?

2017 : la remise en cause d'une régulation financière concertée ?

Depuis la crise de Lehman Brothers, plusieurs G7 et G20 avaient été consacrés, en partie ou en totalité, à re-réguler les circuits financiers internationaux. Le constat était à la fois simple et terrifiant: la contagion de la crise des sub-primes avait mis en place une déstabilisation majeure de la finance internationale, entraînant par ricochet dans la récession le commerce international mais, également et conjointement, les économies nord-américaines et européennes ainsi que celles de nombreux Etats émergents.

En 2008 et 2009, l'enjeu était d'écrire des règles transatlantiques communes, applicables au monde de la finance et acceptées mondialement. Etaient concernés : les banques bien sûr et leurs fonds propres, l'identification des acteurs de la finance, bancaire, para-bancaire et non-bancaire ainsi que leur enregistrement auprès des régulateurs. Mais aussi, par exemple, les garanties afférentes à la négociation et la post-exécution des instruments financiers, notamment en donnant un rôle central et stratégique aux chambres de compensation dans la gestion des risques.

Cette nouvelle architecture s'appuyait sur un tryptique :

1. Le Conseil de Stabilité Financière, basé à Bâle et hébergé par la Banque des Règlements Internationaux, ayant vocation à suivre les risques de dés-

tabilisation financière (les risques dit « systémiques ») au niveau mondial, en concertation avec les membres du G20 et les institutions internationales ;

2. Aux Etats-Unis, le vote puis la mise en place opérationnelle du Dodd-Frank Act, par l'administration Obama, régulant en profondeur le système bancaire américain ;
3. Dans l'Union européenne, plusieurs directives ont été votées pour traduire l'agenda du G20, complétées par la mise en place de trois Autorités de Supervision Européenne (Marchés, Banques et Assurances/Fonds de Pension). Et après la crise grecque, afin de déconnecter le risque souverain du risque bancaire, la création de l'Union bancaire, qui transfère la supervision des banques européennes suffisamment grandes pour être un risque systémique de l'Etat-membre vers la Banque Centrale Européenne (BCE).

L'année 2016 a remis en cause cette architecture, avec l'irruption de choix politiques nouveaux : d'abord, par le vote du Brexit le 23 juin 2016 puis l'élection de Donald Trump en novembre 2016.

La sortie programmée du Royaume-Uni de l'Union européenne oblige à repenser les rapports entre la principale place financière européenne (la « City ») et le reste de l'Europe, au moment où se discutait à Bruxelles

la mise en place d'une Union des marchés de capitaux en Europe (voir ci-dessous). Le Brexit aura des conséquences très concrètes sur l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers en Europe : comment assurer de la monnaie par la banque centrale en Euros à des chambres de compensation, majoritairement basées en dehors de sa juridiction et de sa souveraineté monétaire ? Quel passeport maintenir ou renégocier pour les produits financiers et les acteurs ? Quel régime d'équivalence maintenir ou développer avec les pays tiers, puisque cela devrait concerner à terme la place de Londres ? Sans parler de la relocalisation d'équipes, de filiales d'acteurs de Londres vers le reste de l'Union européenne et le rapatriement déjà annoncé de l'Autorité Bancaire Européenne (EBA), actuellement basée à Londres.

Peu après la nomination des premiers dirigeants financiers de la nouvelle administration (notamment, le secrétaire au Trésor), le nouveau président Trump annonçait demander au Congrès de remettre en cause les règles de fonds propres applicables aux banques domestiques, inscrites dans le Dodd-Frank Act. Cela fait écho au débat au cours de la campagne électorale sur les contraintes considérées comme excessives sur le financement de l'économie. A ce stade, dans les instances internationales, l'incidence reste compliquée à identifier, puisque la représentation de la nouvelle administration américaine se fait au niveau technique, et pas encore politique. En effet, plusieurs des dirigeants « finance » de l'administration Trump n'ont pas encore été confirmés par le Congrès américain.

Union des marchés de capitaux et révision de la directive Prospectus

En 2016, les travaux de la Commission européenne visant à mettre en place, en 2019 au plus tard, une Union des marchés

des capitaux (UMC) se sont poursuivis et en septembre 2016, le président Juncker a réprécisé les étapes à prévoir :

- finaliser les premières mesures du plan : aboutir à la réforme de la titrisation, moderniser le régime du prospectus et renforcer les marchés de capital-risque ;
- accélérer la prochaine phase de l'UMC, notamment l'examen des barrières au développement des marchés de capitaux européens que représentent les régimes nationaux de la fiscalité et de la faillite ;
- identifier de nouvelles priorités : développer les Fintech dans un cadre réglementaire approprié, revenir sur les produits des retraites individuelles et des autres services financiers de détail.

Depuis lors, le nouveau règlement révisant la directive « Prospectus » a été adopté par le Parlement européen au cours du premier trimestre 2017. Il constitue un plan important de l'UMC et modernise substantiellement le régime de la documentation boursière des sociétés de l'Espace économique européen, en particulier sur les points suivants :

- le relèvement des seuils d'offre de titres à partir duquel les entreprises doivent publier un prospectus ainsi que le relèvement du seuil d'exemption que peuvent fixer les Etats membres pour les offres domestiques ;
- un résumé plus lisible et plus concis ;
- l'introduction d'un document d'enregistrement universel harmonisé, proche du document de référence français et donnant lieu, une fois intégré dans le prospectus, à un délai d'approbation plus court ;
- deux schémas allégés de prospectus dédié, d'une part aux opérations de sociétés déjà cotées et d'autre part, aux émissions sur les « marchés de croissance des PME » et aux petites émissions de sociétés non cotées ;

- la compétence de principe, pour le contrôle de la documentation commerciale de l'autorité de l'État où la documentation est diffusée ; celle-ci dispose en effet de la compétence linguistique et de la connaissance des habitudes d'investissement, du niveau d'éducation financière et du droit de la consommation applicable.

Obligation de compensation centrale, révision de la directive MIF et fonds monétaires

Disposition phare du règlement EMIR, transcrivant les engagements européens pris au sein du G20, qui vise à sécuriser les échanges sur les produits dérivés de gré à gré, l'obligation de compensation centrale est entrée progressivement en application à compter de juin 2016.

Le règlement européen EMIR pose le principe d'une obligation de compensation centrale de certains dérivés non cotés (dits OTC, par référence à la formulation américaine) suffisamment liquides et standardisés. En s'interposant entre acheteur et vendeur de contrats dérivés, les chambres de compensation, qui sont soumises à des exigences fortes en termes de capital, d'organisation, de règles de conduite et de gestion des risques, permettent de réduire les risques supportés par les intervenants sur les marchés dérivés.

Pour mettre en œuvre cette obligation de compensation, trois règlements délégués européens ont déjà été publiés. Ils définissent chacun une catégorie de contrats concernés, notamment les swaps de taux et Forward Rate Agreements (FRA) libellés en euros, en livre sterling, en yens et en dollars US. L'obligation de compensation s'applique aussi, à compter de février 2017, à certains dérivés de taux d'intérêt libellés en devises polonaise, norvégienne et suédoise, considérés

comme d'importance systémique tant au niveau local qu'au niveau européen, ainsi qu'aux dérivés sur risque de crédit (CDS) basés sur certains indices.

Adoptée en mai 2014, la révision de la directive MIF renforce le dispositif en place sous « MIF1 » (information des clients, rémunération des prestataires) mais impose de nouvelles exigences tendant notamment à une meilleure protection des investisseurs (gouvernance des produits par exemple). Cette nouvelle réglementation s'appliquera dans l'Union européenne à l'ensemble des prestataires de services d'investissement à compter du 3 janvier 2018. Aussi le chantier de transposition de la directive « MIF 2 » est l'occasion pour les régulateurs nationaux de s'interroger sur les conséquences pour les acteurs domestiques.

Par exemple en France, des discussions approfondies ont été menées concernant :

- la déclaration des transactions au régulateur, l'harmonisation au niveau européen du standard des schémas déclaratifs ;
- l'extension du régime de transparence pré- et post-négociation ;
- le renforcement des obligations liées à la politique d'exécution des ordres des clients ;
- le nouveau régime des incitations (« inducement » en anglais) et l'information des clients sur les coûts et les charges notamment pour ce qui concerne le paiement de la recherche sur les sociétés cotées ;
- le nouveau paysage des lieux d'exécution et l'obligation d'exécuter les ordres portant sur certains instruments financiers sur une plateforme de négociation réglementée ;
- le nouveau régime applicable aux systèmes organisés de négociation (OTF) ;
- les exigences organisationnelles en lien avec le trading algorithmique.

Ces débats vont se poursuivre durant l'année 2017, y compris au Royaume-Uni puisque celui-ci a annoncé qu'il appliquerait intégralement la directive MIF, avant la mise en place du Brexit.

Après plusieurs années de négociation, un accord a été trouvé en novembre 2016 par les législateurs européens pour encadrer les fonds monétaires (« MMF ») qui jouent un rôle clé pour le financement de l'économie et représentent un segment non négligeable de la gestion d'actifs, notamment en France.

Le règlement s'applique à tous les fonds établis, gérés ou commercialisés dans l'Union, qui investissent dans des actifs de court terme et dont le but est d'offrir un rendement en ligne avec les taux du marché monétaire et/ou de préserver la valeur du capital investi.

Pour éviter une fausse impression de stabilité aux investisseurs, aucun fonds monétaire ne pourra se présenter comme

un dépôt ou un fonds à capital garanti. Les fonds monétaires ne pourront par ailleurs pas bénéficier de soutien de sponsors, c'est à dire des acteurs financiers initiateurs du produit.

Bernard COUPEZ

Professeur Associé

Université Pantheon-Assan (Paris II)

Références et sources récentes

Directives, Règlements, Directives Déléguées, Journal Officiel de l'Union européenne, Bruxelles.

Financial Stability Board, rapports, Bâle.

Articles des Echos, du Financial Times, du Wall Street Journal, de The Economist et du Figaro-Economie (FigEco) juin 2016 - mars 2017.

Autorités des Marchés Financiers, Notes internes à destination des membres du Collège, Paris.

CHRONIQUE INDUSTRIELLE

**LES GRANDES RESTRUCTURATIONS INDUSTRIELLES
RECENTES : MISE EN ECHEC OU ACCOMPLISSEMENT
DE LA CONCURRENCE ?****Introduction : Risques de la
concentration industrielle et
dualité imprescriptible de l'entre-
prise et de la concurrence**

En tout observateur attaché à la réalisation de l'idéal concurrentiel, les grandes restructurations industrielles, et notamment les fusions géantes, ne peuvent manquer de susciter un malaise. La logique financière menace de s'y substituer à la logique industrielle, et le pouvoir de marché semble y dériver vers le pouvoir de monopole. Alors la tentation de renoncer à l'impératif concurrentiel est forte. Sous sa forme rare, cette renonciation conduirait à interdire pratiquement toute fusion pour bloquer tout accroissement de pouvoir de marché au profit de firmes présumées tentaculaires. Sous sa forme « ultralibérale », hayékienne, imbue de Chicago, la renonciation porte au contraire sur la défense de la dispersion du pouvoir de marché, abandonnée à une dynamique spontanée qui n'est rien moins qu'évidente.

Une double dualité interdit de céder à l'une ou l'autre renonciation. En premier lieu, l'impératif concurrentiel est dual, suivant la rupture historique introduite par le Législateur révolutionnaire, le décret d'Alarde proclamant la liberté du commerce et de l'industrie, et la Loi Le Chapelier proscrivant les coalitions. Pour cette dernière, c'est évident. Mais le principe de liberté du

commerce et de l'industrie n'est pas moins essentiel car il est le levier au service de l'éradication du corporatisme, et de son remplacement par la notion de métier de l'entreprise, qui est toujours à redéfinir et bien souvent à modifier.

En deuxième lieu, l'entreprise est duale car elle est à la fois communauté de savoir-faire et objet ayant un prix, et elle est maintenue en activité par la dialectique de ces deux termes : le savoir-faire de la communauté de travail explique évidemment le prix de la firme et, en retour, ce dernier soutient le financement grâce auquel le savoir-faire continue de se développer au sein de l'entreprise.

Les restructurations industrielles mettent en œuvre ces deux dualités. D'une part, la prise de contrôle d'une entreprise induit des transferts de savoir-faire qui sont dans bien des cas un premier enjeu majeur des fusions. Et, d'autre part, le financement de l'entreprise acquise en est typiquement le deuxième enjeu.

Les restructurations sont d'abord les fusions et acquisitions, et plus rarement les scissions, liées ou non à des fusions. Elles menacent la concurrence quand elles aboutissent à une concentration excessive. Elles servent la concurrence quand contribuent à la formation d'une offre sans cesse plus pertinente. Ces deux effets sont en cause dans les mouvements actuels.