

Opérations de financement sur titres

Introduction d'un dispositif permettant un contrôle en droit luxembourgeois

Par Benoît KELECOM et Jérémie SCHAEFFER, ATOZ Tax Advisers*

Parmi les nouveautés législatives et réglementaires de ces derniers mois, l'entrée en vigueur de la loi visant à donner les moyens aux régulateurs luxembourgeois de contrôler les opérations de financement sur titres ou securities financing transactions (SFTs) est de première importance.⁽¹⁾

Les SFTs couvrent un ensemble d'opérations visant à créer du levier sur des liquidités ou sur des titres sans recours direct à des organismes de crédit. Ce mode alternatif de financement, à la marge du système bancaire traditionnel (*shadow banking*), a été naturellement pointé du doigt par le Conseil de stabilité financière dès 2011⁽²⁾. A la suite de la crise des *subprimes*, la volonté du G20, mais également de l'Union européenne (UE) à travers du Comité européen du risque systémique, a été de réglementer ce type de transactions.

Ayant pour objectif d'améliorer la surveillance et la transparence sur les risques inhérents aux prêts de titres, opérations de rachat, contrats d'échange sur rendement global ou encore à la réutilisation d'instruments financiers reçus en garantie, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le règlement européen 2015/2365 du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des SFTs et de leur réutilisation (*transparency of securities financing transactions and of reuse regulation, SFTR*), tel qu'appliqué depuis le 12 janvier 2016. La loi luxembourgeoise vise donc, en application du SFTR, à donner aux différents régulateurs luxembourgeois le pouvoir d'infliger des sanctions pour non-respect des dispositions prévues par SFTR. Cette loi étant entrée en vigueur le 12 juin 2018, il est pertinent de faire le point sur le régime applicable aux SFTs.

Un champ d'application volontairement étendu

La réglementation européenne en matière d'intermédiation financière en-dehors du système bancaire se devait de couvrir un spectre le plus large possible. Au sortir de la crise, ce marché représentait plus de 60 milliards d'euros⁽³⁾ et englobait autant d'acteurs différents que de solutions de structuration d'instruments de financement inédites.

Au sein de l'UE, la réglementation cible aussi bien les contreparties financières à des SFTs établies dans l'UE que toute autre contrepartie non financière. Les «contreparties financières» visent les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et de réassurance, les OPCVM et leurs sociétés de gestion (les **Sociétés de Gestion**), les fonds d'investissement alternatifs et leurs gestionnaires (les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, les **GFIA**, ci-dessous, avec les **Sociétés de Gestion**, les **Gestionnaires de Fonds d'Investissement**), les contreparties centrales, les dépositaires centraux de titres ou les contreparties engagées dans la réutilisation d'instruments financiers reçus en garantie dans l'UE.

SFTR a également des répercussions sur certaines contreparties non-UE ayant des liens avec des contreparties UE puisque SFTR s'applique (i) à toutes les succursales des contreparties établies dans l'UE et (ii) à des contreparties établies dans des pays tiers lorsque les opérations concernées sont réalisées dans le cadre des activités d'une de leurs succursales européennes. L'objectif affiché est clairement de surveiller et modérer tout risque systémique au sein de l'UE, indépendamment de son lieu d'origine. En revanche, SFTR ne s'applique pas aux contreparties financières ou non financières qui prennent des positions sur des contrats dérivés, ceux-ci relevant de l'application du règlement EMIR⁽⁴⁾.

Un socle réglementaire applicable aux fonds et à leurs gestionnaires depuis 2016

L'objectif principal de SFTR est de garantir une transparence accrue lors de l'utilisation des SFTs. Les Gestionnaires de Fonds d'Investissement sont directement impactés par SFTR. Ils doivent s'assurer qu'une information adéquate soit communiquée aux investisseurs par le biais de rapports périodiques et par l'ajout de dispositions appropriées incluses dans les documents d'offre des fonds dont ils assurent la gestion. Ils doivent notamment

i. au même titre que toute contrepartie à une SFT, conserver un enregistrement de toute SFT conclue, modifiée ou résiliée, et ce pour une période de cinq ans à compter du terme de la transaction concernée. Outre l'obligation de conservation des SFTs, SFTR impose également une obligation de

reporting auprès d'un registre central des SFTs ou, en l'absence de ce registre, auprès de l'ESMA;

ii. informer les investisseurs de l'utilisation qu'ils font de potentielles SFTs et «total return swaps» (TRS) en incluant les données utiles dans les rapports annuels et/ou semestriels des fonds qu'ils ont sous gestion;

iii. mettre à disposition des investisseurs et/ou préciser dans les documents d'offre de ces fonds, les types de SFTs et les TRS auxquels ils ont l'intention d'avoir recours;

iv. lorsqu'un fonds est une contrepartie recevant des instruments financiers en vertu d'un contrat de garantie ou constituant un transfert de propriété (en *back-to-back*) et ayant l'intention de réutiliser ces instruments, veiller à ce que (a) la contrepartie qui délivre ces instruments autorise cette réutilisation, (b) qu'elle soit informée par écrit des risques inhérents et des conséquences potentielles de son consentement au droit de réutilisation et (c) que les instruments financiers aient effectivement été transférés.

L'arsenal luxembourgeois destiné aux SFTs

La loi luxembourgeoise sur les SFTs donne pouvoir à la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et au Commissariat aux Assurances (CAA) d'imposer des sanctions administratives et de prendre des mesures efficaces, proportionnées et dissuasives à l'encontre de contreparties qui seraient en défaut de répondre aux obligations de transparence spécifiques à la réutilisation du collatéral (négligeant donc l'obligation prévue au point iv ci-dessus). Si le CAA doit s'atteler à surveiller l'application conforme des obligations découlant de SFTR au secteur des assurances et de la réassurance, chacune des autres «contreparties financières» - mais aussi toute contrepartie non-financière - devrait être soumise, le cas échéant, au pouvoir de sanction dévolu à la CSSF.

A cet égard, en introduisant des modifications à la loi du 17 décembre 2010 sur les organismes de placement collectif et à la loi du 12 juillet 2013 sur les GFIA, le législateur luxembourgeois permet d'infliger aux Gestionnaires de Fonds d'Investissement, et aussi à leurs administrateurs et dirigeants, des sanctions pour manquement à chacune des quatre obligations énumérées ci-dessus, avec toutefois un bémol de taille concernant le pouvoir de sanction du défaut à l'obligation de reporting.

Ces sanctions s'intensifient en fonction de la gravité, la durée et la fréquence du manquement ainsi que de la situation financière et du gain réalisé par la personne physique et/ou l'entité considérée(s) par la CSSF comme auteur de la violation. Elles vont d'un simple avertissement à une amende administrative de 15 millions d'euros, et peuvent s'accompagner d'un retrait de la licence correspondante et d'une publication rendue disponible par la CSSF sur son site pour une période de 5 ans. Ces sanctions s'appliquent par ailleurs *mutatis mutandis* aux entreprises d'assurances et de réassurances vis-à-vis du CAA.

Un vide juridique à combler

Bien que la plupart des prescriptions découlant de SFTR telles que précédemment décrites soient déjà d'application, en absence de recommandations permettant leur mise en œuvre, les obligations de reporting des SFTs demeurent toujours en suspens. La mise en place d'un registre central des SFTs permettra aux autorités nationales et européennes de surveiller les risques de ce marché en observant de manière structurée les niveaux de leviers globaux encourus en dehors du système bancaire sur le continent. Cependant, ce registre n'a pas encore été mis sur pied. La procédure réglementaire veut que les normes techniques réglementaires qui encadrent les règles relatives aux données à reporter par

les contreparties de SFTs soient émises par l'Autorité européenne des marchés financiers (ou European Securities Markets Authority, ESMA) et validées par la Commission européenne. Une première version de ces normes techniques a été soumise à la Commission européenne le 30 mars 2017. Celle-ci a communiqué le 27 juillet dernier⁽⁵⁾ sa volonté d'approuver les normes techniques de l'ESMA relatives à SFTR sous réserve d'une modification de forme relative au futur pouvoir d'initiative de l'ESMA de retranscrire certains standards de l'industrie, une fois ceux-ci matérialisés, dans ces mêmes normes techniques. L'ESMA s'est arrogée un pouvoir qu'elle ne peut avoir dans le cadre de la première proposition de ces normes techniques.

Conformément au cadre légal instituant les autorités de surveillance européennes (c'est-à-dire, l'ESMA, l'Autorité bancaire européenne et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), il n'est pas envisageable de déléguer intégralement un tel pouvoir de légiférer à l'ESMA sans soumettre la validation de règles encadrant les futures évolutions du marché à la Commission européenne. Ceci concerne particulièrement l'usage des identifiants légaux des entités et les identifiants commerciaux uniques (*legal entity identifiers, LEI*, et *unique trade identifiers, UTI*) dans le cadre du reporting. Lorsque les standards relatifs à ces LEI et UTI seront disponibles et considérés comme utilisables par l'ESMA, les normes techniques seront modifiées sous réserve d'une proposition de l'ESMA validée par la Commission⁽⁶⁾.

Lors de la rédaction de cet article, l'ESMA devait encore proposer le texte modifié à la Commission. Celle-ci a affiché son intention de le valider sans autre remarque. A compter de l'adoption des normes techniques réglementaires par la Commission et selon la nature des entités concernées, les contreparties de SFTs auront entre douze et vingt-et-un mois pour répondre à leurs obligations de reporting. Par conséquent les obligations de reporting ne devraient en principe pas être effectives avant le quatrième trimestre 2019.

SFTR et EMIR ayant des procédés relativement assimilables et sachant que, comme l'a rappelé la CSSF, notamment dans sa Circulaire 18/698 du 23

août 2018 concernant l'agrément et l'organisation des Gestionnaires de Fonds d'Investissement, les obligations de reporting EMIR doivent impérativement être respectées en ligne avec leurs propres normes techniques, les acteurs concernés par SFTR devraient avoir la possibilité d'anticiper le reporting relatif aux SFTs. Ils devraient en effet pouvoir amortir les coûts d'infrastructure employés dans le cadre de la mise en place du reporting des transactions MiFID II et EMIR pour les répliquer de la manière la plus flexible possible au niveau des transactions SFTs.

Echéance des contrôles

La CSSF devrait donc effectuer les premiers contrôles de conformité à cette exigence de reporting à partir de cette même période. Dans l'intervalle, la CSSF insiste déjà particulièrement sur le respect des exigences de transparence et d'information en passant systématiquement en revue les documents d'offre et les rapports périodiques et annuels des fonds ainsi que les politiques de *compliance* des gestionnaires. Les fonds et gestionnaires ayant recours à la réutilisation en réhypothéquant des actifs reçus en garantie ainsi que ceux ayant recours à des SFTs qui ne se conforment pas encore à SFTR courent donc depuis plusieurs mois un risque de sanction non négligeable.

Si l'ensemble de ces mesures représente un nouveau poids réglementaire dans un contexte international déjà complexe, il ne faut pas perdre de vue qu'il vise à renforcer l'équité et la sécurité du marché de l'intermédiation financière. A terme, ceci devrait favoriser l'essor des financements alternatifs et du *shadow banking* plutôt que de freiner son développement.

* Benoît Kelecom, Director, Asset Management Leader, Benoit.Kelecom@atoz.lu & Jérémie Schaeffer, Partner, Head of Corporate Implementation Services, Jeremie.Schaeffer@atoz.lu

1) Loi du 6 juin 2018 portant mise en œuvre du règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil 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, et portant modification de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif; de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs; et de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances.

2) Financial Stability Board, Recommendations on Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, 27 October 2011.

3) *Ibidem*.

4) Règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

5) European Commission, Communication on the intention to endorse, with amendments, the draft Regulatory and Implementing Technical Standards submitted by ESMA with regard to the details of SFTs to be reported to trade repositories in accordance with Articles 4(9) and 4(10) of SFTR and to amend, accordingly, the Implementing Technical Standards with regard to the details to be reported to trade repositories in accordance with Article 9(6) of EMIR.

6) A noter, la Commission a également exigé de l'ESMA au travers de cette même communication d'amender dans le même sens les normes techniques réglementaires relatives au reporting EMIR.

DPAM obtient la notation PRI la plus élevée, A+, pour la 2^{ème} année consécutive

Pour la deuxième année consécutive, Degroof Petercam Asset Management (DPAM) a obtenu la notation la plus élevée, A+, à l'issue de son évaluation selon les Principes de l'investissement responsable (Principles for Responsible Investment, PRI) de l'ONU.



Hugo LASAR, CEO de Degroof Petercam Asset Management

Ces six principes plaident en faveur des meilleures pratiques en vue d'encourager l'adoption de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et de favoriser un secteur financier plus durable orienté vers le long terme.

Ophélie Mortier, Stratège en investissement responsable : «C'est un excellent résultat, d'autant plus que les PRI augmentent continuellement leurs exigences et que le questionnaire s'est durci cette année. Les PRI comptent à présent plus de 1800 signataires de par le monde et représentent près de 90 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion au total.»

A+ est la notation maximale, et DPAM a obtenu le nombre maximal d'étoiles dans plusieurs domaines d'expertise. Grâce à ses efforts constants, il est parvenu à maintenir sa position par rapport à l'année

passée. Pour le groupe de pairs de signataires, la notation médiane (A) est restée stable depuis l'année dernière à l'exception de l'intégration des critères ESG, où la tendance est négative. Dans ce domaine, la notation médiane est tombée à B sur les trois dernières années. DPAM a par contre maintenu sa note excellente ces trois dernières années, passant de A en 2016 à A+ en 2017 et à nouveau cette année.

Hugo Lasar, CEO de Degroof Petercam Asset Management : «Notre engagement en faveur des PRI est un élément-clé de notre positionnement et de notre stratégie en matière d'investissement durable et responsable. En adhérant aux PRI en 2011, DPAM a voulu s'engager en faveur d'une finance durable. Cette note est la preuve de tous les efforts déployés par DPAM au fil des années en matière d'investissement durable et responsable. Nous sommes en fait actifs dans la finance durable depuis 2002, et nous bénéficions donc d'une longue expérience. Aujourd'hui, nous proposons une vaste gamme de solutions d'investissements durables dans différentes catégories d'actifs. Nous sommes reconnus pour nos processus solides et pour notre transparence non seulement par des agences de notation externes telles que LUXFlag, qui a récemment labellisé notre gamme de compartiments durables à gestion active, mais aussi par nos investisseurs pour notre savoir-faire.»

Degroof Petercam | Asset Management

DPAM est fier de cette notation la plus élevée obtenue pour la deuxième fois, mais le groupe a aussi appris énormément depuis son adhésion aux PRI. Il va continuer de mettre à l'épreuve la pertinence de ses recherches en ESG et l'adéquation des choix durables afin de garantir le respect absolu d'un engagement triple : sauvegarder les droits fondamentaux, éviter de financer des entreprises controversées susceptibles de nuire à sa réputation et à la croissance à long terme de ses investissements et agir en partie prenante responsable privilégiant les meilleures pratiques.