

Quelques conséquences bancaires et financières du Brexit

Par Christian de BOISSIEU

Professeur émérite à l'Université de Paris I – Panthéon-Sorbonne

Après moult péripéties, le Brexit est devenu effectif le 1^{er} janvier 2021, au terme d'une année de période transitoire. Le divorce entre le Royaume-Uni et l'UE a déjà eu et va continuer à avoir des effets tant géopolitiques qu'économiques et sociaux, tant micro- que macro-économiques. L'objet de cet article est d'aborder quelques implications du Brexit en matière bancaire et financière. Certes, toutes les facettes de ce divorce historique, mettant un terme à un mariage compliqué depuis son début, sont liées entre elles. On pourrait évoquer les conséquences du Brexit pour la croissance et l'emploi des deux côtés de la Manche, pour le taux de change entre la livre sterling et l'euro, pour les flux d'investissements directs et d'investissements de portefeuille, etc. Ces sujets ont aussi une dimension financière, mais ils ne seront pas abordés ici. Cet article jette un éclairage sur quatre impacts du Brexit : la perte du passeport européen, l'essor de la délégation dans la gestion d'actifs, la concurrence entre les chambres de compensation et, plus largement, la concurrence entre les places financières européennes.

La perte du passeport européen

Contenu

Le passeport européen est au cœur du marché unique. En matière bancaire et financière, il signifie que tout établissement, légalement agréé dans n'importe quel pays membre de l'UE ou, plus largement, de l'Espace économique européen (EEE, ajoutant à l'UE la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein), peut commercialiser des produits ou services financiers dans n'importe quel autre pays membre de l'UE ou de l'EEE sans avoir besoin de solliciter un nouvel agrément de la part du pays d'accueil. Par exemple, une banque agréée en France par l'ACPR dispose de ce fait d'un passeport français qui vaut en même temps passeport européen. Si, par exemple, elle désire ouvrir une succursale en Italie, elle n'a pas besoin pour ce faire d'une autorisation des autorités italiennes compétentes.

En pratique, le passeport européen, qui traduit la reconnaissance mutuelle des réglementations nationales dans l'espace européen, comporte deux dimensions qui peuvent se cumuler :

- la libre prestation de services (LPS) : il s'agit de vendre des produits et services financiers dans un autre pays membre que celui du siège, sans y être établi. Cette vente à distance économise des coûts fixes ; en revanche, elle suppose, du fait de la distanciation entre producteur et client, d'engager des coûts élevés de prospection et de *marketing*,
- la liberté d'établissement, c'est-à-dire la possibilité d'ou-

vrir des succursales dans d'autres pays membres sans agrément supplémentaire.

Attitude des régulateurs à l'égard du passeport européen

Le passeport européen est un droit consubstantiel au marché unique. Cependant, dans certains cas, il est possible d'y déroger.

En voici deux exemples. Première illustration : des exceptions sont organisées par les textes. Ainsi, dans l'UE, l'agrément et le retrait d'agrément des agences de notation sont délivrés par l'ESMA, pays par pays. Dagong, l'agence de *rating* chinoise, a obtenu de l'ESMA l'agrément pour Milan. Si elle voulait s'implanter en France, en Allemagne... il lui faudrait repasser devant l'ESMA au cas par cas. Une seconde illustration des limites du passeport est fournie par la régulation des sites d'opérations de change. Un certain nombre de plateformes ont, depuis quelques années, pénétré le marché unique en y entrant *via* Chypre, pays membre mais « maillon faible » de la supervision bancaire et financière à plus d'un titre. Le contournement de la réglementation a en particulier concerné les options binaires sur opérations forex, conduisant l'AMF à recourir en 2016 à une procédure de protection prévue dans la directive MIF elle-même : en l'espèce, interdire temporairement à des prestataires chypriotes de commercialiser des services d'investissement sur le marché français des changes (ces options forex). À travers ce deuxième exemple, on comprend que le bon fonctionnement du principe libéral inhérent au passeport européen présuppose une convergence

très forte non seulement des réglementations, mais aussi des exigences et pratiques de la supervision des entités concernées.

Perte du passeport, délocalisations, problématique de l'« équivalence »

Deal ou *no deal*, les Britanniques perdent avec le Brexit et à l'issue de la période de transition (31 décembre 2020) le passeport européen dans quasiment tous les domaines, y compris bien sûr en matière bancaire et financière. Sorti de l'UE, le Royaume-Uni, dans aucun scénario, ne va entrer dans l'EEE. C'est par anticipation de cette implication majeure de la sortie de l'UE que de nombreux établissements financiers ont réduit la voilure dans la City pour se redéployer vers Dublin et les principales places continentales (Francfort, Paris, Luxembourg...).

Une étude d'E&Y de mars 2019 relevait l'importance des délocalisations-relocalisations suscitées par l'anticipation du Brexit, activités et emplois à la clef, avec quelques points saillants : l'attrait de Dublin (arguments de la langue et des avantages fiscaux), l'attractivité de Luxembourg pour les fonds d'investissement, la concurrence frontale entre Francfort et Paris (ou, plus largement, Euronext) qui se disputent en gros les mêmes activités, mais aussi la persistance d'avantages comparatifs pour Londres. Les délocalisations d'activités de Londres vers l'Europe continentale ne sont pas acceptées si elles ne sont pas substantielles : les régulateurs/superviseurs de l'UE à 27, donc post-Brexit, refusent à juste titre d'accueillir et d'agréer de simples « boîtes aux lettres », procédé avancé par certains établissements britanniques pour continuer à bénéficier du passeport à partir de n'importe quel pays membre, tout en conservant l'essentiel de l'activité, des emplois et des profits dans la City.

À défaut de passeport rendu caduc par le Brexit, la problématique de l'« équivalence » reprend ses droits, et elle n'aura pas la même application selon que prévaut le *deal* (et donc la coopération) ou le *no deal*, avec dans ce dernier cas un Royaume-Uni qui redeviendrait pour l'UE un pays tiers avec des relations soumises aux règles de l'OMC. Une OMC d'ailleurs à l'arrêt depuis des années, dont il n'est absolument pas certain qu'elle puisse sortir de sa léthargie du seul fait de l'élection de Joe Biden. Les Britanniques ont fait, début novembre 2020, un geste intéressant à destination de l'UE : sans attendre la conclusion des négociations sur l'après-Brexit, ils ont accordé de façon unilatérale l'équivalence à plusieurs dizaines d'opérateurs venant de l'UE 27, alors que l'UE n'a jusqu'à présent (à la date de mi-novembre 2020) consenti l'équivalence que pour certaines des chambres de compensation londoniennes. J'y reviendrai plus loin.

Les sociétés de gestion et la question de la délégation

Une tendance : l'externalisation de la gestion d'actifs

Avant même qu'il soit question du Brexit, l'externalisation a crû de façon significative dans l'industrie de la gestion d'actifs. Elle prend en particulier la forme de la délégation,

mécanisme qui permet à des sociétés de gestion de confier tout ou partie des fonds collectés à des gérants tiers (« externes »), dans le même pays ou à l'étranger. La pratique de la délégation repose sur la volonté d'exploiter à la fois des compétences et des spécialisations affirmées, et de profiter des économies d'échelle nées des volumes importants à gérer. Elle est spécialement utilisée par les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite...). Ainsi, les compagnies d'assurance représentent près de 50 % de la gestion externalisée en France. Pré-Brexit, les deux pays européens à profiter le plus de ces formules de délégation étaient le Royaume-Uni (près de 40 % du marché européen de la délégation externe ; pas une surprise compte tenu des avantages compétitifs de la City) et l'Italie (15 % du marché européen ; un peu plus surprenant, même si la finance italienne ne doit pas être sous-estimée...). À l'époque, l'affaire Madoff aurait pu tuer au plan mondial la délégation de gestion, largement pratiquée par les gérants qui avaient investi dans les fonds éponymes. Après une période de défiance, la délégation a repris sa progression, même si la tendance croissante est compatible avec des mouvements cycliques comme le montrent les chiffres européens : croissance de seulement 2 % des fonds délégués en 2018 contre 8 % en 2017. En France, les caisses de l'ensemble AGIRC/ARRCO ont eu tendance à réinternaliser une grande part de leur gestion.

L'impact du Brexit sur l'externalisation de la gestion

Les questions intimement liées de l'externalisation et de la délégation de la gestion d'actifs ont déjà été posées dans plusieurs textes européens (directives OPCVM, AIFM...). Mais il va falloir, avec le Brexit et le renforcement de la concurrence entre la City et les places financières d'Europe continentale, passer des principes à leur application concrète.

Sur cette question importante pour la compétitivité des places financières mais fortement dépendante du scénario *deal/no deal* qui va prévaloir, la meilleure source est fournie du côté français par le rapport du Haut comité juridique de la place financière de Paris intitulé « Brexit, activités financières et services d'investissement » (octobre 2018).

La crainte des pays de l'UE est de voir se multiplier sur le continent des « boutiques » (des « boîtes aux lettres ») qui s'installeraient dans un pays du marché unique pour accéder aux avantages du passeport européen tout en déléguant en pratique les services de gestion (y compris la gestion des risques) à des entités restées au Royaume-Uni. C'est pourquoi l'ESMA a affiché dès 2017 des positions de principe afin de contenir l'externalisation de la gestion vers Londres.

Il serait évidemment préférable, par souci de transparence mais aussi de confiance dans les relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni, de définir des critères objectifs permettant d'éviter les « boîtes aux lettres » et de valider ou non la délégation de la gestion d'une entité dans l'UE vers le territoire britannique. L'ESMA progresse lentement mais sûrement dans cette direction. Ainsi, le régulateur financier européen examine de près le programme d'ac-



Photo © Paul Langrock/zenit-LAIF-REA

Reflet sur une tour du quartier financier de Londres, 25 février 2019.

« Il serait évidemment préférable, par souci de transparence mais aussi de confiance dans les relations futures entre l'UE et le Royaume-Uni, de définir des critères objectifs permettant d'éviter les "boîtes aux lettres" et de valider ou non la délégation de la gestion d'une entité dans l'UE vers le territoire britannique. »

tivités de toute entité désireuse de s'implanter dans l'UE, et va même jusqu'à exiger des proportions suffisantes de chiffre d'affaires dans l'UE par rapport à l'activité totale. La distinction entre la délégation de la gestion et la délégation des fonctions support (*back* et *middle office*) peut apporter un éclairage intéressant, avec en toile de fond la question de l'évaluation et de la maîtrise des divers types de risques (de marché, de crédit, de liquidité, risques opérationnels...). L'AMF, dans son règlement général et dans ses positions de doctrine, a aussi essayé de préciser les conditions d'une délégation acceptable, en indiquant que « le poids des activités déléguées ne peut excéder significativement celui des activités non déléguées » et en privilégiant une analyse multicritères (outre les chiffres d'affaires délégués et non délégués, le nombre de gérants, la gestion des risques...). Toute cette problématique sur la délégation de la gestion d'actifs dans le monde post-Brexit n'est pas séparable du débat plus large sur la mise en œuvre concrète des principes de l'équivalence et de la reconnaissance mutuelle dans les relations entre l'UE et le Royaume-Uni.

La bataille des CCP : vers un armistice

Le contexte

La City a un avantage compétitif marqué pour le *trading* mais aussi les activités post-marché (compensation, règlement-livraison) des instruments dérivés, en particulier des dérivés de taux d'intérêt. Les faits sont têtus : avant même le référendum du Brexit, 90 % des dérivés de taux en euros étaient compensés par les CCP (*central counterparties*) londoniennes, et cette part de marché dominante ne pourra être modifiée que dans le long terme, vu les avantages de la place qui fait la course en tête et l'inertie des comportements.

La compensation en euros dans un pays resté à l'écart de la monnaie unique était déjà une forme de paradoxe, mais un paradoxe juridiquement validé par le Cour de justice de l'UE au terme d'une procédure initiée par la BCE. Le paradoxe est encore plus marqué et les arguments juridiques peuvent être modifiés à partir du moment où le Royaume-Uni sort du marché unique. C'est pour être proactive plutôt que réactive que l'Europe a complété, du fait du Brexit, le règlement EMIR entré en vigueur en 2012 par EMIR 2.2., qui s'applique à compter de 2021 pour la supervision des CCP non communautaires (« non EU CCP ») et qui renforce considérablement les compétences de l'ESMA à leur égard.

La supervision des CCP non communautaires

EMIR 2.2. ne remet pas en cause les deux axes essentiels d'EMIR pour les CCP actives dans l'UE, axes qui incorporent dans la finance européenne les recommandations du G20 de 2009 :

- l'obligation de déclaration des opérations de gré à gré (OTC pour *over the counter*) sur instruments dérivés. Cette déclaration, faite par les deux contreparties à la transaction, est réalisée *via* des *trade repositories*,
- l'obligation de compensation, par des CCP, de ces opé-

rations. Étant donné le volume des transactions OTC sur dérivés, qui représente 90 % de la valeur de l'ensemble des opérations sur dérivés dans le monde, cette obligation de compensation ne peut entrer en vigueur que de façon progressive.

Le règlement EMIR 2.2. confère de nouvelles compétences à l'ESMA. C'est au régulateur financier européen que revient la charge d'autoriser des CCP établies hors UE à venir exercer tout ou partie de leurs activités dans l'UE. L'autorisation est donnée, là aussi, sur la base de l'« équivalence » des réglementations et supervisions UE et non EU. Elle suppose au préalable que l'ESMA classe la CCP candidate à l'agrément soit dans le tier 1 (CCP non systémiques), soit dans le tier 2 (CCP systémiques, soumises à des contraintes additionnelles). Afin de limiter l'arbitraire de la classification, l'ESMA doit appliquer un certain nombre de critères cités dans le nouveau règlement : taille de la CCP, complexité des opérations projetées dans l'UE, effets de contagion anticipés en cas de défaillance de la CCP... Compte tenu des implications possibles, l'ESMA va disposer de prérogatives élargies quant au bon fonctionnement et à la solidité des CCP du tier 2. Elle va pouvoir s'appuyer, en cas de besoin, sur l'intervention de la Commission européenne pour ce qui touche en particulier à l'interprétation des conditions d'équivalence.

C'est à l'aune d'EMIR 2.2. que l'ESMA a autorisé trois CCP britanniques de première importance – ICE Clear Europe Limited, LCH Limited et LME Clear Limited – à exercer leurs activités dans l'UE à compter de janvier 2021.

Des potentiels de coopération

Après le référendum de 2016, on nous promettait une bataille sans merci à propos des CCP. Était même évoquée l'idée d'un rapatriement obligatoire vers la zone euro des CCP londoniennes pour leur activité de compensation en euros.

L'UE, avec EMIR 2.2., a réussi à prendre l'initiative. L'agrément précité des trois CCP britanniques constitue un signal positif pour des solutions coopératives.

La question, non pas seulement technique mais aussi éminemment géopolitique, des CCP requiert une coopération accrue entre l'ESMA, aux compétences renforcées, et la FCA (Financial Conduct Authority). La prévention et la gestion des risques systémiques associés aux CCP suscitent une attention croissante. Car, avec l'obligation de compensation d'EMIR, les CCP vont concentrer une proportion élevée des risques de contrepartie. Avant même le Brexit, le sujet avait été anticipé comme l'illustre l'accord de *swap* passé entre la BCE et la Banque d'Angleterre, permettant à cette dernière d'accéder à de la liquidité en euros pour faire face à l'éventuelle défaillance d'une CCP britannique impliquée dans la compensation en euros. Pour l'avenir, il va falloir actualiser et renforcer cette coopération entre les banques centrales.

L'Union des marchés de capitaux (l'UMC) et la concurrence des places financières

Pour la montée en puissance rapide de l'UMC

Alors que l'union bancaire rassemble les pays de la zone euro, le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC) concerne l'ensemble de l'UE. Lancé par un plan d'action de la Commission européenne en 2015, ce projet démarre très lentement, trop lentement... Certes, des initiatives concrètes ont été prises, relatives à la relance de la titrisation en Europe sur de nouvelles bases avec l'ambition d'une titrisation STS (« simple, transparente, standardisée »), relatives aussi à l'introduction de fonds d'investissement européens à long terme (fonds ELTIF) et au renforcement du rôle de l'ESMA. Mais beaucoup, quasiment l'essentiel, reste à faire. Il faut, en particulier, relancer au niveau européen le « private equity » afin de renforcer les fonds propres des PME, rapprocher le droit des sociétés en général et le droit des faillites en particulier, alors qu'ils demeurent très hétérogènes à l'intérieur de l'UE.

L'UMC a été lancée avant le vote du Brexit. Son objectif principal – améliorer l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers européens grâce à leur plus grande intégration et aux convergences plus marquées dans la régulation financière – était déjà ambitieux avant le Brexit. Il devient problématique après, car désormais l'UMC va devoir se faire sans Londres, et même contre Londres.

Perspectives de la concurrence des places financières dans le monde post-Brexit

Autant les économies d'échelle disparaissent assez vite, au-delà d'une certaine taille, pour les intermédiaires finan-

ciers (banques et compagnies d'assurance), autant elles jouent largement pour les marchés financiers. Avant le Brexit, la City avait, vis-à-vis des places financières d'Europe continentale, les avantages du savoir-faire, des volumes, de la liquidité, de l'innovation financière. Ces avantages vont-ils subsister ?

Deux grands scénarios sont envisageables selon que les principales places financières d'Europe continentale arriveront ou non à s'entendre, voire *in fine* à fusionner.

Dans le scénario non coopératif, Francfort (et les places dans son sillage : Zurich, Vienne, Budapest...) et Euronext, qui vient de s'élargir en achetant la bourse de Milan, poursuivent une concurrence frontale entre eux. Quitte, à l'extrême, à déboucher sur un résultat perdant-perdant. Dans ce cas, malgré le Brexit, Londres restera la place financière dominante, et de loin malgré le Brexit.

Dans le scénario coopératif, Francfort et Euronext parviennent à s'entendre, voire à fusionner. Une fusion déjà tentée, mais qui à l'époque avait été repoussée par la Commission européenne au nom de la protection des consommateurs. Selon ce scénario, le Brexit réduirait l'avance et certains avantages comparatifs de Londres. La City resterait une place financière majeure, mais le rééquilibrage des forces en présence créerait une Europe financière organisée autour de deux pôles. Il reste aux 27 de l'UE, ici comme sur d'autres sujets, à s'entendre et à passer des meilleures intentions à des décisions concrètes afin de réaliser un tel rééquilibrage.