

Les échanges de données entre régulateurs après le Brexit

Par Nicolas VASSE

Directeur du département Ressources à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), à Paris

Après avoir présenté la structure de la régulation financière européenne ainsi que le paysage de l'échange des données entre régulateurs avant le départ du Royaume-Uni de l'Union européenne, nous traiterons dans cet article de l'impact du Brexit sur les échanges entre régulateurs. Étant entièrement régis par la réglementation financière de l'Union, les échanges systématiques et automatisés avec le Royaume-Uni ont été arrêtés le 31 décembre 2020 et remplacés par des protocoles d'accord ne permettant d'échanger des données que ponctuellement, limitant par la même occasion les moyens des régulateurs. En effet, les marchés de l'Union européenne et du Royaume-Uni resteront certes connectés dans les années à venir, mais ce ne sera que partiellement, réduisant d'autant la visibilité des régulateurs. Dans la dernière partie de ce document, nous présenterons donc le niveau d'intercorrélation des marchés avant le départ du Royaume-Uni, et exposerons les éléments menant à leur séparation à la suite du Brexit.

Le système européen de surveillance financière

La création du système à la suite de la crise financière

La crise financière de 2008 a entraîné une profonde réforme du système européen de régulation financière. En 2011, l'Union européenne (UE) crée le système européen de surveillance financière (SESF/ESFS⁽¹⁾) qui est organisé en réseau autour des trois Autorités européennes de surveillance (AES/ESAs⁽²⁾), du Comité européen du risque systémique (CERS/ESRB⁽³⁾) et des autorités nationales de surveillance des États membres de l'Union.

La principale mission du SESF consiste à garantir une supervision financière cohérente et adéquate à travers l'UE.

Les trois AES sont chargées de la surveillance microprudentielle⁽⁴⁾ :

- l'Autorité bancaire européenne (ABE/EBA⁽⁵⁾), initialement située à Londres, a été relocalisée à Paris en 2019 à la

suite du Brexit,

- l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP/EIOPA⁽⁶⁾), située à Francfort,
- l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA⁽⁷⁾), située à Paris.

Le CERS est chargé de la surveillance macroprudentielle⁽⁸⁾ du système financier au sein de l'UE. Il collecte et analyse les informations permettant d'identifier les risques systémiques et émet, le cas échéant, des alertes, si ces derniers sont jugés importants.

La Banque centrale européenne (BCE/ECB⁽⁹⁾), en tant qu'institution chargée du contrôle bancaire européen, coopère étroitement avec les AES, en particulier l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Enfin, les autorités nationales de surveillance correspondent à différentes structures : dans certains États membres, trois autorités distinctes couvrent respectivement les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers, alors que dans d'autres, un régulateur unique est en charge de l'ensemble de ces trois secteurs. En France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) supervise les marchés financiers, et l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel), présente au sein de la Banque de France, supervise les secteurs de la banque et de l'assurance.

(1) Étant donné que les entités européennes citées dans ce document ne travaillent qu'en langue anglaise, elles sont majoritairement connues sous leur sigle anglais. Nous fournissons donc au départ leurs acronymes français et anglais sous la forme français/anglais, puis n'utiliserons que l'acronyme français. Ici, SESF/ESFS pour : Système européen de surveillance financière/European System of Financial Supervision.

(2) European Supervisory Authorities.

(3) European Systemic Risk Board.

(4) Surveillance microprudentielle : qui concerne les risques de faillite d'une entité financière et de défaillance individuelle.

(5) European Banking Authority.

(6) European Insurance and Occupational Pension Authority.

(7) European Securities and Markets Authority.

(8) Surveillance macroprudentielle : qui concerne les risques du système financier pris dans son ensemble afin de limiter les risques de crises financières et leurs conséquences sur la croissance économique.

(9) European Central Bank.

Le rôle des autorités européennes de surveillance

Les AES travaillent sur quatre axes :

- le développement d'une doctrine réglementaire unique au sein de l'UE,
- l'harmonisation de la supervision financière au sein de l'UE afin de garantir une application cohérente de la doctrine, en particulier *via* la stimulation de la coordination entre les autorités nationales de surveillance,
- l'évaluation des risques et des vulnérabilités dans le secteur financier, en partenariat avec le CERS,
- dans le cas de l'AEMF, la supervision directe de certains acteurs de marchés globaux, tels que les agences de notation.

Pour atteindre ces objectifs, l'échange d'informations et en particulier de données entre les régulateurs, mais aussi la publication de ces données à des fins de transparence pour les marchés, sont des outils clés.

Depuis leur création, en 2011, les AES ont harmonisé les flux de données entre acteurs de marchés et régulateurs nationaux, puis entre régulateurs, et ont mis en place des systèmes d'échanges de données au sein du SESF.

Les données échangées entre les régulateurs

La collecte des données au niveau européen – Un enjeu majeur pour les régulateurs

Afin de mieux comprendre l'importance des données pour les régulateurs, prenons l'exemple de la surveillance des marchés financiers.

La détection d'abus de marché par les régulateurs s'est longtemps appuyée sur la collecte d'informations provenant de lanceurs d'alerte. Ce n'est que vers la fin des années 1990 que les régulateurs ont commencé à collecter de façon systématique des données de transactions de marché et à développer des systèmes d'analyse de ces transactions afin d'y repérer d'éventuels abus de marché.

Dans les années 2000, les régulateurs ont mis en place la collecte systématique de nombreuses données relatives à leur marché national (transactions, positions, règlements-livraisons, etc.). Mais avec le développement du marché unique européen, les acteurs ont commencé à exécuter de plus en plus de transactions dans d'autres pays de l'UE ; transactions auxquelles les régulateurs nationaux ne pouvaient pas toujours accéder et donc réguler correctement.

Environ dix ans plus tard, la mise en place des AES va permettre le développement de systèmes d'échanges de données entre les régulateurs européens afin que les régulateurs nationaux récupèrent, en plus de celles relatives à leurs transactions nationales, les données concernant les transactions effectuées dans d'autres pays de l'UE par leurs acteurs de marché ou par le biais des instruments financiers nationaux. Ainsi, les régulateurs ont pu accéder à l'ensemble des transactions réalisées sur des valeurs mobilières qu'elles aient été exécutées sur le territoire relevant de leur compétence (*via* une collecte directe) ou

dans un autre pays de l'UE (*via* les autres régulateurs). Pour donner un ordre de grandeur, ce sont 20 millions de transactions de marché et 300 millions de transactions et positions sur les dérivés hors marché (*via* les référentiels centraux de transactions) qui ont été reçues et échangées quotidiennement par les 28⁽¹⁰⁾ régulateurs en 2020.

Ces systèmes sont devenus aujourd'hui un outil clé des régulateurs pour détecter des suspicions de fraudes, en analysant directement les données collectées *via* des algorithmes évolués, et lancer des enquêtes sans avoir recours à des lanceurs d'alerte.

Un rôle prépondérant pour les autorités européennes de surveillance dans l'échange de données

Deux objectifs requièrent en particulier la collecte et l'analyse d'un volume très important de données : l'analyse de risque systémique (macroprudentiel) et la surveillance des marchés (microprudentiel) – comme vu ci-dessus.

À ce jour, on compte plus de 50 flux de données automatisés entre les régulateurs, allant des données sur les actifs bancaires à celles relatives aux transactions suspectes, aux fonds spéculatifs et aux fonds de pension.

L'activité des marchés continue de croître et les volumes de données sont devenus colossaux. L'apparition de nouvelles technologies au travers des *Fintech*, des crypto-monnaies et autres systèmes, représente un enjeu majeur pour les régulateurs qui vont devoir, dans les années à venir, s'assurer d'être en capacité de suivre le rythme des évolutions technologiques, tout en investissant dans des technologies de gestion de grandes quantités de données de type *Big Data*. Dans ce cadre, le SESF doit investir non seulement dans des systèmes adaptés, mais aussi dans des compétences en ressources humaines relevant des domaines financiers (juristes, économistes) et des données (*data scientists*, programmeurs, etc.).

L'impact du Brexit

Après plusieurs mois de négociation, l'UE et le Royaume-Uni (RU) ont décidé de mettre en place un accord bilatéral pour formaliser le retrait du RU de l'Union. Ainsi, le RU est désormais considéré comme un pays tiers (c'est-à-dire ne faisant pas partie de l'UE) au même titre que les États-Unis, le Japon ou Singapour.

La collecte et l'échange de données entre régulateurs au sein de l'Union européenne étant entièrement régis par la réglementation financière de l'Union, le RU ne peut donc plus échanger de données de manière systématique et automatisée avec les pays de l'UE, comme cela a pu être le cas au cours des dix dernières années.

En pratique, les AES, ayant organisé les échanges entre régulateurs, ont déconnecté le RU de l'ensemble des systèmes d'échanges de données de l'UE depuis le 31 décembre 2020. Les accès du RU aux bases de données européennes ont été supprimés et les flux quotidiens d'échanges de données ont été techniquement arrêtés.

(10) Les 27 pays de l'UE et le Royaume-Uni.

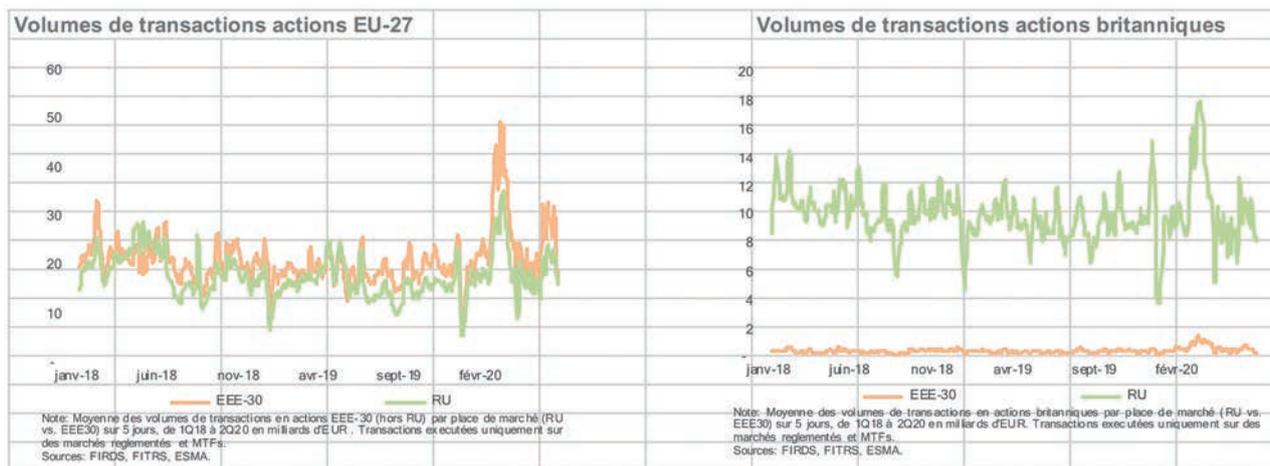


Figure 1 : Volumes de transactions actions EEE-30.

Figure 2 : Volumes de transactions actions britanniques.

Par ailleurs, les référentiels centraux de transactions, entités créées après la crise financière pour récupérer les données des transactions de dérivés hors marché et les envoyer aux régulateurs, ont été scindés en entités distinctes des deux côtés de la Manche qui ne récupéreront que les données propres à l'UE ou au RU.

Légalement, il ne reste, pour les régulateurs européens et britanniques, que la possibilité d'échanger, à la demande, des données *ad hoc*, avec inévitablement une efficacité beaucoup moindre. Pour y parvenir, les AES et les régulateurs européens ont conclu des protocoles d'accord avec l'autorité britannique de surveillance (la Financial Conduct Authority, UK-FCA) et la Banque d'Angleterre. Ces protocoles d'accord sont similaires à ceux déjà conclus sur l'échange d'informations avec de nombreux régulateurs d'autres pays tiers (comme les États-Unis ou le Canada). Ce nouveau système, où des fichiers ne sont échangés que lors de demandes ponctuelles de coopération, sera beaucoup moins efficace et n'est en aucun cas comparable aux millions de données qui étaient précédemment échangées quotidiennement.

L'intercorrélation des marchés

Cette déconnexion de l'échange de données va donc limiter la visibilité des régulateurs européens sur l'activité des marchés et les risques systémiques outre-Manche. En ré-

alité, cela ne leur posera un problème que si une partie de l'activité financière de l'Union à 27 continue de s'effectuer au RU, c'est-à-dire tant que les marchés resteront intercorrélés.

Le marché des actions

En 2019, les volumes de transactions faites sur les marchés du RU représentaient 60 % du volume des transactions de l'UE, alors que les actions britanniques ne représentaient que 20 % du volume des transactions européennes⁽¹¹⁾.

En regardant un peu plus dans le détail, il apparaît que 46 % du volume des transactions sur des actions de l'espace économique européen à 30 (EEE-30)⁽¹²⁾ sont effectués sur des marchés britanniques, là où seulement 5 % du volume des transactions sur les actions britanniques se font en dehors du RU.

Les graphiques en haut de page présentent les volumes de transactions des actions européennes (à gauche) et ceux relatifs aux actions britanniques (à droite). On notera

(11) Source : ESMA, "Annual statistical report 2020 on EU securities markets", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1355_mifid_asr.pdf

(12) EEE-30 : correspond à l'UE à 27, plus la Norvège, l'Islande et le Lichtenstein, mais sans le RU.

	Tous	Matières premières	Crédit	Change	Action	Taux d'intérêts
% du notionnel	100	1	2	12	4	82
% du notionnel par répartition géographique de la contrepartie						
Contreparties intra EEE	40	46	30	31	47	41
Intra EEE-30 (hors RU)	8	12	7	12	24	7
RU avec EEE-30	18	11	15	12	16	18
Intra RU	15	23	8	7	8	16
Avec un Pays Tiers (hors EEE)	59	53	67	68	52	57
EEE-30 (hors RU) avec un pays tiers	9	12	14	26	18	6
RU avec un pays tiers	49	41	53	42	35	51
Non défini	1	1	2	1	0	1

les volumes traités sur les marchés EEE-30 (hors RU) (en orange) et sur les marchés du RU (en vert).

On observe que les actions européennes (EEE-30, hors RU) sont échangées de façon quasiment égale des deux côtés de la Manche, alors que les actions britanniques le sont principalement au RU.

Les marchés dérivés

S'agissant des marchés dérivés ⁽¹³⁾, le tableau de la page précédente présente la proportion en pourcentage du notionnel ⁽¹⁴⁾ des volumes échangés sur la base d'une répartition géographique de la contrepartie en 2019.

Il apparaît que les transactions sur les marchés dérivés entre deux acteurs de l'Espace économique européen (EEE-30) hors RU ne représentent que 8 % des volumes constatés sur l'ensemble des marchés dérivés, c'est-à-dire que 92 % des volumes réalisés sur les marchés dérivés se font avec des contreparties de pays tiers ou du RU réparties comme suit :

- 18 % entre l'EEE-30 et le RU ;
- 9 % entre l'EEE-30 et les pays tiers ;
- et 65 % sans acteur appartenant à l'EEE-30, RU-RU ou RU-pays tiers ou non défini (1 %).

Il y avait donc, avant le Brexit, une intercorrélation très forte entre l'UE et le RU, sur l'ensemble des marchés.

La distinction des marchés

La période de transition a permis aux acteurs de marchés de se préparer au départ du RU et à une certaine séparation des marchés, mais l'impact de ce départ est incertain. Les acteurs de marchés (banques, prestataires de services d'investissement) ont délocalisé une partie de leurs activités et, dans le même temps, certaines infrastructures de marché ont été dédoublées. Cependant, certaines infrastructures telles que les systèmes de règlement-livraison n'ont pas été dupliquées, un système d'équivalence a alors été mis en place pour celles-ci. Un lien fort entre l'UE et le RU persistera donc sur ces infrastructures de marché après le Brexit.

Les régulateurs ont pris de nombreuses décisions afin d'accompagner cette séparation ; deux d'entre elles ont été particulièrement débattues : celles relatives, d'une part, aux obligations de négociation d'actions (STO) ⁽¹⁵⁾ (article 23 de MiFIR) et, d'autre part, aux dérivés (DTO) ⁽¹⁶⁾. L'obligation de négociation d'actions consiste à imposer géographiquement l'exécution dans la zone UE-27 les transactions effectuées sur les actions par des sociétés d'investissement localisées dans cette même zone. En bref, elle interdit aux acteurs européens de négocier des actions européennes en euros en dehors de l'UE.

(13) Source : ESMA, "Annual statistical report 2020 on EU derivatives markets", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1362_asr_derivatives_2020.pdf

(14) Notionnel : valeur faciale utilisée pour calculer les paiements effectués sur ce dérivé.

(15) Shares Trading Obligation.

(16) Derivatives Trading Obligation.

Par exemple, une action française ou italienne en euro ne pourra être négociée par les acteurs de marchés européens que dans l'UE. À l'inverse, une action britannique ou une action européenne en livre sterling pourra continuer d'être négociée par les acteurs de marchés européens aussi bien dans l'UE qu'à l'extérieur de l'UE (et donc y compris au RU). Cette décision va limiter le flux des transactions sur les actions de l'UE réalisées en dehors de l'UE et donc maintenir pour les régulateurs un accès aux données relatives à ce type de transactions. Mais elle n'est pas exhaustive. En effet, le RU ayant décidé en novembre 2020 de ne pas imposer la réciprocité, les acteurs de marchés du RU peuvent donc continuer à négocier des actions en dehors du RU.

Tous ces éléments vont conduire à une séparation certaine des marchés, qui sera cependant limitée et incertaine dans les premières années au vu de l'importante corrélation préexistante. L'échange de données entre régulateurs étant réduit à des échanges ponctuels, la visibilité qu'ils ont sur la partie des marchés qui restera intercorrélée sera néanmoins restreinte.

Au niveau macroprudentiel, on peut s'intéresser à l'exemple de l'ABE qui recevait jusqu'en décembre 2020 un rapport sur les actifs bancaires de l'ensemble des banques européennes, y compris celles du RU. Cela permettait à l'ABE d'analyser l'exposition au risque des banques européennes et leur corrélation. Depuis le 1^{er} janvier 2021, l'ABE n'a plus de visibilité sur le niveau d'exposition au risque des banques du RU, alors que le défaut d'une banque britannique peut avoir un impact majeur sur la stabilité d'une banque européenne au vu de leurs interactions. La réciproque s'applique ici aussi pour la Banque d'Angleterre.

Conclusion

Le départ du RU de l'UE représente une perte de visibilité pour les régulateurs financiers des deux côtés de la Manche tant que les deux marchés resteront intercorrélés.

L'UE a passé les dix dernières années à mettre en place des systèmes de coopération et d'échanges de données automatisés entre régulateurs financiers. L'État membre ayant la plus importante activité financière de l'UE jusqu'ici, le RU, est coupé du reste du système depuis le 1^{er} janvier 2021. En devenant un pays tiers, c'est une déconnexion de tous les systèmes d'échanges automatisés qui s'est opérée, ne laissant la place qu'à des échanges *ad hoc*, limités et ponctuels.

En dépit d'une période de transition durant laquelle les acteurs se sont préparés à une séparation certaine des marchés et des dispositifs législatifs tels que l'obligation de négociation d'actions, les marchés de l'UE et du RU resteront en partie connectés au cours des années à venir, alors que la visibilité des régulateurs sera limitée, aussi bien pour ce qui est de leur surveillance microprudentielle que pour leur analyse de risques systémiques.