

ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE

Le jour d'après : dynamique de la finance européenne post-Brexit

Octobre 2016

**INSTITUT
FRIEDLAND** 

Le résultat du référendum britannique du 23 juin pose la question du devenir des nombreux acteurs du monde de la finance qui se sont développés en faisant le choix d'une implantation à Londres. Si la capitale britannique demeurera sans doute la première place financière d'Europe, le Brexit enclenchera selon toute probabilité une dynamique de multi-polarisation de l'industrie financière en Europe. Certaines entreprises opérant aujourd'hui depuis la City auront intérêt à se relocaliser, contribuant ainsi à l'essor d'autres places financières européennes, notamment Paris et Francfort.

Thierry Philipponnat
Directeur



Temps
de lecture

UN COUP D'ARRÊT AU DÉVELOPPEMENT DE LA CITY ?

La dynamique de concentration de l'industrie financière européenne à Londres est aujourd'hui remise en cause pour plusieurs raisons.

Une instabilité politique et juridique

Dans un contexte où la sortie du pays de l'Union européenne est maintenant programmée au plus tard pour mars 2019, la complexité des dossiers, l'impréparation de la puissance publique britannique et les caractéristiques de l'article 50 du Traité sur l'Union européenne

rendent la situation particulièrement incertaine pour le Royaume-Uni¹.

S'il est compréhensible que le pays veuille, en activant cet article le plus tard possible, retarder l'échéance de sa sortie effective afin de se donner le temps de négocier, le temps travaille

contre son intérêt : les décideurs économiques ont besoin de visibilité afin de prendre leurs décisions et l'absence de visibilité risque de les paralyser.

> Le contexte

- Le marché unique européen a constitué une opportunité formidable de développement pour la City.
- De très nombreuses entreprises financières non-européennes utilisent Londres comme un "hub" pour accéder au marché européen.
- Les services financiers représentent 8% du PIB britannique (150 milliards £) et 12% en incluant les services connexes (225 milliards £).

¹ Cf. "Theresa May and her six pack of difficult deals", Charles Grant, Center for European Reform, 28 juillet 2016.

La situation est d'autant moins confortable pour le Royaume-Uni que l'Union européenne refuse d'entrer en négociation tant que l'article 50 n'aura pas été activé et que ses autres partenaires commerciaux veulent attendre de connaître les conditions effectives de sortie pour commencer des négociations.

Le temps où l'un des avantages essentiels de la City était la stabilité de son environnement juridique et politique est donc révolu. Le référendum du 23 juin a porté un coup d'arrêt à son développement à tout le moins jusqu'à la clarification de la situation.

Au-delà de cette incertitude qui affecte toutes les entreprises de la City, deux catégories d'entreprises financières se trouvent aujourd'hui dans l'obligation de prendre une décision de relocalisation au sein d'un pays membre de l'Union européenne :

- ▶ celles qui vendent leurs prestations sur le marché unique de l'Union européenne grâce à l'agrément reçu du régulateur financier britannique qui vaut "passeport" européen,
- ▶ celles traitant des produits financiers libellés en euros.

L'accès au marché unique remis en cause

Afin d'être déployées dans l'Union européenne, les activités de services financiers doivent faire l'objet de l'autorisation d'un régulateur d'un Etat membre de l'Union. Dans le cadre de l'Union européenne, un agrément reçu d'un régulateur national vaut agrément pour l'ensemble de l'Union (passeport financier européen).

Quand le Royaume-Uni sortira de l'Union européenne, les agréments délivrés par les régulateurs financiers britanniques perdront de facto leur qualité de passeport, condition nécessaire pour servir les clients basés dans l'Union euro-

péenne depuis la place de Londres². Cette question est vitale pour les très nombreuses entreprises financières non-européennes ayant fait le choix de servir le marché européen à partir d'une implantation au Royaume-Uni.

Techniquement, la Grande-Bretagne pourrait bénéficier du régime dit de "pays tiers" permettant d'accéder au marché européen sous réserve d'une réglementation et de mécanismes de surveillance jugés équivalents à ceux de l'Union européenne.

Mais si cette équivalence est acquise au moment de la sortie de l'Union européenne, elle deviendra de moins en moins évidente avec le temps, notamment si le Royaume-Uni modifie sa réglementation financière ou décide de

ne pas suivre les évolutions futures de la réglementation européenne, ce qui est dans l'ordre des choses compte tenu du contexte politique britannique.

Cette divergence réglementaire apparemment inéluctable aura comme conséquence à terme la perte du bénéfice du régime de pays tiers et donc la perte de l'accès au marché unique européen.

Le Royaume-Uni serait ainsi condamné sur la durée :

- ▶ soit à continuer d'appliquer la réglementation financière européenne en ayant perdu la possibilité d'influencer son élaboration,
- ▶ soit à perdre l'accès au marché unique pour les prestataires de services d'investissement qu'il aura agréés.

² Un certain nombre de voix se sont élevées pour expliquer qu'une Grande-Bretagne sortie de l'Union européenne pourrait, par exception, conserver le passeport européen. Cette situation est simplement impossible du fait de la définition même du passeport européen comme un agrément donné par un régulateur financier d'un membre de l'Union valable dans l'ensemble de l'Union.

Des risques de relocalisation

Pour les entreprises financières de la City qui ont besoin d'un accès au marché européen, la situation est claire : le régime de pays tiers est à la fois aléatoire et non pérenne. Il repose en effet sur un agrément ad hoc accordé par la Commission européenne après consultation des régulateurs financiers de l'Union européenne³. Il dépend de décisions futures par nature inconnues et de la volonté politique des parties. La décision de relocalisation des activités concernées et d'implantation dans un pays de l'Union européenne pour obtenir un agrément local valant passeport européen semble donc s'imposer à ces entreprises.

Réciproquement, beaucoup de banques européenne opèrent au Royaume-Uni avec un statut de succursale relativement léger grâce au passeport européen. Ces banques pourraient être amenées à reconsidérer leurs opérations londoniennes si la perte du passeport devait les amener à transformer ces succursales en filiales dûment capitalisées, une solution difficile à mettre en œuvre dans le contexte européen actuel de coût élevé du capital bancaire. Si cela devait être le cas, le lieu de relocalisation de ces établissements serait de façon naturelle le lieu d'établissement de leur maison mère.

▶ 336 421 passeports détenus par 5 500 entreprises

- L'accès au marché unique européen est conditionné par le fait d'avoir une réglementation équivalente.
- Selon le régulateur britannique (FCA), 5 500 entreprises financières opèrent depuis Londres vers le marché unique grâce à la détention de 336 421 "passeports financiers".
- Plus de la moitié des revenus générés par les activités de banque d'affaires et de marché de la City est réalisée avec des clients basés au sein de l'Union européenne.

³ European Securities and Markets Authority (ESMA), European Banking Authority (EBA) et European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

Des difficultés d'accès au système de paiement de l'eurosystème

Outre le savoir-faire de leurs équipes, la négociation de produits financiers libellés en euros suppose pour les entreprises d'investissement d'avoir accès aux infrastructures permettant de régler les opérations, de les dénouer et d'en assurer la bonne fin. Si de nombreux marchés de produits financiers sont concernés, cette question est particulièrement importante pour les produits dérivés compte tenu du volume considérable de transactions réalisées chaque jour.

Le marché des produits dérivés de taux d'intérêt en euros représentait à la fin de l'année 2015 des encours notionnels de 117 849 milliards d'euros⁴, la part de marché de Londres étant de 70%, celle de Paris de 11% et celle de Francfort de 7%.

Le système de paiement de l'eurosystème est baptisé TARGET 2. C'est le plus important système de paiement au monde : il gère quotidiennement plus de 350 000 paiements pour un montant total de 1 900 milliards d'euros⁵. Au regard de l'importance des montants en jeu et du caractère vital d'opérer dans un environnement sécurisé, la participation à TARGET 2 s'impose aux banques réalisant des transactions en euros.

› Les membres de TARGET 2

- Les banques centrales de la zone euro,
- Cinq banques centrales de pays de l'Union européenne non membres de la zone euro (mais pas la Banque d'Angleterre),
- Les banques privées membres de l'Espace économique européen (EEE) peuvent y participer même si elles n'appartiennent pas à la zone euro,
- Les établissements de crédit établis à l'extérieur de l'EEE doivent, pour être admis à participer à TARGET 2, agir par l'intermédiaire d'une succursale établie dans l'EEE.

Dans un contexte post-Brexit, les nombreuses banques internationales agréées au Royaume-Uni et désirant être admises à TARGET 2 seront dans l'obligation d'établir une succursale dans un pays de l'Union européenne, ce qui pose la question de la pertinence de leur localisation à Londres.

Le mécanisme de réduction du risque en question

Une autre question clef est celle des chambres de compensation⁶ qui assurent la bonne fin des opérations et garantissent la sécurité des transactions dans la durée.

En centralisant en un lieu unique les opérations de marché, les chambres de compensation sont à la fois :

- ▶ un mécanisme de réduction du risque : le défaut éventuel d'un opérateur de marché n'entraînera pas le défaut de sa contrepartie tant que la chambre de compensation ne fait pas elle-même défaut ;
- ▶ un facteur de concentration du risque : le défaut éventuel de la chambre de compensation, bien que moins probable que celui d'un opérateur, serait d'une ampleur potentielle beaucoup plus importante.

Ces chambres sont de ce fait supervisées de près par les autorités ad hoc. Par ailleurs, il est essentiel qu'elles puissent avoir accès à des lignes de liquidité adéquates dans les devises qu'elles traitent afin de pouvoir faire face au défaut éventuel d'un ou plusieurs de leurs adhérents sans que leur propre pérennité soit remise en cause.

C'est dans ce contexte que se situe la question de l'accès à la liquidité en euros des chambres de compensation opérant à Londres. En 2011, la Banque Centrale Européenne (BCE) a considéré que les organismes réalisant des opérations de compensation de plus de 5 milliards d'euros par ligne de

produit devaient être situés dans la zone euro afin qu'elle puisse y exercer une fonction de surveillance nécessaire du fait du risque qu'elle encourt de devoir un jour se porter à leur secours.

Mais en mars 2015, la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) a jugé que la BCE avait outrepassé les pouvoirs qui lui sont accordés par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et qui ne couvrent pas la question de la régulation de l'activité de compensation. A la suite de cet arrêt, la compensation des transactions en euros a continué de se faire à Londres moyennant un accord d'apport de liquidité en euros en cas de besoin de la part de la Banque Centrale Européenne au profit de la Banque d'Angleterre.

Après sa sortie de l'Union européenne, le Royaume-Uni n'aura plus accès à la CJUE et ne pourra plus invoquer le principe de non-discrimination qui s'applique aux membres de l'Union européenne.

La BCE pourrait décider de mettre fin à son engagement d'apport de liquidité en euros en cas de problème et rendre de facto impossible la compensation des produits financiers en euros par les chambres de compensation implantées à Londres.

Si rien n'est gravé dans le marbre à ce stade, le risque est réel pour les entreprises concernées et plusieurs voix importantes se sont déjà exprimées sur ce sujet⁷.

⁶ Les chambres de compensation sont des organismes s'interposant entre un acheteur et un vendeur de produit financier afin de garantir la bonne fin des opérations. Elles sont particulièrement importantes sur les marchés de produits dérivés où, afin de garantir la sécurité des transactions dans la durée, elles procèdent à des appels de marge auprès des parties impliquées.

⁷ Cf. discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, le 24 juin 2016 ("Le secteur doit aussi implanter les contreparties centrales dans la zone monétaire appropriée, en vue d'améliorer la gestion du risque de liquidité, ce qui est essentiel pour la capacité de résistance des contreparties centrales"), les déclarations du Président de la République française François Hollande du 30 juin ("Il n'y a aucune raison pour l'Europe, et encore moins pour la zone euro, de permettre à un pays qui n'est plus membre de l'Union et qui n'a jamais été membre de la zone euro de continuer à faire des opérations en euros") ou celles de Charlie Bean, ancien Sous-Gouverneur de la Banque d'Angleterre, le 7 septembre devant la Chambre des Lords (il n'y a "absolument aucun doute" que la compensation des opérations en euros sera rapatriée vers l'Union européenne).

⁴ Statistiques Banque des Règlements internationaux : <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

⁵ <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/html/index.en.html>

UN REEQUILIBRAGE AU PROFIT D'AUTRES CENTRES FINANCIERS

Dans une déclaration officielle enregistrée auprès du régulateur américain ("10-Q regulatory filing")⁸, la banque Goldman Sachs déclarait le 4 août que la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pourrait l'amener à restructurer ses opérations en Europe.

Les banques Morgan Stanley, JP Morgan et HSBC avaient, elles, averti qu'un vote au référendum du 23 juin en faveur du Brexit pourrait les amener à déplacer des milliers d'emplois financiers de Londres vers d'autres places financières européennes.

Si cette hypothèse se matérialise, quels seront les critères de choix d'un nouveau lieu d'implantation pour ces établissements ? Ils sont au nombre de six⁹ :

1. **L'appartenance** à l'Union européenne ou, mieux, à la zone euro couplée avec une bonne visibilité sur la volonté politique du pays à en demeurer membre.
2. **La préexistence** d'un écosystème financier varié regroupant le large panel des talents nécessaires pour fonctionner.
3. **La stabilité et l'équilibre du régime fiscal** pour les entreprises d'abord et pour les collaborateurs ensuite.
4. **L'existence d'autorités** de régulation dynamiques et efficaces.
5. **La capacité immobilière** en matière de bureaux et de logements ainsi que les équipements et infrastructures de transport.
6. **La dimension internationale** avec les services et prestations nécessaires à la vie des collaborateurs s'y implantant (écoles, vie culturelle, lieux de sortie...).

⁸ <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/886982/000119312516670394/d220861d10q.htm#toc>

⁹ Le critère de la langue anglaise est exclu de cette liste dans la mesure où il n'est plus différenciant quand l'intégralité ou presque des salariés du monde financier concernés ont la capacité de travailler dans cette langue.

Dès lors se pose la question d'identifier les places financières susceptibles de répondre à ces critères. Cinq villes sont régulièrement citées comme candidates à l'accueil des entreprises financières devant relocaliser leurs opérations : Amsterdam, Dublin, Francfort, Luxembourg et Paris.

Un impact limité pour Amsterdam, Dublin et Luxembourg

Ces trois capitales offrent sans conteste un environnement fiscal pour les entreprises plus favorable que celui de la France ou de l'Allemagne (critère 3).

Mais la nature potentiellement non pérenne de cet environnement (contexte de lutte contre les paradis fiscaux et contre la concurrence fiscale au sein de l'UE) ne devrait cependant pas faire prévaloir le facteur fiscal au moment de la décision. Ces trois villes étant clairement plus faibles que Paris et Francfort sur les critères 2, 5 et 6, l'hypothèse est faite ici qu'une petite fraction seulement des entreprises quittant Londres iront s'implanter chez elles.

Une attractivité renforcée de Paris et Francfort...

Une comparaison entre Paris et Francfort donne un avantage à Paris sur les critères 2, 5 et 6 et à Francfort sur le critère 3 même si les mesures annoncées par le Premier ministre français le 6 juillet dernier renforcent sans conteste l'attractivité relative de la place de Paris.

De façon générale, l'écosystème financier français bénéficie de nombreux atouts :

- ▶ intégralité des métiers de la finance représentés,
- ▶ savoir-faire des équipes en place,
- ▶ infrastructures et environnement réglementaire efficaces,
- ▶ deuxième place européenne pour la gestion d'actifs après la Grande-Bretagne avec une part du marché européen de 20% contre 10% pour l'Allemagne (dont une partie seulement à Francfort),

- ▶ nombreux salariés de la City de nationalité française,
- ▶ possibilité de transférer les activités de compensation d'instruments financiers libellés en euros de la place aujourd'hui dominante sur ce segment, LCH.Clearnet Ltd à Londres, vers sa filiale LCH.Clearnet SA à Paris,
- ▶ capacité immobilière de bureaux et de logements suffisante.

Ces différents facteurs étant considérés, il ressort que la capitale française et, dans une mesure probablement moindre, Francfort sont bien positionnées pour accueillir une partie importante des entreprises financières devant redéployer leur activité en l'implantant dans l'Union européenne.

... sous conditions

L'attractivité supérieure de Paris et Francfort par rapport à Amsterdam, Dublin et Luxembourg pourrait cependant être remise en cause par l'instauration d'une taxe sur les transactions financières envisagée par la France et l'Allemagne, contrairement aux Pays-bas, à l'Irlande et au Luxembourg qui l'ont exclue.

Les pouvoirs publics français et allemands devront procéder à un arbitrage entre les deux objectifs incompatibles de l'instauration d'une taxe sur les transactions financières et de l'attractivité de leur place pour les entreprises du secteur financier quittant Londres pour cause de Brexit.

Le temps des décisions

Les relocalisations des entreprises concernées vers la zone euro devraient intervenir au cours de l'été 2018. Les décisions à ce sujet seront le plus probablement prises entre juin et octobre 2017, date à laquelle la situation politique de l'Allemagne et de la France pour les années à venir aura été clarifiée du fait des élections qui se seront tenues dans ces deux pays.

Conclusion

Les masses économiques en jeu sont importantes : un rééquilibrage compris entre 10% (estimation minimale) et 20%¹⁰, de l'activité de la City au profit d'autres centres financiers européens pour cause de Brexit représentera un volume annuel d'activité compris entre 20 milliards et 40 milliards d'euros¹¹.

Au regard de ces chiffres, on comprend la passion croissante que suscite le débat sur le devenir de la City. On voit aujourd'hui s'opposer le camp de ceux qui imaginent perpétuer le statu quo au nom de l'intérêt supposé de tous à conserver en l'état une City qui serait seule capable d'offrir les services financiers dont l'économie européenne a besoin et le camp de ceux qui prédisent la fin de Londres comme centre financier majeur.

Mais la réalité est plus nuancée : après la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, Londres demeurera la première place financière de l'Europe du fait de sa domination dans les activités financières n'incluant ni le paramètre marché unique européen ni le paramètre euro, mais son importance relative diminuera.

Le phénomène majeur pour la finance européenne sera l'enclenchement d'une dynamique de multi-polarisation, inversant la tendance qui était auparavant à la mono-polarisation.

Le bilan des avantages et inconvénients des différentes places invite à penser que le mouvement de multi-polarisation se fera au bénéfice de Paris et de Francfort avec probablement un avantage pour Paris.

¹⁰ Financial Times, 2 septembre 2016 : "Fifth of City revenues could be hit by hard Brexit".

¹¹ A titre d'illustration, selon une étude réalisée par Oliver Wyman et publiée par TheCityUK (http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2014/jun/EUScenarios_UKMembership_OliverWymanResearch.pdf), les revenus générés par la City sur les activités de marchés de capitaux et de banque d'affaires étaient en 2012 de 45 milliards de livres sterling dont 55% provenaient de clients localisés dans le reste de l'Europe.

Le jour d'après : dynamique de la finance européenne post-Brexit

Directeur de publication et de la rédaction
Thierry Philipponnat

Auteur : Thierry Philipponnat

Retrouvez l'Institut Friedland sur www.institut-friedland.org



@IF_Institut



@InstitutFriedland



Institut Friedland

Conception / Maquette
Laurence Guillot

Impression : Cicero
CCI Paris Ile-de-France

Crédit(s) photo(s)
G0d4ather-GettyImages

Tous droits réservés.

