

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER



JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur émérite
Université Paris I



ANNE-CLAIRE ROUAUD

Agrégée des facultés de
droit
Professeur
Université Paris 1
Panthéon-Sorbonne



FRIDA MEKOUÏ

Juriste financier à la DAJ
Société Générale
Chargée d'enseignement
Université Paris XI



PATRICK BARBAN

Agrégé des facultés de droit
Professeur
Université Le Havre-Normandie

Le règlement EMIR REFIT, premier volet de la révision du règlement EMIR

Le règlement EMIR REFIT modifie le règlement EMIR afin notamment d'alléger, pour les contreparties non financières et les petites contreparties financières, la charge découlant des obligations de compensation et de déclaration des dérivés de gré à gré ainsi que de renforcer la surveillance des référentiels centraux.

Règl. PE et Cons. UE n° 2019/834 du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (JOUE n° L. 141, 28 mai 2019, p. 42).

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Des trois propositions de textes touchant aux contreparties centrales et au règlement EMIR présentées par la Commission en 2016 et 2017¹, une seule

– la moins ambitieuse – a été définitivement adoptée avant la fin de la précédente législature, même si les deux autres feront certainement partie des priorités de la nouvelle législature. En effet, le projet de règlement visant à mettre en place une supervision européenne des contreparties centrales a fait l'objet, dans le cadre du trilogue, d'un accord au stade de la première lecture du Parlement européen², mais n'a pas encore été finalisé, tandis que le projet de règlement relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales a fait l'objet de modifications importantes en première lecture par le Parlement³. En revanche, le règlement n° 2019/834 du 20 mai 2019, qui modifie les obligations mises à la charge des contreparties par le règlement EMIR, dit « EMIR REFIT » parce qu'il s'inscrit dans le cadre du programme de la Commission européenne pour une réglementation affûtée et performante (REFIT)⁴, a été publié le 28 mai⁵. Sans doute porte-t-il

de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (COM(2017) 208 final) : T. Bonneau, « Contreparties centrales – Projets de réforme », RDBF n° 5, sept. 2017, comm. 232 ; A. Tenenbaum, « La refonte du règlement EMIR : les priorités de l'AMF et la position de la Commission », Banque et Droit n° 147, p. 47 ; H. Ekué, C. Saudo et V. Linares-Cruz, « Révision d'EMIR : les deux objectifs de la réforme », BJB mai 2018, n° 11715, p. 163.

1. Prop. règl. Parl. et Cons. UE relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales, 28 nov. 2016 (COM (2016) 856) ; Prop. Règl. Parl. et Cons. UE modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers, 13 juin 2017 (COM(2017) 331 final) et proposition amendée du 20 sept. 2017 (COM(2017) 331 final/2) ; Prop. règl. Parl. et Cons. UE modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations

2. V. Résolution législative du Parlement européen du 18 avril 2019 (P8_TA-PROV(2019)0438).

3. V. Résolution législative du Parlement européen du 27 mars 2019.

4. V. Commission européenne, « Regulatory Fitness and Performance Programme (REFIT) and the 10 Priorities of the Commission », oct. 2016, spéc. p. 201-202.

5. Règl. PE et Cons. UE n° 2019/834 du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne l'obligation de compensation, la suspension de l'obligation de compensation, les obligations de déclaration, les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale,

sur des sujets moins sensibles d'un point de vue institutionnel et politique, même s'ils sont importants pour l'industrie, notamment pour des questions de coût.

Le règlement EMIR⁶, qui traduit, au niveau européen, les engagements pris lors du sommet du G20 de Pittsburgh en septembre 2009 en réaction à la crise financière, vise à lutter contre l'opacité et le risque de contrepartie attachés aux dérivés de gré à gré, sources de risque systématique. À cette fin, il impose trois types d'obligations⁷ : une obligation de compensation par une contrepartie centrale des dérivés standardisés ; une obligation de soumission à des techniques d'atténuation des risques pour les dérivés non compensés, avec, en particulier, une obligation d'échange de collatéral ; et une obligation de déclaration des dérivés à des référentiels centraux. Le règlement EMIR REFIT n'apporte pas de « modification fondamentale »⁸ à ce dispositif mais procède à un « recalibrage » des obligations des contreparties pour remédier aux imperfections révélées lors du réexamen prévu par le règlement EMIR⁹ – qui a débuté en 2015 alors même que certaines obligations n'étaient pas encore pleinement entrées en application¹⁰. Selon le double objectif annoncé, il s'agit à la fois d'améliorer l'efficacité des obligations prévues par le règlement EMIR et de réduire les coûts et les contraintes qu'elles font peser sur les différents acteurs¹¹. Le nouveau règlement tient notamment compte des difficultés rencontrées par les contreparties non financières et les petites contreparties financières pour se conformer à certaines obligations, particulièrement les obligations de compensation et de déclaration. Celles-ci sont ainsi retouchées afin d'adopter une approche plus proportionnée des obligations pesant sur les différentes « contreparties ».

Les modifications apportées au règlement EMIR sont, pour leur majeure partie, applicables depuis l'entrée en vigueur du règlement EMIR REFIT le 17 juin 2019, l'entrée en application de certaines modifications étant repoussée à une date ultérieure (qui sera signalée ci-dessous). Outre la catégorisation des contreparties (I.), les principales modifications concernent les obligations de compensation (II.) et de déclaration (III.), ainsi que les techniques d'atténuation des risques pour les dérivés

non compensés (IV.) et l'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux (V.).

I. Classification des contreparties

Modification de la catégorie des contreparties financières. La définition des contreparties financières¹², qui comprenait déjà les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance et de réassurance, les OPCVM et sociétés de gestion agréées, les institutions de retraite professionnelle et les fonds d'investissement alternatif (FIA) gérés par un gestionnaire agréé conformément à la directive AIFM, est élargie. Elle inclut désormais les dépositaires centraux de titres et englobe plus largement les FIA et leurs gestionnaires, en visant non seulement, comme c'était déjà le cas, les FIA gérés par un gestionnaire agréé conformément à la directive AIFM, mais aussi les FIA établis dans l'Union, quel que soit le statut de leur gestionnaire, et les gestionnaires eux-mêmes. En revanche, les OPCVM et les FIA établis exclusivement pour servir un ou plusieurs plans d'actionnariat salarié, ainsi que les FIA qui constituent une structure *ad hoc* de titrisation, demeurent des contreparties non financières. Ces modifications auront des conséquences non négligeables, dès lors que la classification des contreparties détermine notamment le périmètre des dérivés à prendre en compte pour le calcul des positions au regard des seuils de compensation ainsi que la charge de l'obligation de déclaration, qui pèse par défaut sur la contrepartie financière dans le cas d'une transaction « mixte ».

II. Assouplissement de l'obligation de compensation

Réduction du périmètre de l'obligation de compensation pour les contreparties non financières. Si, contrairement aux contreparties financières, les contreparties non financières¹³ n'étaient dès le départ soumises à l'obligation de compensation que lorsque leurs positions excédaient un seuil de compensation fixé par l'AEMF¹⁴, le dépassement du seuil déclenchait l'application « en bloc » de l'obligation de compensation pour tous les dérivés appartenant à une catégorie soumise à l'obligation de compensation¹⁵, et non seulement pour ceux appartenant à la catégorie spécifique pour laquelle le seuil avait été franchi. Cela avait pour effet de faire peser sur elles une obligation lourde de conséquences (obligation d'avoir recours aux services d'un compensateur, etc.), alors que, négociant généralement avec un nombre restreint de contreparties, elles « ont peu d'interconnexions avec le système financier »¹⁶. Ces contreparties ont désormais la possibilité de procéder au calcul de leurs positions tous

¹ L'enregistrement et la surveillance des référentiels centraux et les exigences applicables aux référentiels centraux (JOUE n° L. 141, 28 mai 2019, p. 42). Sur les étapes de la négociation, v. H. Ekué, C. Saudo et V. Linares-Cruz, préc.

6. Règl. PE et Cons. UE n° 648/2012 du 4 juill. 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JOUE n° L. 201 du 27 juill. 2012, p. 1).

7. V. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, Lextenso, 2^e éd., 2019, n° 872 ; T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 4^e éd., 2018, n° 198 et s.

8. V. Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, Bruxelles, 23 nov. 2016 (COM(2016) 857 final), p. 7.

9. V. not. le rapport de la Commission, préc. et les rapports de l'AEMF concernant le réexamen du règlement EMIR : Rapport n° 1 – Réexamen de l'utilisation des produits dérivés de gré à gré par des contreparties non financières ; Rapport n° 2 – Réexamen de l'efficacité des exigences de marge dans la limitation de la procyclicité ; Rapport n° 3 – Exigences de ségrégation et de portabilité ; Rapport n° 4 – Réponse de l'AEMF à la consultation de la Commission sur la révision d'EMIR, 13 août 2015 (ESMA/2015/1251 à 1254).

10. L'obligation de compensation a ainsi pris effet entre 2016 et 2018, selon un calendrier échelonné en fonction des contreparties concernées.

11. Rapport de la Commission, préc., p. 7.

12. Art. 2, point 8 d'EMIR.

13. Dont la définition est inchangée : il s'agit de toute entreprise établie dans l'Union, autre que les entités relevant de la catégorie des contreparties financières (EMIR, art. 2, pt g), c'est-à-dire les sociétés commerciales intervenant sur des produits dérivés OTC.

14. Art. 10 d'EMIR, dans sa rédaction initiale.

15. Sur la détermination des catégories de dérivés soumis à l'obligation de compensation, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, préc., n° 657.

16. V. AEMF, Rapport n° 1, préc. ; Rapport de la Commission, préc., point 4.2.2, a).

les douze mois au regard des seuils de compensation¹⁷, ce qui leur permet de n'être soumises à l'obligation de compensation que pour les catégories de dérivés de gré à gré pour lesquelles le seuil a été franchi¹⁸. Celles qui choisissent de ne pas procéder au calcul de leurs positions restent soumises à l'obligation de compensation pour toutes les catégories de dérivés de gré à gré¹⁹, sauf à démontrer que leurs positions sur une catégorie de produits ne dépassent plus le seuil de compensation. Cette dernière possibilité existait déjà, mais le calcul est effectué ici aussi sur douze mois, et non plus sur 30 jours comme auparavant²⁰. Le choix d'un calcul sur une base annuelle a nécessité d'anticiper l'entrée en application du nouveau dispositif²¹, ce qui a impliqué, pour les contreparties, de procéder au calcul de leurs positions pour le jour de l'entrée en vigueur du règlement EMIR REFIT, de manière, selon le cas, à bénéficier immédiatement de l'inapplication de l'obligation de compensation, ou au contraire à informer l'AEMF et les autorités nationales compétentes qu'un seuil de compensation a été franchi.

Assouplissement de l'obligation de compensation pour les petites contreparties financières. Au sein de la catégorie des contreparties financières émerge en contrepoint celle des petites contreparties financières, même si elle ne fait pas l'objet d'une définition en tant que telle. Comme l'explicite un considérant, il s'agit des contreparties financières dont le volume d'activité sur les marchés de dérivés de gré à gré est trop faible pour présenter un risque important pour le système financier et pour que la compensation centrale soit économiquement viable. La date de prise d'effet de l'obligation de compensation avait d'ailleurs déjà été repoussée du 21 juin 2017 au 21 juin 2019 pour les contreparties financières les moins importantes (dites de catégorie 3)²² compte tenu des difficultés pour ces contreparties d'accéder au service de compensation lorsqu'elles ont un faible volume d'activité sur dérivés, en raison de l'offre peu développée par les compensateurs. Désormais, elles échappent à l'obligation de compensation lorsqu'elles restent en deçà des seuils de

compensation²³. La même possibilité est ainsi offerte aux contreparties financières qu'aux contreparties non financières, de calculer tous les douze mois leurs positions au regard des seuils de compensation²⁴, en sorte que celles dont le volume d'activité est faible soient soustraites à l'obligation de compensation²⁵. À la différence notable que si elles ne procèdent pas à ce calcul, ou s'il s'avère qu'elles dépassent l'un des seuils de compensation, elles se trouvent soumises automatiquement à l'obligation de compensation pour tous les dérivés appartenant à une catégorie soumise à cette obligation, et non seulement pour ceux qui appartiennent à la catégorie pour laquelle le seuil a été franchi²⁶. Comme les contreparties non financières²⁷, elles disposent alors d'un délai de quatre mois à compter de la notification à l'AEMF du franchissement de seuil pour s'y préparer et conclure les accords de compensation nécessaires, l'obligation de compensation ne s'appliquant pas aux contrats conclus avant l'expiration de ce délai²⁸.

Notons toutefois que si les petites contreparties financières sont ainsi susceptibles d'être dispensées de l'obligation de compensation, elles demeurent pour l'instant soumises, en l'absence de modification corrélative du règlement MIF, à l'obligation de négociation²⁹. Dans l'attente du rapport qui doit être établi sur ce point par l'AEMF pour mai 2020³⁰ et d'une modification des textes, l'autorité européenne a appelé les autorités nationales à ne pas faire du respect de l'obligation de négociation par les contreparties qui ne sont pas soumises à l'obligation de compensation une priorité de leur supervision...

L'allègement du régime applicable aux petites contreparties financières est accompagné de mesures visant à inciter les membres compensateurs à fournir des services de compensation aux petites contreparties, en exigeant que leurs conditions commerciales soient équitables, raisonnables, non discriminatoires et transparentes³¹.

17. C'est-à-dire au calcul de la moyenne sur les douze mois précédents de leurs positions agrégées de fin de mois, incluant tous les dérivés de gré à gré conclus par la contrepartie non financière ou par d'autres entités non financières du même groupe, à l'exclusion des contrats conclus à des fins de couverture.

18. Art. 10, § 1, c) d'EMIR, dans sa nouvelle rédaction.

19. *Idem*. Lorsqu'une contrepartie choisit de ne pas calculer ses positions ou si le résultat du calcul dépasse un seuil de compensation, elle doit en informer immédiatement l'AEMF et l'autorité nationale compétente.

20. V. cons. 8 d'EMIR REFIT et art. 10 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction.

21. AEMF, Communiqué, « Implementation of the new EMIR Refit regime for the clearing obligation for financial and non-financial counterparties », 28 mars 2019 (ESMA70-151-2181); Q&A, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR), 15 juill. 2019 (ESMA70-1861941480-52), spéc. p. 17 et s.

22. C'est-à-dire les contreparties financières, autres que les membres compensateurs d'une contrepartie centrale, et les FIA, ne faisant partie d'un groupe dont le total de l'encours notionnel brut moyen d'instruments dérivés dépasse un certain seuil. V. Règl. dél. Comm. UE n° 2017/751 du 16 mars 2017 modifiant les règlements délégués n° 2015/2205/UE, 2016/592/UE et 2016/1178/UE en ce qui concerne le délai de mise en conformité avec les obligations de compensation accordé à certaines contreparties négociant des dérivés de gré à gré, JOUE 29 avr., n° L 113.

23. Cons. 7 d'EMIR REFIT; AEMF, Q&A préc., p. 43.

24. C'est-à-dire la moyenne sur les douze mois précédents des positions agrégées de fin de mois, incluant tous les dérivés de gré à gré conclus par la contrepartie ou par d'autres entités du même groupe, y compris à des fins de couverture; en revanche, pour les OPCVM et les FIA, les positions sont calculées au niveau du fonds (nouvel art. 4 bis, § 3 d'EMIR).

25. Contrairement à ce qui était prévu dans la proposition de la Commission, il s'agit finalement d'une faculté et non d'une obligation, de sorte que les contreparties financières qui, au regard du volume de dérivés conclus, ne doutent pas qu'elles seront chaque année au-dessus des seuils, n'ont pas à procéder à un calcul inutile. De même, comme cela a été relevé, certaines contreparties financières proches des seuils « pourraient préférer rester contreparties financières au-dessus des seuils plutôt que de faire l'ascenseur avec le statut de contreparties financières sous les seuils » (v. H. Ekué, C. Saudo et V. Linares-Cruz, préc., p. 3).

26. Art. 4 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction et nouvel article 4 bis d'EMIR.

27. Art. 10, § 1, b) et c) d'EMIR dans leur nouvelle rédaction.

28. Art. 4 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction et nouvel article 4 bis d'EMIR.

29. Art. 28 à 32, règl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (JOUE n° L 173, 12 juin 2014, p. 349 et p. 84). V. A. Gaudemet, « Les obligations de négociation et de compensation », RD bancaire et fin. n° 1, janv. 2013, dossier 2; F. de Brouwer et P. William, « D'EMIR à MiFIR: l'obligation de négociation comme prolongement de l'obligation de compensation », BJB oct. 2015, p. 474, n° 112W1.

30. Art. 85, nouveau § 3 bis, c) d'EMIR.

31. Art. 4 d'EMIR, nouveau § 3 bis, applicable à compter du 18 juin 2021.

Suppression de l'obligation de *frontloading*. Le règlement EMIR imposait la compensation, pour la durée résiduelle du contrat, de certains dérivés de gré à gré conclus après qu'une autorité compétente a notifié à l'AEMF l'agrément d'une contrepartie centrale pour la compensation d'une catégorie de dérivés, mais avant que l'obligation de compensation ne prenne effet. Cette obligation, dite de « *frontloading* », qui s'est avérée particulièrement lourde et difficile à mettre en œuvre, est supprimée³², suivant en cela les demandes de l'industrie et les préconisations de l'AEMF³³.

Introduction de la possibilité de suspendre l'obligation de compensation. Faute d'avoir prévu un dispositif spécifique dans le règlement EMIR, la suspension de l'obligation de compensation nécessitait, comme son édiction, l'adoption de normes techniques de réglementation, ce qui implique des délais peu compatibles avec la nécessité d'intervenir rapidement lorsque les circonstances et notamment l'état du marché le requièrent. Parallèlement au projet de règlement sur le redressement et la résolution des contreparties centrales, qui prévoit d'introduire dans le règlement EMIR la possibilité de suspendre l'obligation de compensation en cas de résolution d'une contrepartie centrale³⁴, le règlement EMIR REFIT instaure, suivant les préconisations de l'AEMF³⁵, la possibilité de suspendre l'obligation de compensation. Cette suspension pourra être décidée, pour une ou plusieurs catégories de dérivés ou pour un type spécifique de contrepartie, dans trois séries de cas : lorsqu'en raison de l'évolution d'une catégorie particulière de dérivés, l'obligation de compensation n'apparaît plus adaptée ; lorsqu'une contrepartie centrale cesse de proposer des services de compensation pour des catégories particulières de produits dérivés de gré à gré ou pour un type spécifique de contrepartie et que les autres contreparties centrales ne peuvent pas intervenir assez rapidement pour assurer ces services de compensation à sa place ; ou lorsque cela est nécessaire pour éviter une grave menace pour la stabilité financière de l'Union ou pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers dans l'Union³⁶. La suspension fait l'objet d'une décision d'exécution de la Commission³⁷ prise à la demande de l'AEMF, celle-ci agissant soit de sa propre initiative soit à la demande d'une autorité nationale (auquel cas l'AEMF joue un rôle de filtre³⁸), et entraîne le cas échéant la suspension par voie de conséquence de l'obligation de négociation³⁹. Il

est à noter que si la décision de suspension est naturellement publiée, les demandes adressées à cette fin et les motifs des décisions de l'AEMF et de la Commission ne sont pas rendus publics⁴⁰. La suspension est décidée pour une durée initiale maximale de trois mois, susceptible de prorogation pour des périodes n'excédant pas trois mois, dans la limite d'une durée totale de douze mois⁴¹.

Transparence des modèles de marges. Si les contreparties centrales étaient déjà soumises à des obligations de transparence, elles seront tenues, à compter du 18 décembre prochain, de fournir à leurs membres compensateurs des informations sur les modèles de marge initiale qu'elles utilisent, ainsi qu'un outil de simulation leur permettant de déterminer le montant de la marge initiale supplémentaire qui pourrait être exigée lors de la compensation d'une nouvelle transaction⁴². Ces mesures, préconisées par l'AEMF⁴³, visent à faciliter la prévisibilité des exigences de marge par les participants.

Efficacité de la protection des actifs des clients et du transfert des positions en cas de procédure d'insolvabilité. Une disposition est ajoutée⁴⁴ pour préciser que la législation nationale en matière d'insolvabilité n'empêche pas une contrepartie centrale de mettre en œuvre les procédures de gestion de la défaillance d'un membre compensateur prévues par le règlement EMIR⁴⁵. Est ainsi assurée l'efficacité des procédures, visant à protéger les actifs des clients, de transfert, à un autre adhérent, des positions et des actifs des clients, ou, le cas échéant, de liquidation de ces actifs et positions avec reversement aux clients de l'éventuel excédent de collatéral⁴⁶, quelle que soit la structure de compte adoptée (ségrégation individuelle ou collective des clients)⁴⁷. Cette nécessité avait été anticipée par le législateur français lors de l'adaptation du droit national au règlement EMIR, et la primauté du droit financier face au droit des procédures collectives est déjà consacrée, sur ce point, par les dispositions de l'article L. 440-9 du Code monétaire et financier.

Prolongation de l'exemption d'obligation de compensation pour les dispositifs de régimes de retraite. Enfin, l'exemption temporaire de l'obligation de compensation prévue par le règlement EMIR pour certains fonds de pension, qui, en raison de leur trésorerie limitée, rencontrent des difficultés pour satisfaire aux exigences de marges de variation appelées par les contreparties centrales, est prolongée jusqu'au 18 juin 2021 avec la possibilité, pour la Commission, de prolonger d'un an, à deux reprises,

32. Suppression du ii) du b) de l'art. 4, § 1 d'EMIR et suppression corrélative du c) de l'art. 5, § 2 et du e) de l'art. 6, § 2. V. égal. cons. 10 d'EMIR REFIT.

33. AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 42 à 62.

34. Art. 80, Prop. régl. Parl. et Cons. UE relatif à un cadre pour le redressement et la résolution des contreparties centrales, préc., créant un nouvel art. 6 bis dans EMIR. L'articulation entre ce dispositif spécifique et le dispositif plus général mis en place par le règlement EMIR REFIT devra être précisée.

35. AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 33 à 41.

36. Cons. 13 d'EMIR REFIT et nouvel art. 6 bis d'EMIR.

37. Certains députés européens avaient proposé que la décision de suspension puisse être prise directement par l'AEMF.

38. Art. 6 bis, § 2.

39. Art. 6 bis, § 1 in fine et § 5.

40. Art. 6 bis, § 4.

41. Art. 6 bis, § 8.

42. Art. 38 d'EMIR, nouveaux § 6 et 7.

43. AEMF, Rapport n° 2, préc., spéc. n° 64-67.

44. Art. 39 d'EMIR, nouveau § 11, applicable à compter du 18 décembre 2019 ; v. AEMF, Rapport n° 3, préc., spéc. n° 60-63.

45. Sur la gestion de la défaillance d'un adhérent, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, préc., n° 1386 et s.

46. Art. 48, § 5 à 7 d'EMIR.

47. Sur les structures de compte, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, préc., n° 1326.

cette exemption, si elle estime « qu'aucune solution technique viable n'a été mise au point et que l'effet négatif de la compensation centrale des contrats dérivés sur les prestations de retraite des futurs retraités demeure inchangé »⁴⁸.

III. Rationalisation de l'obligation de déclaration

Suppression de l'obligation de déclarer les contrats historiques (backloading). Le règlement EMIR imposait la déclaration des contrats conclus avant l'entrée en application de l'obligation de déclaration le 12 février 2014⁴⁹ et qui n'étaient plus en cours à cette date⁵⁰. La mise en œuvre de cette obligation de déclarer les contrats historiques, qui par définition portait « sur des contrats dérivés qui ont été conclus avant que les contreparties ne sachent quelles informations elles auraient à conserver et déclarer »⁵¹, s'est révélée problématique. La lourde charge que cela représentait pour les contreparties, en même temps que le taux élevé de non-déclaration, la mauvaise qualité des données déclarées, et finalement, le faible intérêt qu'elles offraient pour les autorités de régulation, ont conduit à supprimer cette obligation⁵² : l'obligation de déclaration ne s'applique désormais aux dérivés conclus avant l'entrée en application de l'obligation de déclaration le 12 février 2014 que s'ils étaient encore en cours à cette date⁵³.

Allègement de l'obligation de déclaration des transactions intragroupe impliquant une contrepartie non financière et clarifications quant à la responsabilité de la déclaration. Afin d'alléger la charge pesant sur les contreparties non financières, les transactions intragroupe dont au moins une des contreparties est une contrepartie non financière sont dorénavant, sous certaines conditions, exemptées de l'obligation de déclaration⁵⁴. Par ailleurs, bien que la proposition de certains acteurs et associations professionnelles de faire effectuer dans tous les cas la déclaration par l'une des contreparties uniquement n'ait pas été retenue⁵⁵, le règlement EMIR REFIT apporte des précisions quant à la responsabilité de la déclaration dans un certain nombre de cas⁵⁶. Ainsi, sur le modèle de ce qui est prévu par le règlement SFTR⁵⁷, dans le cas

d'un contrat « mixte », conclu entre une contrepartie non financière non soumise à l'obligation de compensation et une contrepartie financière, cette dernière est seule responsable de la déclaration du contrat, au nom des deux contreparties⁵⁸ – à moins que la contrepartie non financière, ayant déjà investi dans un système de déclaration, ne souhaite y procéder elle-même⁵⁹. La contrepartie non financière n'est pas non plus tenue à déclaration lorsque le contrat est conclu avec une contrepartie financière de pays tiers⁶⁰, à condition que celle-ci soit soumise à un régime de déclaration déclaré équivalent à celui du droit de l'Union et qu'elle ait procédé à la déclaration des éléments du contrat. Lorsqu'un OPCVM ou un FIA est partie à un contrat dérivé de gré à gré, la société de gestion ou le gestionnaire est responsable de la déclaration des éléments du contrat⁶¹. La possibilité de déléguer l'obligation de déclaration est confirmée⁶².

Format des déclarations et qualité des données. Afin d'améliorer la qualité et l'agrégation des données ainsi que l'accès à ces données, l'AEMF est chargée de préciser par des normes techniques d'exécution, de manière plus détaillée qu'elle ne le faisait déjà, les modalités et le contenu des déclarations à effectuer par les contreparties auprès des référentiels centraux⁶³. Par ailleurs, ces derniers seront désormais tenus de mettre en place des procédures de rapprochement effectif des données entre référentiels centraux ainsi que des procédures visant à vérifier l'exhaustivité et l'exactitude des données déclarées⁶⁴.

IV. Techniques d'atténuation des risques

Validation des procédures de gestion des risques. Les parties qui concluent des dérivés non soumis à compensation centrale doivent mettre en œuvre des techniques d'atténuation des risques⁶⁵. Les procédures de gestion des risques, et notamment les modèles utilisés pour calculer le montant des garanties, devront désormais être validées par les autorités compétentes avant leur application, selon une procédure qui sera précisée par des normes techniques de réglementation⁶⁶.

Confirmation de principe de l'exclusion des contrats de change à terme et des swaps de change réglés par livraison physique du champ d'application de l'obligation d'échange de marges de variation. Parmi les techniques d'atténuation des risques pour les dérivés non compensés

48. Art. 89 § 1 d'EMIR dans leur nouvelle rédaction.

49. Qu'ils aient été conclus après la date d'entrée en vigueur du règlement EMIR le 16 août 2012 ou même avant, pourvu qu'ils aient été en cours à cette date.

50. Art. 9, § 1 d'EMIR et art. 5, règl. exéc. Comm. UE n° 1247/2012 du 19 décembre 2012 définissant les normes techniques d'exécution en ce qui concerne le format et la fréquence des déclarations de transactions aux référentiels centraux conformément au règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JOUE L 352 du 21 déc. 2012, p. 20). Dans un délai de 3 ans, par la suite porté à 5 ans, à compter de la prise d'effet de l'obligation de déclaration.

51. V. rapport préc. de la Commission, point 4.1.3.

52. AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 91-94.

53. Art. 9, § 1 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction.

54. Cons. 16 d'EMIR REFIT ; art. 9, § 1, d'EMIR dans sa nouvelle rédaction.

55. V. not. les propositions de l'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) : « International Swaps and Derivatives Association (ISDA) comments on the "EMIR Refit" Proposal », 18 juill. 2017, spéc. p. 34 et s. ; Contra : AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 89.

56. V. cons. 18 et 19 d'EMIR REFIT ; art. 9 d'EMIR, nouveaux § 1 bis à 1 quinquies, dont les dispositions s'appliqueront à compter du 18 juin 2020.

57. Art. 4, § 3, règl. PE et Cons. UE n° 2015/2365 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 (JOUE L 337 du 23 déc. 2015, p. 1).

58. Ce qui implique que la contrepartie non financière fournisse à la contrepartie financière les éléments des contrats dérivés de gré à gré conclus entre elles « que la contrepartie financière ne devrait pas, raisonnablement, avoir déjà à disposition ».

59. Art. 9 d'EMIR, nouveau § 1 bis.

60. C'est-à-dire une entité établie dans un pays tiers qui serait qualifiée de contrepartie financière si elle était établie dans l'Union.

61. Art. 9 d'EMIR, nouveaux § 1 ter et quater.

62. Art. 9 d'EMIR, nouveau § 1 septies.

63. Art. 9 d'EMIR, § 6, dans sa nouvelle rédaction. AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 95-101.

64. Art. 78 d'EMIR, nouveaux § 9 et 10 ; ces obligations seront applicables à compter du 18 juin 2021.

65. Art. 11 d'EMIR.

66. Cons. 20 d'EMIR REFIT ; art. 11, § 15 d'EMIR, nouveau a bis.

figure une obligation d'échange de collatéral, recouvrant une marge initiale et une marge de variation calculée en fonction de la valorisation quotidienne des contrats en cours. Les obligations d'échange de marges sont précisées par un texte de niveau 2, le règlement délégué (UE) n° 2016/2251 du 4 octobre 2016, qui prévoit une exemption à l'exigence de marge initiale pour les contrats de change à terme (FX Forwards) et les swaps de change (FX Swaps) lorsque ces contrats sont réglés par livraison physique⁶⁷. En revanche, ces contrats sont soumis à l'exigence de marges de variation, obligatoires depuis le 3 janvier 2018. L'exclusion de ces contrats du champ d'application de l'obligation d'échange de marges de variation, souhaitée par l'industrie, a été préconisée par les autorités européennes de surveillance (sauf entre les contreparties les plus systémiques, c'est-à-dire les établissements de crédit et les entreprises d'investissement), afin de ne pas désavantager les contreparties européennes car, même si les obligations d'échange de marges découlent d'engagements internationaux, les textes européens en ont retenu une approche plus extensive que de nombreux autres pays⁶⁸. Aussi, dans l'attente de l'adoption d'une modification du texte de niveau 2, les AES ont-elles appelé les autorités nationales compétentes à faire preuve de souplesse en la matière⁶⁹. Contrairement à ce qui avait été un temps envisagé⁷⁰, cette exclusion n'est pas inscrite dans le règlement EMIR. L'intention en est néanmoins actée dans un considérant du règlement EMIR REFIT, qui énonce que « Compte tenu de leur profil de risque particulier, il est opportun de restreindre l'échange obligatoire de marges de variation pour les contrats de change à terme réglés par livraison physique et les swaps de change réglés par livraison physique aux transactions entre les contreparties les plus systémiques afin de limiter l'accumulation de risque systémique et d'éviter toute divergence réglementaire internationale ». La proposition de modification du texte de niveau 2 présentée en ce sens en décembre 2017 n'ayant pas été adoptée, il semble que l'ouvrage sera remis sur le métier et, si les souhaits de l'industrie sont entendus, la modification pourrait avoir, au terme d'une nouvelle consultation, une portée plus large pour inclure d'autres catégories d'actifs, comme le

donne à entendre le même considérant, en ajoutant que « La convergence réglementaire internationale devrait également être assurée en ce qui concerne les procédures de gestion des risques pour d'autres catégories de produits dérivés ».

V. Enregistrement et surveillance des référentiels centraux

Simplification de l'enregistrement et renforcement de la surveillance. Si le règlement EMIR REFIT ne revient pas sur les règles relatives au statut des contreparties centrales, qui font l'objet d'un autre texte, il apporte un certain nombre de modifications intéressant le statut des référentiels centraux, parmi lesquelles on peut relever : la possibilité, pour un référentiel central enregistré en vertu du règlement SFTR, de solliciter une extension d'agrément au regard du règlement EMIR⁷¹ (la possibilité inverse prévue par le règlement SFTR est ainsi bilatéralisée⁷²) ; le renforcement des pouvoirs d'investigation de l'AEMF⁷³, qui notamment n'aura plus à solliciter une autorisation judiciaire pour effectuer une inspection sur place lorsqu'une telle autorisation n'est pas requise de la part des autorités nationales ; le relèvement du plafond du montant de base des amendes qu'elle peut infliger aux référentiels centraux, qui est multiplié par dix⁷⁴, comme le préconisait l'AEMF⁷⁵ ; l'introduction de dispositions visant à faciliter l'accès, par les autorités de pays tiers, aux données de référentiels centraux de l'Union⁷⁶.

Modifications à venir. Alors que le second volet de la révision du règlement EMIR, relatif à la supervision des contreparties centrales, n'a pas encore été publié, et que certaines questions débattues avant l'adoption du règlement EMIR REFIT, comme l'exclusion de certaines catégories de dérivés non compensés des obligations d'échange de marges, sont encore en discussion, de nombreux points doivent encore être précisés par des actes délégués ou faire l'objet d'ajustements (ainsi de l'articulation entre l'obligation de compensation et l'obligation de négociation), ce qui laisse d'ores et déjà présager de nouvelles modifications. ■

EMIR – DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ – OBLIGATION DE COMPENSATION – CONTREPARTIES NON FINANCIÈRES – PETITES CONTREPARTIES FINANCIÈRES – CONTREPARTIES CENTRALES – OBLIGATION DE DÉCLARATION À UN RÉFÉRENTIEL CENTRAL – TECHNIQUES D'ATTÉNUATION DES RISQUES – MARGES DE VARIATION – RÉFÉRENTIELS CENTRAUX.

67. Art. 27, règl. dél. Comm. UE n° 2016/2251 du 4 octobre 2016 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux par des normes techniques de réglementation relatives aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale.

68. En fonction de l'échéance, certains régulateurs les considèrent les produits de change comme des opérations au comptant (spot), et d'autres comme des contrats à terme (forward). V. J. Blanchet, « Les FX derivatives doivent-ils demeurer soumis au Règlement EMIR? », BJB 2019, n° 118bg, p. 66.

69. Communiqué de presse du 24 novembre 2017 du Joint Committee des AES, « Variation margin exchange for physically-settled FX forwards under EMIR » ; Joint Committee, Draft RTS on amending Delegated Regulation (EU) 2016/2251 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty with regard to physically settled foreign exchange forwards, 18 déc. 2017 (JC/2017/79).

70. Le Conseil de l'Union européenne avait ainsi proposé de compléter l'article 11 d'EMIR par un paragraphe 16 prévoyant que les opérations de change à terme dénouées par règlement physique soient exemptées de marges initiales et que les échanges de marges de variation obligatoires soient limités aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (v. position du Conseil publiée le 15 nov. 2017).

71. Art. 56, § 1 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction.

72. Art. 5, § 5 du règl. SFTR, préc.

73. Les dispositions des articles 62, 63 et 64 d'EMIR sont ainsi retouchées.

74. Art. 65, § 2 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction.

75. AEMF, Rapport n° 4, préc., spéc. n° 42 à 62. Le montant des amendes encourues en cas d'enclave aux investigations de l'autorité européenne est précisé, afin de corriger un oubli.

76. Nouvel art 76 bis d'EMIR.

Adaptation du règlement général de l'AMF au nouveau régime de retrait obligatoire issu de la loi PACTE

L'AMF procède à une adaptation de son règlement général concernant les offres publiques de retrait et le retrait obligatoire. Outre l'abaissement du seuil de 95 % à 90 % du capital ou des droits de vote, la modification du règlement général est l'occasion de toiletter la procédure du retrait obligatoire et de l'unifier. Par ailleurs, Euronext Paris a également modifié sa procédure de radiation volontaire pour illiquidité et un groupe de travail de l'AMF a élaboré des propositions pour achever la réforme du retrait obligatoire, notamment en proposant une modification des seuils soumis à déclaration de franchissement de seuil et de l'expertise indépendante.

Articles 236-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF.

Commentaire de Patrick Barban

L'Autorité des marchés financiers a procédé à une refonte des dispositions du règlement général¹ pour adapter le droit des offres publiques de retrait (OPR) et du retrait obligatoire au nouvel article L. 433-4 du Code monétaire et financier issu de la loi PACTE². Ces modifications concernent les émetteurs dont les titres sont admis sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation dont le gestionnaire a demandé l'application des dispositions du retrait obligatoire.

On sait que la loi PACTE a procédé à un abaissement généralisé des seuils du retrait obligatoire à 90 % du capital ou des droits de vote, au lieu des 95 %, dans l'objectif de rendre la cotation plus attractive. D'une part, l'attractivité du droit financier français en serait améliorée puisqu'il serait plus facile de sortir de la cote et, d'autre part, un tel seuil rendrait plus difficiles les prises de participation opportunistes de fonds activistes. Ces derniers, en dépassant le seuil de 5 %, parvenaient auparavant à faire échouer une opération de sortie de la cote ou à provoquer un renchérissement injustifié de son prix³. L'affaire *Radiall c/ Euronext* demeure dans les esprits⁴. Enfin, depuis la modification des règles de marché d'Euronext introduisant un mécanisme de radiation volontaire pour « illiquidité »⁵, il coexistait deux

seuils pour la sortie de la cote : d'un côté, un seuil de 90 % soumis aux dispositions des règles de marché permettant une sortie facilitée et, de l'autre, un seuil de 95 % soumis au contrôle renforcé de l'AMF en ce qui concerne notamment le prix d'acquisition et l'existence d'une expertise indépendante⁶. La protection des minoritaires imposait en conséquence une harmonisation⁷.

L'OPR et le retrait obligatoire sont donc encore une fois altérés⁸ après les nombreuses réformes émaillées au cours des dernières décennies pour rendre le procédé plus fluide. La dernière étape en est la modification de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier et la modification du règlement général de l'AMF n'en est que la suite logique. L'arrêté du 27 mai 2019 homologue donc une modification des articles 236-1 et suivants du règlement général, relatifs aux OPR, ainsi que les articles 237-1 et suivants du même règlement, relatifs au retrait obligatoire. Les modifications sont inégales.

En ce qui concerne les offres publiques de retrait, la seule modification notable, inscrite dans la continuité de la réforme, est l'abaissement du seuil de 95 % à 90 % du capital ou des droits de vote. Les textes demeurent, pour le reste, inchangés.

S'agissant du retrait obligatoire, les modifications sont plus substantielles puisque le règlement général ne distingue plus désormais entre le retrait obligatoire consécutif à une offre publique de retrait et le retrait obligatoire consécutif à toute offre publique, ce qui était autrefois la distinction imposée par le Code monétaire et financier. La loi PACTE a fusionné les deux procédures⁹. Il était naturel que le règlement général, qui ne fait que préciser la loi sur ce point, se fasse écho de ces changements. Comme le précise le rapport du groupe de travail de l'AMF sur le retrait obligatoire¹⁰ : « Les deux "catégories" de retrait obligatoire qui étaient visées aux II et III de l'article L. 433-4 du Code monétaire financier se recoupaient très largement, d'autant plus que l'offre publique de retrait énoncée au II n'était finalement qu'une des offres publiques mentionnées au III »¹¹. Simple modification formelle ? Il ne faut pas le

1. Par arrêté du 19 juin 2019, sachant que l'AMF complète accessoirement son nouveau livre VII relatif aux émetteurs de jetons et prestataires de services sur actifs numériques d'un article 712-1 relatif à la vérification par l'AMF du document d'information et aux responsabilités afférentes : v. P. Barban, *Banque et Droit* n° 186, juillet-août 2019, chr. p. 34.

2. L. n° 2019-486 du 22 avril 2019 : J.-J. Daigre, *Banque et Droit* n° 185, mai-juin 2019, chr. p. 29 ; adde Martin, B. Kanovitch, e.a., *RTDF* 2019, n° 1, chr. p. 82 ; R. Mortier. V. égal les critiques énoncées par A. Gaudemet, *BJB* janv. 2019, n° 11725, p. 39. S. de Vendeuil, B. Zabala, *JCP E* n° 47, 22 novembre 2018, 1588, n° 23.

3. Étude d'impact sur le projet de loi PACTE, 18 juin 2018, p. 284.

4. Cass. com. 6 déc. 2016, n° 15-10.275 : P. Barban, « *Affaire Radiall c/ Euronext* : clarification des règles régissant les radiations volontaires d'instruments financiers », *JCP E* 2017.1075 ; S. Torck, « Sortir de la cote », *BJB* mai 2017, n° 11609, p. 227 ; R. Vabres, « Radiation demandée par un émetteur et protection des investisseurs », *Dr. soc.* 2017, n° 3, comm. 48 ; D. Martin, B. Kanovitch, e.a., *RTDF* 2018, n° 1, chr. p. 48.

5. Art. P. 1.4.2., Livre II des règles Euronext.

6. À la suite de l'adoption de la loi PACTE, Euronext Paris SA a modifié ses règles de marché pour limiter la procédure de radiation volontaire aux seules sociétés étrangères ne pouvant se prévaloir du retrait obligatoire en France : v. Déc. AMF, 25 juin 2019.

7. Le Haut Comité juridique de la Place financière de Paris (HCJP) avait préconisé un tel abaissement seulement pour les retraits obligatoires consécutifs à une offre publique préalable pour assurer une protection aux minoritaires, puisque le prix aura été fixé par le marché, cette position n'a pas été suivie : v. HCJP, rapport concernant la réforme du retrait obligatoire de la cote, 26 mars 2018.

8. Le retrait obligatoire a notamment fait l'objet de nombreuses modifications depuis son introduction en droit français en 1993 (L. n° 93-1444 du 31 décembre 1993). Initialement, le retrait obligatoire devait toujours accompagner une offre publique de retrait au prix d'un coût renforcé. La directive OPA (Dir. du PE et du Cons. n° 2004/25/CE, 21 avr. 2004, *JOCE* L 142, 30 avr. 2004, p. 12.) a mis fin à cette situation et, depuis 2006, le retrait obligatoire peut faire suite à n'importe quelle offre (L. n° 2006-387 du 31 mars 2006). v. Rapport du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques, septembre 2019, p. 4 et 5.

9. Précédemment visées au II et au III de l'article L. 433-4 C. mon. fin.

10. Rapp. préc.

11. *Ibid.*, p. 6.

croire. Cette refonte fait notamment une victime : l'option offerte à l'initiateur d'une OPR d'enclencher immédiatement un retrait obligatoire. Cette option permettait à un initiateur de décider de manière irrévocable d'un retrait obligatoire dès le dépôt de l'OPR, ce qui lui permettait alors de réduire les délais de radiation et de simplifier les démarches administratives¹². Désormais, le retrait obligatoire ne peut plus être enclenché automatiquement. Si l'initiateur d'une offre publique doit toujours indiquer, lors du dépôt, s'il envisage de recourir à un retrait obligatoire à l'issue de l'offre¹³, il doit réitérer sa demande dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'offre. Cette nouvelle décision peut alors donner lieu, en fonction des circonstances, à une nouvelle déclaration de conformité de l'AMF.

L'AMF unifie par ailleurs le processus de conformité du retrait obligatoire, lequel était auparavant différent selon que l'on recourait à une OPR ou à un autre type d'offre. Désormais, si le prix est différent de l'offre préalable au retrait obligatoire, l'AMF procédera en tout état de cause à un contrôle de conformité. Mais si le prix est identique à l'offre préalable, deux situations doivent être distinguées en fonction de la finalité de l'offre. Dans le cas d'une prise de contrôle suivant une procédure normale¹⁴, si le prix proposé pour le retrait obligatoire est identique à celui qui a été « plébiscité » par le marché, l'AMF ne contrôlera pas la conformité du retrait obligatoire¹⁵. S'il s'agit à l'inverse d'une offre « de fermeture » initiée par un actionnaire détenant déjà le contrôle de la société, soumise à une procédure simplifiée, la déclaration de conformité ne sera pas requise à condition que cette offre ait fait l'objet d'une évaluation multicritères¹⁶ et d'une expertise indépendante¹⁷. Tout est donc fait pour

simplifier le processus dès lors qu'il y a identité de prix entre les deux opérations de marché¹⁸. Il n'en sera autrement que si le prix proposé pour le retrait obligatoire diffère du prix de l'offre préalable, ce qui conduira à une déclaration de conformité propre au retrait obligatoire et à l'établissement d'une note d'information *ad hoc*¹⁹.

Le régime du retrait obligatoire n'a pas fini d'évoluer après cette modification du règlement général. L'AMF a en effet constitué un groupe de travail chargé de proposer des adaptations au régime du retrait obligatoire et de l'expertise indépendante²⁰. Le rapport fait plusieurs propositions dont la plus remarquable est sans doute celle qui touche aux franchissements de seuils. Le groupe de travail considère, à raison, que le seuil de 95 % du capital ou des droits de vote fixé par la loi est aujourd'hui obsolète en raison de l'abaissement des OPR et du retrait obligatoire à 90 %²¹. Il préconise donc sa suppression et l'inclusion d'un nouveau seuil à 85 % permettant d'alerter sur l'imminence du dépassement du seuil de 90 %. Il faut donc s'attendre, à moyen terme, à d'autres modifications du régime du retrait obligatoire. Somme toute, l'adéquation entre attractivité du marché, intérêt de l'émetteur et protection des minoritaires est une alchimie délicate dont la solution ne se trouve qu'à tâtons. ■

OFFRE PUBLIQUE – OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT – OPR – RETRAIT OBLIGATOIRE
– FRANCHISSEMENT DE SEUIL – EXPERTISE INDÉPENDANTE – EURONEXT.

12. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 787.

13. Art. 237-1, RG AMF.

14. Pour une distinction entre procédure normale et procédure simplifiée : Th. Bonneau, P. Pailler, e.a., *Droit financier*, LGD, 2017, n° 1051.

15. Art. 237-3, I, 1^o, RG AMF. v. égal. Rapport préc., p. 5.

16. Art. L. 433-4, II-2, C. mon. fin. La loi prévoit que cette évaluation résulte de « méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité ».

17. Art. 237-3, I, 2^o, RG AMF.

18. S'agissant du prix minimum des offres, rappelons qu'il n'y a pas de prix plancher en cas d'offre facultative soumise à la procédure normale. Cependant, le prix d'une offre facultative soumise à une procédure simplifiée devra être égal à la moyenne pondérée par les cours de bourse à 60 jours de négociation (art. 233-3, RG AMF). Pour les offres obligatoires, quelle que soit la procédure suivie, le prix devra être au minimum égal au prix le plus cher payé par l'initiateur au cours des 12 mois précédents (Art. 236-4, RG AMF).

19. Art. 237-3, II, RG AMF.

20. Rapport préc.

21. Rapport préc., p. 21 et s.