

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 MEKOU

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

Second volet de la révision du règlement EMIR : renforcement de la supervision des contreparties centrales au niveau européen et nouveau régime des contreparties centrales de pays tiers

Le règlement du 23 octobre 2019 modifie le règlement EMIR en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers, afin de renforcer la supervision de ces entités au niveau européen.

Règl. PE et Cons. UE du 23 octobre 2019 modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément de contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Après le règlement EMIR REFIT du 20 mai 2019, qui a modifié le volet « opérationnel » du règlement EMIR en réajustant les obligations mises à la charge des différentes contreparties, le règlement du 23 octobre 2019 vient en modifier le volet institutionnel afin de renforcer la supervision des contreparties centrales qui fournissent des services dans l'Union, qu'elles soient établies dans l'Union ou dans des pays tiers. Si la réforme des autorités européennes de surveillance (AES) n'aura finalement pas la portée espérée,

en raison des réticences de certains États membres¹, le rôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) est renforcé en ce qui concerne la supervision des contreparties centrales. Le projet de règlement modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément de contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les exigences pour la reconnaissance des contreparties centrales de pays tiers², avait fait l'objet, dans le cadre du trilogue, d'un accord au stade de la première lecture du Parlement européen au mois d'avril³. Après avoir franchi les dernières étapes de la procédure sous la nouvelle mandature, le règlement a été signé le 23 octobre 2019.

Le règlement EMIR⁴, qui a notamment imposé, afin de lutter contre l'opacité et le risque de contrepartie attachés aux dérivés de gré à gré sources de risque systémique, une

1. V. la proposition de règlement relative aux autorités européennes de surveillance (AES) présentée par la Commission en septembre 2017 (COM(2017) 536 final) et la résolution législative du Parlement européen du 16 avril 2019 (P8_TC1-COD(2017)0230).
2. 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); 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 & 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.
3. V. Résolution législative du Parlement européen du 18 avril 2019 (P8_TA-PROV(2019)0438).
4. 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) (ci-après, « EMIR »).

obligation de compensation des dérivés standardisés par une contrepartie centrale, régleme également le statut de ces entités⁵. À cet égard, le règlement du 23 octobre 2019 vise à renforcer la supervision, au niveau européen, des contreparties agréées dans l'Union, mais aussi de celles de pays tiers, qui présentent une importance tout aussi grande pour l'Union, et dont les enjeux sont exacerbés dans la perspective du Brexit⁶. Les chiffres sont parlants : pour seize contreparties centrales agréées dans l'Union au 12 novembre 2019 (dont trois britanniques), trente-trois contreparties centrales de pays tiers reconnues par l'AEMF sont autorisées à fournir des services dans l'Union. En outre, le marché de la compensation est fortement concentré, notamment entre les mains de contreparties centrales britanniques pour les dérivés de taux de gré à gré⁷. Si des mesures ont été prises pour assurer la continuité des services de compensation en cas de Brexit sans accord⁸, la compensation en dehors de l'Union d'une part importante du volume des opérations sur dérivés libellés en euros soulève des enjeux de souveraineté, et pose la question de savoir s'il faut modifier la réglementation européenne pour imposer la compensation de certaines opérations par des contreparties centrales localisées dans l'Union⁹.

C'est précisément le titre III du règlement EMIR, relatif à l'agrément et à la surveillance des contreparties cen-

trales (art. 14 à 25), qui est modifié par le règlement du 23 octobre 2019. Celui-ci modifie substantiellement les dispositions relatives à l'agrément et à la surveillance des contreparties établies dans l'Union (I.), ainsi que le régime applicable aux contreparties centrales de pays tiers qui souhaitent fournir des services dans l'Union (II.).

I. AGRÉMENT ET SURVEILLANCE DES CONTREPARTIES CENTRALES ÉTABLIES DANS L'UNION

Mise en place d'une surveillance paneuropéenne des contreparties centrales. Si le règlement EMIR, tout en laissant la surveillance des contreparties centrales aux mains des autorités nationales, avait déjà prévu une coopération, l'extrême concentration et la forte interconnexion des marchés de la compensation dans certaines catégories d'actifs ont fait ressortir la nécessité de mettre en place une surveillance paneuropéenne des contreparties centrales. En ce sens, le règlement du 23 octobre 2019 renforce le rôle du collège d'autorités (1.) ainsi que les pouvoirs de l'AEMF, qui seront exercés par un organe spécifique au sein de cette autorité, le Comité de surveillance des contreparties centrales (2).

1. Renforcement du rôle du collège d'autorités

Modification de la composition du collège d'autorités. Le règlement EMIR a prévu, dans le cadre de la procédure d'agrément, la mise en place d'un collège d'autorités, dont l'autorité nationale doit notamment recueillir l'avis avant de prendre sa décision en matière d'agrément. Ce collège réunit, outre l'autorité nationale compétente (en France, l'ACPR) : l'AEMF ; les banques centrales d'émission des monnaies de l'Union les plus pertinentes au regard de l'activité de la contrepartie centrale ; les autorités de surveillance des membres compensateurs de la contrepartie centrale qui sont établis dans les trois États membres apportant globalement la plus grande contribution au fonds de défaillance de la contrepartie centrale, des plates-formes de négociation et des dépositaires centraux avec lesquels la contrepartie centrale est liée, ainsi que celles des autres contreparties centrales avec lesquelles des accords d'interopérabilité ont été conclus ; et les membres concernés du Système européen des banques centrales responsables de la surveillance des contreparties centrales¹⁰. Le règlement du 23 octobre 2019 permet désormais aux autorités de surveillance des autres membres compensateurs et aux autres banques centrales concernées, qui n'en sont pas membres de droit, de demander à faire partie du collège, sous réserve de l'accord de l'autorité compétente de la contrepartie centrale¹¹. Ces membres supplémentaires

5. V. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, Lextenso, 2^e éd., 2019, n° 609 et s.

6. V. notamment Avis du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP) sur la faisabilité juridique du développement d'une offre de compensation des dérivés de taux à Paris, oct. 2017 ; A. Caillier du Ferrage, « L'impact du Brexit sur les infrastructures de marché », RDBF n° 6, novembre 2017, dossier 37 ; A. Sotiropoulou, « L'accès au marché européen des établissements financiers britanniques après le Brexit », BJB janv. 2019, n° 11727, p. 43 ; Th. Ravel d'Esclapon, « Brexit : reconnaissance par l'ESMA des contreparties centrales établies au Royaume-Uni », BJB mars 2019, n° 118d1, p. 16.

7. Le service SwapClear de la chambre de compensation londonienne LCH Limited compense ainsi près de 99 % des swaps de taux d'intérêt de gré à gré dans l'Union, dont plus de 30 % sont libellés en euros ; cf. V. Levy-Garboua, « L'organisation des infrastructures de marché en Europe », Rapport à la Directive Générale du Trésor, oct. 2016, p. 24 ; Avis du HCJP, préc., p. 4.

8. Par une décision d'exécution du 19 décembre 2018 (décision d'exécution n° 2018/2031, JOUE L 325 du 20 déc. 2018, p. 50, modifiée par la décision d'exécution n° 2019/544 du 3 avril 2019, JOUE L 95 du 4 avril 2019, p. 9), la Commission européenne a reconnu l'équivalence du cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales en Grande-Bretagne et en Irlande du Nord, jusqu'au 30 mars 2020, sauf à ce qu'un accord de retrait soit conclu avant cette date. Après avoir conclu un accord de coopération avec la Banque d'Angleterre (AEMF, Communiqué de presse du 4 février 2019, ESMA71-99-1107), l'Autorité européenne des marchés financiers a reconnu trois contreparties centrales établies au Royaume-Uni : LCH Ltd, ICE Clear Ltd et LME Clear Ltd (ESMA, communiqué du 5 avril 2019, ESMA71-99-1142). La reconnaissance prendra effet le jour suivant celui du Brexit et uniquement en cas de Brexit sans accord.

9. Pour mémoire, cette question s'est déjà posée s'agissant de la compensation de transactions en euros assurée par des contreparties centrales situées en dehors de la zone euro : la BCE, considérant que le bon fonctionnement des systèmes de paiement pourrait être affecté en cas de dysfonctionnement de ces contreparties centrales, avait émis le « souhait », dans un acte de *soft law*, que les contreparties centrales qui dépassent certains seuils soient localisées dans la zone euro (BCE, Cadre de surveillance de l'Eurosystème dans la surveillance des systèmes de paiement, de compensation et de règlement, 5 juillet 2011). Mais le Tribunal de l'Union européenne a jugé que la BCE n'est pas compétente pour régir les systèmes de compensation des titres et ne peut donc imposer aux contreparties centrales une obligation de localisation au sein de la zone euro (Trib. UE, 4 mars 2015, aff. T-496/11, *Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord c/BCE* ; Europe 2015, étude 5, obs. D. Simon ; RDBF n° 3, mai 2015, comm. 109, note Th. Bonneau).

10. Art. 18, régl. UE n° 648/2012, préc. Régl. dél. Comm. UE n° 876/2013 du 28 mai 2013 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les normes techniques de réglementation régissant les collèges pour contreparties centrales (JOUE n° L. 244 du 13 sept. 2013, p. 19).

11. Art. 18, § 2, c bis) et i) nouveaux d'EMIR.

n'auront toutefois pas le droit de vote pour l'adoption des avis du collège¹².

Il est par ailleurs précisé que la liste des membres du collège et toute modification ultérieure doivent être notifiées à l'AEMF et publiées sur le site internet de cette autorité ainsi que sur celui de l'autorité compétente de la contrepartie centrale¹³. Les règles relatives aux réunions et au fonctionnement du collège sont également davantage détaillées¹⁴.

Attributions et portée des avis du collège. Le règlement du 23 octobre 2019 étend les attributions du collège et précise la portée de ses avis. En premier lieu, l'avis du collège, déjà exigé en matière d'agrément, ainsi que d'extension d'activité¹⁵ et d'approbation des accords d'interopérabilité, lesquelles sont soumises à la même procédure que l'agrément initial, sera désormais requis également en matière d'évaluation des participations qualifiées¹⁶ et d'externalisation¹⁷, celle-ci nécessitant l'approbation de l'autorité compétente lorsqu'elle porte sur les « principales activités liées à la gestion des risques ». En second lieu, l'avis du collège pourra désormais comprendre des recommandations visant à remédier aux carences dans la gestion des risques de la contrepartie centrale et à accroître sa résilience¹⁸. Il semble que cette faculté soit de portée générale, puisqu'elle concerne tout avis rendu par le collège en vertu du règlement EMIR, à la demande de l'un quelconque de ses membres, dès lors qu'il est adopté à la majorité. En troisième lieu, il est désormais précisé que si l'autorité nationale, qui doit prendre dûment en considération l'avis du collège, ne suit pas cet avis, sa décision doit être motivée de façon circonstanciée et comporter une explication de tout écart significatif par rapport à l'avis ou aux recommandations qu'il contient¹⁹.

2. Renforcement du rôle de l'AEMF

Coopération entre les autorités compétentes et l'AEMF.

Le chapitre 3, relatif à la coopération, est enrichi d'un article 23 bis qui renforce le rôle de l'AEMF. Celle-ci est investie d'« un rôle de coordination entre les autorités compétentes et entre les collèges en vue de créer une culture commune en matière de surveillance et des pratiques cohérentes en matière de surveillance, d'assurer la mise en place de procédures uniformes

et d'approches cohérentes, ainsi que de renforcer la cohérence des résultats en matière de surveillance, en particulier en ce qui concerne les domaines de surveillance ayant une dimension transfrontalière ou une éventuelle incidence transfrontalière »²⁰. À cette fin, les autorités nationales devront lui soumettre leurs projets de décisions avant d'adopter tout acte ou toute mesure, notamment en ce qui concerne le refus d'accès d'une plate-forme de négociation à une contrepartie centrale, ainsi qu'en matière d'agrément et d'extension d'agrément, d'évaluation des participations qualifiées, d'externalisation, de règles de conduite et d'approbation des accords d'interopérabilité²¹. Cela permettra à l'AEMF d'émettre un avis « lorsque cela [s'avèrera] nécessaire en vue de promouvoir une application uniforme et cohérente de l'article concerné », ou des orientations ou recommandations, si le projet de décision « révèle un manque de convergence ou de cohérence dans l'application du [...] règlement ». Cela impliquera également que l'autorité compétente expose les raisons de tout écart significatif par rapport à cet avis. Ce dispositif peut sembler à première vue faire doublon avec l'avis du collège, dont l'AEMF fait partie. Mais l'AEMF n'a pas le droit de vote pour l'adoption des avis du collège²²; par ailleurs, la finalité apparaît différente : l'avis du collège, de même que les recommandations qu'il peut formuler, concernent avant tout la situation concrète de la contrepartie centrale concernée, tandis que l'intervention de l'AEMF a un prisme plus large et vise à assurer l'application uniforme du règlement EMIR par les autorités nationales, ce qui fait partie des missions dévolues à cette autorité dès sa création²³.

Par ailleurs, la procédure de validation des simulations de crises et des modèles utilisés par les contreparties centrales pour la gestion des risques (calcul des exigences de marge et des contributions aux fonds de défaillance, exigences en matière de garanties...), prévue à l'article 49 du règlement EMIR, est précisée, notamment en ce qui concerne les rôles respectifs de l'autorité nationale compétente et de l'AEMF, les délais à respecter, et la portée de l'avis du collège.

Création au sein de l'AEMF d'un Comité de surveillance des contreparties centrales. Dans le même objectif, le règlement du 23 octobre 2019 instaure un Comité de surveillance des contreparties centrales²⁴, qui sera un Comité interne permanent chargé, au sein de l'AEMF²⁵, des tâches relatives aux contreparties centrales agréées au sein de l'Union et aux contreparties centrales de pays tiers²⁶. Ce Comité sera composé en premier lieu d'un pré-

12. Art. 19, § 3, nouvel al. 4 d'EMIR.

13. Art. 18, § 2, dernier al. nouveau d'EMIR.

14. Art. 18, § 5 à 6 modifiés d'EMIR.

15. L'AEMF est chargée d'élaborer des projets de normes techniques de réglementation précisant les conditions auxquelles des services ou activités supplémentaires auxquels une contrepartie centrale souhaite étendre son activité ne sont pas couverts par l'agrément initial ainsi que la procédure de consultation du collège (art. 15, nouveau § 3 d'EMIR). Elle a déjà donné certaines précisions dans une opinion : Il s'agit principalement, selon cette autorité, des services ou activités qui exposent les contreparties centrales à de nouveaux risques ou à des risques accrus, qui portent sur des instruments financiers non couverts par l'autorisation initiale ou qui, tout en portant sur des instruments déjà couverts, modifient le profil de risque de ces produits : ESMA, *Opinion, Common indicators for new products and services under article 15 and for significant changes under article 49 of EMIR*, 15 nov. 2016, ESMA/2016/1574; T. Bonneau, RDBF n° 3, mai 2017, comm. 141.

16. Art. 18, § 1 et art. 32, § 1 modifiés d'EMIR.

17. Art. 18, § 1 et art. 35, § 1 modifiés d'EMIR.

18. Art. 19, § 1 bis nouveau d'EMIR.

19. Art. 19, nouveau § 4 d'EMIR.

20. Nouvel art. 23 bis, § 1, d'EMIR.

21. Nouvel art. 23 bis d'EMIR.

22. Art. 19, § 3 d'EMIR.

23. V. règl. n° 1095/2010, préc., art. 8, § 1, b. V. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, préc., p. 380.

24. Nouveau chap. 3 bis : nouveaux art. 24 bis à 24 sexies d'EMIR. V. T. Bonneau, « ESMA – CCP Executive Session », RDBF n° 5, sept. 2017, comm. 228.

25. L'article 41 du règlement n° 1095/2010 prévoit la création de tels comités pour l'exécution de tâches spécifiques. Alors qu'il était initialement prévu que la composition et les missions de ce comité soient fixées dans le Règlement du 24 novembre 2010 relatif à l'AEMF, elles sont finalement intégrées dans le règlement EMIR.

26. Cons. 7, règl. du 23 octobre 2019.

sident et de deux membres indépendants nommés pour cinq ans par le conseil des autorités de surveillance sur la base de leurs qualifications, de leurs compétences et de leur expérience en matière de surveillance et de réglementation des contreparties centrales, qui auront le statut de fonctionnaires de l'Union, ne pourront exercer aucune autre fonction, et dont l'indépendance devra être assurée à la fois à l'égard des institutions de l'Union et des États membres. L'AEMF devra assurer une séparation structurelle entre le Comité de surveillance des contreparties centrales et les autres fonctions²⁷. Le Comité sera ainsi autonome au sein de l'AEMF, comme le mécanisme de surveillance unique l'est au sein de la BCE pour la surveillance des établissements de crédit²⁸. Le Comité sera également composé des autorités compétentes des États membres dotés d'une contrepartie centrale agréée, étant précisé que lorsqu'un État membre a désigné, comme l'a fait la France, plusieurs autorités compétentes²⁹, chacune d'entre elles pourra nommer un représentant pour participer au comité, mais que « les représentants de chaque État membre [seront] considérés comme constituant ensemble un seul membre votant »³⁰. Enfin, le Comité comptera d'autres membres en fonction des sujets dont il a à connaître, mais sans droit de vote, notamment les banques centrales d'émission qui ne sont pas membres de droit du Comité mais qui ont demandé à en faire partie³¹.

S'agissant de ses attributions³², le Comité est chargé de préparer les décisions et de s'acquitter des tâches confiées à l'AEMF concernant l'examen des projets de décisions soumis par les autorités nationales. C'est ainsi un représentant de ce comité, et non plus de l'AEMF en tant que telle, qui siège au sein du collège d'autorités³³. Le Comité est également chargé d'effectuer la revue annuelle des activités de surveillance des autorités compétentes ; d'organiser les évaluations annuelles, à l'échelle de l'Union, de la résilience des contreparties centrales (les fameux stress-tests) ; de promouvoir des échanges et débats réguliers entre les autorités compétentes ; ainsi que d'examiner l'ensemble des avis et recommandations adoptés par les collèges, afin de contribuer au fonctionnement uniforme et cohérent de ceux-ci et de favoriser la cohérence dans l'application du règlement EMIR. Il est aussi chargé, en ce qui concerne les contreparties centrales de pays tiers, de préparer les projets de décisions à transmettre au conseil des autorités de surveillance et de s'acquitter des tâches confiées à l'AEMF³⁴. Ce Comité répond de son activité devant le Parlement et le Conseil³⁵.

II. RÉGIME APPLICABLE AUX CONTREPARTIES CENTRALES DE PAYS TIERS

Enjeux liés à l'accès au marché de l'Union et à la supervision des contreparties centrales de pays tiers. Le chapitre 4, relatif aux relations avec les pays tiers, précédemment composé d'un unique article (art. 25), est considérablement étoffé puisqu'il en compte désormais dix-huit (art. 25 à 25 octodécies). Alors que le règlement EMIR avait mis en place un classique régime d'équivalence, le règlement du 23 octobre 2019 soumet les contreparties centrales de pays tiers à un régime différencié en fonction de leur niveau de risque, selon une approche de plus en plus répandue³⁶. Selon le dispositif initialement prévu par le règlement EMIR, la fourniture, par une contrepartie centrale établie dans un pays tiers, de services de compensation à des membres compensateurs ou à des plates-formes de négociation établis dans l'Union suppose que cette entité soit reconnue par l'AEMF³⁷, sur la base d'une décision d'exécution de la Commission européenne reconnaissant que le cadre juridique et le dispositif de surveillance du pays tiers concerné garantissent que les contreparties centrales agréées dans ce pays respectent des exigences équivalentes à celles prévues par la réglementation de l'Union³⁸. Avant de prendre une décision individuelle de reconnaissance, l'AEMF s'assure que la contrepartie centrale est soumise à une surveillance effective dans le pays tiers concerné et que celui-ci est doté de systèmes de lutte contre le blanchiment d'argent et contre le financement du terrorisme équivalents à ceux de l'Union, et établit des modalités de coopération avec les autorités compétentes du pays tiers³⁹. Les contreparties centrales bénéficiant d'une telle reconnaissance peuvent fournir des services de compensation sur le territoire de l'Union, en restant soumises à la réglementation et à la supervision des autorités compétentes de l'État tiers, même si une coopération est bien entendu prévue entre celles-ci et les autorités européennes.

Cependant, « Un volume significatif d'instruments financiers libellés dans les monnaies de l'Union est compensé par des contreparties centrales de pays tiers »⁴⁰. Il est dès lors apparu nécessaire, dans le cadre de la révision du règlement EMIR, de renforcer ce dispositif.

27. Nouvel art. 24 bis, § 13 d'EMIR.

28. Th. Bonneau, comm. préc.

29. La France est le seul État à confier la surveillance des chambres de compensation à trois autorités distinctes.

30. Nouvel art. 24 bis, § 2, c) d'EMIR.

31. Nouvel art. 24 ter d'EMIR.

32. Nouvel art. 24 bis, § 7 d'EMIR.

33. Art. 18, § 2, a) d'EMIR, dans sa rédaction issue du règl. du 23 oct. 2019.

34. Nouvel art. 24 bis, § 10 d'EMIR.

35. Nouvel art. 24 sexies d'EMIR.

36. Que ce soit pour les entreprises de l'Union ou les entreprises de pays tiers. V. égal. la proposition de Règlement sur les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement (COM (2017) 790 final), qui modifie l'art. 47 du règlement MIF relatif aux entreprises d'investissement de pays tiers pour distinguer selon que l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées dans l'Union sont susceptibles ou non d'être d'importance systémique pour l'Union (Position du Parlement en première lecture approuvée par le Conseil le 8 novembre 2019 (PE 80 2019 INIT)).

37. Art. 25 d'EMIR.

38. De telles décisions ont été prises pour le Japon, l'Australie, Hong Kong, Singapour, les États-Unis, le Canada, la Suisse, l'Afrique du Sud, le Mexique, la Corée du Sud, l'Inde, la Nouvelle-Zélande, le Brésil, Dubaï et les Emirats Arabes Unis.

39. Au 12 novembre 2019, 33 contreparties centrales de pays tiers bénéficiaient d'une décision de reconnaissance (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf).

40. Cons. 26, règl. du 23 oct. 2019.

Différenciation en fonction du niveau de risque. Catégorisation des contreparties centrales de pays tiers. Les contreparties centrales non systémiques pour l'Union européenne, dites de catégorie 1, restent soumises au régime de reconnaissance prévu par le règlement EMIR, tandis que celles qui sont d'importance systémique pour l'espace financier de l'Union européenne, dites de catégorie 2, sont soumises à des exigences renforcées et au contrôle de l'AEMF. Il appartiendra à cette dernière de déterminer si les contreparties centrales de pays tiers sont ou non d'importance systémique pour le système financier de l'Union ou d'un ou plusieurs États membres, en fonction de critères tenant à la nature, la taille et la complexité de l'activité de la contrepartie centrale dans l'Union et en dehors de l'Union, compte tenu notamment de la valeur des transactions compensées et de son exposition à ses membres compensateurs ainsi que de son profil de risque ; à l'effet que la défaillance ou le dysfonctionnement de la contrepartie centrale aurait sur les marchés financiers, les établissements financiers, le système financier en général, ou la stabilité financière de l'Union ou d'un ou de plusieurs de ses États membres ; à la mesure dans laquelle des services de compensation de substitution assurés par d'autres contreparties centrales sont accessibles, pour les instruments financiers libellés en monnaies de l'Union, aux membres compensateurs ; et à l'interconnexion de la contrepartie centrale avec d'autres infrastructures de marché, d'autres établissements financiers et le système financier en général⁴¹.

Régime d'équivalence classique des contreparties qui ne sont pas d'importance systémique pour l'UE (catégorie 1). Surveillance européenne de toutes les contreparties centrales de pays tiers reconnues. Si les contreparties centrales non systémiques pour l'Union européenne, dites de catégorie 1, restent soumises au régime de reconnaissance prévu par le règlement EMIR et au principe du contrôle par l'autorité du pays d'origine, le règlement du 23 octobre 2019 confère à l'AEMF le pouvoir de demander des renseignements à toute contrepartie de pays tiers reconnue, y compris de catégorie 1⁴², et d'infliger des amendes si les informations qui lui sont fournies sont erronées ou trompeuses⁴³. La reconnaissance peut au demeurant être retirée notamment lorsque la contrepartie centrale ne respecte plus les conditions de sa reconnaissance ou que l'autorité du pays tiers ne coopère pas avec l'AEMF⁴⁴. Dans ce dernier cas, l'échec de la coopération entre les autorités de surveillance conduit ainsi à fermer l'accès au marché européen aux entités du pays tiers concerné, sauf à ce qu'elles s'établissent et obtiennent un agrément dans l'Union. Par ailleurs, l'AEMF est chargée d'établir un collège des contreparties centrales de pays tiers afin de faciliter le partage d'informations entre les différentes autorités concernées⁴⁵. Ce collège, présidé par le président du Comité de

surveillance des contreparties centrales, est composé de représentants de ce comité, des autorités nationales compétentes pour la surveillance des contreparties centrales, de celles qui sont responsables de la surveillance des membres compensateurs établis dans l'Union, ainsi que des plates-formes de négociation et des dépositaires centraux de titres établis dans l'Union avec lesquels la contrepartie centrale interagit, et enfin des membres du SEBC. La surveillance *a minima* ainsi mise en place implique que toutes les contreparties centrales de pays tiers reconnues par l'AEMF acquittent auprès de celle-ci des frais de surveillance⁴⁶. Ces différentes mesures, communes à toutes les contreparties centrales de pays tiers reconnues, sont complétées, pour les contreparties de catégorie 2, par des exigences plus élevées.

Exigences renforcées et surveillance par l'AEMF pour les contreparties d'importance systémique pour l'UE (catégorie 2). D'une part, la reconnaissance des contreparties centrales de catégorie 2 est subordonnée à des conditions plus strictes. Outre les exigences équivalentes à celles prévues par le Titre IV du règlement EMIR (articles 26 à 50), les contreparties centrales de catégorie 2 doivent respecter des exigences équivalentes à celles prévues à l'article 16 et au Titre V de ce règlement⁴⁷, ce qui inclut les exigences de capital minimum et les règles relatives aux accords d'interopérabilité (étant précisé que lorsque la contrepartie centrale se conforme aux exigences réglementaires du pays tiers, l'AEMF peut considérer, au vu de la décision d'équivalence prise par la Commission, que la contrepartie centrale est réputée satisfaire à ces exigences)⁴⁸. Par ailleurs, la contrepartie centrale qui sollicite sa reconnaissance doit s'engager par écrit, de manière inconditionnelle, à se soumettre à toute demande d'information de l'AEMF et autoriser cette autorité à accéder à ses locaux professionnels⁴⁹. D'autre part, les contreparties centrales de catégorie 2 se trouvent soumises au contrôle de l'AEMF. Celle-ci se voit dotée à leur égard d'un pouvoir d'enquête, incluant la faculté de se faire communiquer tous documents, de procéder à des auditions et à des inspections sur place⁵⁰, et du pouvoir d'infliger des amendes ou des astreintes⁵¹, et de prendre des mesures de surveillance⁵².

Possibilité d'exiger un agrément dans l'Union pour les contreparties qui ont une importance systémique considérable. Au-delà de cette classification, le règlement du 23 octobre 2019 envisage la possibilité que certaines contre-

41. Art. 25, § 2 bis nouveau d'EMIR. Ces critères seront précisés par un acte délégué.

42. Art. 25 septies nouveau d'EMIR.

43. Art. 25 undecies nouveau d'EMIR et cons. 48.

44. Art. 25 septdecies nouveau d'EMIR.

45. Art. 25 quater nouveau d'EMIR.

46. Art. 25 quinquies nouveau d'EMIR. Cf. ESMA, Consultation paper, ESMA fees for Third-Country CCPs under EMIR 2.2, 28 mai 2019, ESMA70-151-1663.

47. Art. 25, § 2 ter nouveau d'EMIR.

48. Art. 25 bis nouveau d'EMIR.

49. Art. 25, § 2 ter, c) nouveau d'EMIR.

50. Art. 25 octies et 25 nonies nouveaux d'EMIR.

51. Art. 25 decies à 25 duodecies nouveaux et 25 octodecies d'EMIR. De nouvelles annexes III et IV énumèrent respectivement les infractions sanctionnées par des amendes et les coefficients liés à des circonstances aggravantes et atténuantes. Si des amendes peuvent également, dans des cas précis, être infligées à des contreparties centrales de catégorie 1, la liste des infractions est considérablement plus longue pour celles de catégorie 2.

52. Art. 25 octodecies nouveau d'EMIR.

parties centrales de pays tiers présentent, compte tenu de l'importance de leurs activités pour la stabilité financière de l'Union et des États membres, une importance systématique telle que les exigences applicables au titre du mécanisme de reconnaissance puissent être insuffisantes pour atténuer les risques potentiels. L'AEMF, en accord avec les banques centrales concernées, pourra alors demander à la Commission de décider que la contrepartie centrale, au terme d'une période d'adaptation de deux ans maximum,

ne peut fournir des services dans l'Union qu'à la condition d'y être agréée⁵³. ■

EMIR – SUPERVISION DES CONTREPARTIES CENTRALES – AGRÈMENT – CONTREPARTIES CENTRALES DE PAYS TIERS – EQUIVALENCE – CONTREPARTIES CENTRALES DE PAYS TIERS D'IMPORTANCE SYSTÉMIQUE POUR L'UE.

53. Art. 25, § 2 quater nouveau d'EMIR.

Les contreparties échappant à l'obligation de compensation doivent-elles également être dispensées de l'obligation de négociation ?

À la suite de l'allègement, par le règlement EMIR REFIT, de l'obligation de compensation pesant sur les petites contreparties financières et les contreparties non financières lorsqu'elles restent en deçà des seuils de compensation, l'ESMA consulte sur l'opportunité de les exempter également de l'obligation de négociation posée dans le règlement MIF.

Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA), Alignment of MiFIR with the changes introduced by EMIR Refit, 4 oct. 2019, ESMA70-156-1555.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Le champ d'application des obligations de compensation et de négociation de certains dérivés doit-il être parfaitement aligné ? La question a surgi à l'occasion de la réforme du règlement EMIR par le règlement EMIR REFIT du 20 mai 2019¹, qui a modifié le périmètre de l'obligation de compensation instaurée par ce texte, sans que celui de l'obligation de négociation, posée par le règlement MIF², ne soit modifié. Conséquence classique de l'utilisation de renvois par le législateur, les champs des deux obligations, au départ alignés (le règlement MIF s'appuyant, pour définir le périmètre de l'obligation de négociation, sur les définitions du règlement EMIR), s'en trouvent décalés. Afin de réduire les coûts et les contraintes que l'obligation de compensation fait peser sur certains acteurs, particulièrement les contreparties non financières (ou « NFC », pour « non-financial counterparties ») et les petites contreparties financières (ou « FC »), le règle-

ment EMIR REFIT a en effet retenu une approche plus proportionnée de l'obligation de compensation. D'où la question de savoir si les contreparties non financières et les petites contreparties financières, lorsqu'elles sont dispensées de l'obligation de compensation, doivent demeurer soumises à l'obligation de négociation.

Les petites contreparties financières – qui sont celles 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 – ont désormais la possibilité d'échapper à l'obligation de compensation lorsqu'elles restent en deçà des seuils de compensation³. Toutefois, 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 négociation⁴ : celle-ci s'applique aux contreparties financières au sens de l'article 2, paragraphe 8 d'EMIR, alors que la catégorie des petites contreparties financières n'apparaît que dans les articles 4 et 4 bis de ce règlement dans leur rédaction issue du règlement EMIR REFIT.

Les contreparties non financières⁵, quant à elles, n'étaient déjà soumises à l'obligation de compensation que lorsque leurs positions excédaient un seuil de compensation fixé par l'AEMF. Mais elles n'y sont désormais soumises, à condition de procéder au calcul de leurs positions tous les douze mois au regard des seuils de compensation, que pour les dérivés appartenant à la catégorie pour laquelle le seuil a été franchi⁶, et non plus pour tous les dérivés appartenant à une catégorie soumise à l'obligation de compensation. Le règlement MIF soumet à l'obligation de négociation les contreparties non financières remplissant les conditions visées à l'article 10, paragraphe 1, point b) d'EMIR ; or, par suite de la réécriture de ce paragraphe par le règlement EMIR REFIT, ce renvoi ne vise plus les bonnes dispositions.

Tels sont les deux principaux points qui font l'objet du document de consultation publié par l'AEMF le 4 octobre 2019, pour préparer le rapport qu'elle doit présenter à

1. 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 (JOUÉ n° L. 141, 28 mai 2019, p. 42) : A.-C. Rouaud, « Le Règlement EMIR REFIT, premier volet de la révision du règlement EMIR », *Banque & Droit* n° 187, sept.-oct. 2019, p. 31.

2. Art. 28 à 32, règl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (JOUÉ n° L. 173, 12 juin 2014, p. 349 et p. 84). V. A. Gaudemet, « Les obligations de négociation et de compensation », *RDBF* 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.

3. Art. 4 d'EMIR dans sa nouvelle rédaction et nouvel article 4 bis d'EMIR issu du règl. EMIR REFIT.

4. Art. 28, § 1, règl. MIF, préc.

5. 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 9), c'est-à-dire les sociétés commerciales intervenant sur des produits dérivés OTC.

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

la Commission pour mai 2020⁷. Etant rappelé que dans l'attente de la publication de ce rapport 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 supervision⁸.

L'autorité européenne semble encline à proposer de rétablir l'alignement entre les deux obligations⁹, pour différentes raisons¹⁰. En premier lieu, obligation de compensation et obligation de négociation sont clairement liées dans le corpus réglementaire : leurs champs d'application étaient initialement alignés, de même que leur date d'entrée en application ; et la suspension de l'obligation de compensation, introduite par le règlement EMIR REFIT¹¹, entraîne le cas échéant la suspension par voie de conséquence de l'obligation de négociation, même si celle-ci n'est pas automatique¹². En deuxième lieu, en cas de décalage entre les deux obligations, les contreparties soumises à l'obligation de négociation tout en étant dispensées de compensation, risqueraient de se trouver

tout de même soumises, de facto, à la compensation : si la compensation centrale n'est pas obligatoire pour les dérivés négociés sur des plates-formes de négociation autres qu'un marché réglementé¹³, les règles de fonctionnement de certains MTF et OTF, sur lesquels sont majoritairement négociés les dérivés soumis à l'obligation de négociation, prévoient la compensation des transactions par une contrepartie centrale. En troisième lieu, le risque de diminution du volume des dérivés négociés sur des plates-formes de négociation en cas de réduction du périmètre de l'obligation de négociation, qui irait à l'encontre des engagements du G20 de renforcer la transparence, semble mineur dès lors que les contreparties concernées, bien que nombreuses, représentent une très faible portion du volume des transactions¹⁴.

Enfin, l'AEMF évoque également l'instauration de la possibilité de suspendre l'obligation de négociation indépendamment de l'obligation de compensation¹⁵, ce qui constitue une question sensible dans le cadre du Brexit. ■

ESMA – EMIR – MIF 2 – DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ – OBLIGATION DE COMPENSATION – OBLIGATION DE NÉGOCIATION – CONTREPARTIES NON FINANCIÈRES – PETITES CONTREPARTIES FINANCIÈRES – BREXIT – SUSPENSION DE L'OBLIGATION DE COMPENSATION

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

8. ESMA, Public statement, « MiFIR implementation considerations regarding the trading obligation following the entry into force of EMIR Refit », 12 juill. 2019 (ESMA70-156-1436).

9. Consultation paper, préc., points 47 et 48.

10. Consultation paper, préc., points 29 à 48.

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

12. Art. 6 bis, § 1 in fine et § 5 d'EMIR.

13. Art. 29, règl. MIF, préc.

14. Selon les chiffres cités par l'ESMA, s'agissant des dérivés de taux, moins de 500 contreparties sur plus de 6000 représentent 99,4 % de l'activité ; s'agissant des dérivés de crédit, moins de 400 contreparties sur plus de 2000 représentent 98,6 % de l'activité (Consultation paper, préc., point 45).

15. Consultation paper, préc., points 55 à 57.

Les nouvelles obligations d'information en matière de durabilité des investissements

Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité introduits de nouvelles obligations d'informations pour les concepteurs de produits financiers.

Règlement (UE) du Parlement européen et du Conseil sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Commentaire de Frida Mékoui

Le 8 mars 2018, la Commission européenne dévoilait son plan d'action pour la finance durable. Celui-ci a notamment pour objectif de réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable. L'ampleur de la tâche implique de revoir l'ensemble du corpus réglementaire applicable en matière bancaire et financière¹, ainsi que de le compléter par de nouveaux textes. C'est le cas du règlement ayant donné lieu à un accord politique en avril 2019 et dont l'objectif est de mieux informer les investisseurs concernant le caractère durable de leurs investissements ainsi que d'éviter le *greenwashing*.

Il impose ainsi de nouvelles obligations à certains professionnels du secteur financier d'investir pour le compte de leurs clients ou de leur fournir des conseils financiers, quant à la prise en compte des risques de durabilité et des incidences négatives de leurs décisions d'investissement sur les facteurs environnementaux et sociaux. Il renforce également l'information requise s'agissant des produits commercialisés comme étant « durables ».

Chacun de ces éléments mérite notre attention.

Tout d'abord, le champ d'application est assez spécifique en ce que le texte comporte des définitions et des classifications qui ne correspondent pas exactement à ce que l'on connaît, y compris pour des textes intersectoriels². En effet, c'est la fonction du prestataire et sa capacité à influencer la décision d'investissement qui importe et qui implique la création de nouvelles classifications. Sont ainsi concernés par le nouveau texte, les « acteurs des marchés financiers » ainsi que les « conseillers financiers ». La première notion regroupe, les assureurs, les gestionnaires d'actifs que la gestion soit collective ou individuelle. Les établissements de crédit et entreprises d'investissement fournissant un service de gestion de

1. Revue des textes MIF2, OPCVM, IDD, CRDIV et CRR.

2. Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (dit règlement PRIIPS).

portefeuille pour compte de tiers sont également visés³. La seconde notion recouvre les conseillers en investissement qu'ils soient établissements de crédit ou entreprises d'investissement ainsi que les intermédiaires en assurance dans leur fonction de conseil.

Les différents niveaux d'information (au niveau des acteurs et des produits) ont également impliqué de définir les produits concernés. C'est ainsi que le texte comporte une définition originale des « produits financiers ». Il s'agit des OPCVM, fonds d'investissement alternatif (FIA), des produits d'assurance vie ainsi que des portefeuilles faisant l'objet d'une gestion pour compte de tiers (gestion sous mandat).

Les actions et obligations simples ainsi que les titres structurés ne sont pas directement visés par le texte. D'aucuns penseront que la réglementation réintroduit une asymétrie d'information selon l'enveloppe d'investissement, alors que la suppression de ces asymétries a fait l'objet d'un règlement spécifique⁴. En réalité, les obligations structurées, de type EMTN, seront indirectement rattrapées puisqu'une grande partie d'entre eux sont « souscrits » via des contrats d'assurance vie ou dans le cadre de portefeuilles gérés sous mandat. En effet, les assureurs et gérants auront besoin d'informations équivalentes pour pouvoir remplir leurs propres obligations d'informations prévues par le règlement. Comme dans le cadre du régime de gouvernance produits au titre de MIF2, les assureurs et les émetteurs de titres structurés devront probablement prévoir le cadre contractuel et opérationnel de ces échanges d'informations.

On relèvera enfin que le texte consacre la notion de « produits d'investissement durable », laquelle comprend les « produits financiers » qui ont pour objectif d'investir dans une activité économique qui contribuent à un objectif environnemental⁵ ou social⁶, « pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés détenues adoptent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales »⁷.

Naturellement, la question qui se pose est celle de l'articulation avec la taxonomie des activités durables pour l'environnement dont l'objectif est de constituer un indicateur du niveau de « durabilité » d'un investissement en définissant les activités « vertes ». L'absence de référence à la taxonomie s'explique uniquement par des considérations de calendrier, l'accord politique sur le règlement commenté étant intervenu en avril 2019, celui-ci ne pouvait pas faire référence au règlement

taxonomie qui est actuellement en cours de négociation. Pour autant, la complémentarité de ces deux textes fait nul doute : les investissements commercialisés sous cette qualification devront mettre en exergue le niveau d'alignement avec la taxonomie des activités vertes. C'est ce qui ressort des différentes versions du règlement taxonomie.

À côté de la catégorie de produits d'investissement durable qui devront répondre à des conditions spécifiques, le règlement sur les obligations d'informations en matière de durabilité laisse une place à d'autres investissements environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance (« ESG ») qui, sans prétendre avoir des effets positifs sur l'environnement ou les critères sociaux, mettent en exergue des caractéristiques ESG parmi d'autres (approche *best in class*, exclusion, etc.). Pour ces produits, les obligations d'information sont quelque peu adaptées. En revanche, l'articulation avec la taxonomie n'est pas claire. La question est de savoir si ces produits devront donner lieu à une information sur leur niveau d'alignement avec la taxonomie. La version définitive du règlement taxonomie ainsi que les textes d'application du règlement sur les informations en matière de durabilité seront ici clef.

Le contenu des obligations n'est pas moins original. Il s'agit de publier et ou fournir deux types d'informations :

– l'une concernant la façon dont les risques de durabilité sont pris en compte dans les décisions d'investissement ou le conseil en investissement, selon les cas. Est ici visée la prise en compte par les acteurs des marchés financiers des événements environnementaux ou sociaux, ou dans le domaine de la gouvernance qui, s'ils surviennent, « pourraient avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement ». Ce risque pourrait exister par exemple si le gérant ou l'assureur investit dans des titres de sociétés dont les sites de production se trouvent sur une zone exposée aux changements climatiques (inondations, séismes, etc.) ou encore si l'activité de la société repose principalement sur des énergies fossiles, qui sont par définition tarissables. Chacun de ces événements pourrait effectivement avoir, à terme, des conséquences négatives sur les résultats de la société et en conséquence sur la valeur de l'investissement ;

– l'autre, à l'inverse, concerne l'intégration dans le processus de prise de décision d'investissement des incidences négatives significatives des produits sur les facteurs de durabilité. En d'autres termes, la question est ici de s'intéresser aux effets négatifs de l'investissement choisi sur l'environnement, les aspects sociaux ou de bonne gouvernance (ex. activités polluantes de la société dans laquelle il est investi). La notion de facteurs de durabilité est précisément définie⁸.

Chacune de ces informations doit se décliner au niveau global de l'acteur des marchés financiers ou conseiller qui offre le service ainsi qu'au niveau spécifique du pro-

3. Sont aussi couverts les gestionnaires d'EuVeca et d'EuSEF ainsi que les fournisseurs de PEPP.

4. Règlement PRIIPS.

5. Mesuré au moyen d'indicateurs clés en matière d'utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, la production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre et les effets sur la biodiversité et l'économie circulaire.

6. En particulier les investissements qui contribuent à la lutte contre les inégalités, les investissements qui favorisent la cohésion sociale, l'intégration sociale et les relations de travail, ou les investissements dans le capital humain ou des communautés économiquement ou socialement défavorisées.

7. Article 2 o) du règlement [...].

8. Article 2 du règlement, « Facteurs de durabilité » des questions environnementales, sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption et les actes de corruption.

duit. Au niveau global, il s'agira pour les acteurs visés d'établir, publier sur leur site internet et mettre à jour leur politique d'intégration des risques de durabilité et facteurs de durabilité dans leurs décisions d'investissement. Concernant les incidences négatives sur les facteurs de durabilité, le contenu précis de ces politiques (identifications des facteurs ESG, indicateurs utilisés, politiques de vote, etc.) fera l'objet d'actes délégués. Par ailleurs, cette information concernant les incidences négatives sur les facteurs de durabilité repose sur un principe de « conformité ou d'explication »⁹. À l'exception des acteurs comprenant plus de 500 salariés, il sera possible de publier cette politique ou de s'en tenir à une information expliquant pourquoi ces facteurs ne sont pas pris en compte dans le processus de prise de décision.

Par ailleurs, ces deux informations sont également à décliner au niveau de chaque produit financier¹⁰ tel que défini par le règlement et cela peu importe qu'une caractéristique de durabilité (ESG) soit mise en exergue dans le cadre de sa commercialisation. Là encore un principe de conformité ou d'explication est prévu, indépendamment, cette fois-ci, de la taille du professionnel concerné. On notera également, que l'obligation d'information précontractuelle sur l'intégration des incidences négatives sur les facteurs de durabilité ne s'applique pas aux conseillers financiers.

Toujours s'agissant du contenu, des obligations spécifiques d'informations sont prévues pour les produits financiers commercialisés comme des investissements durables ou mettant en exergue une caractéristique ESG. Il s'agira d'expliquer comment ces objectifs ou ces caractéristiques sont atteints, en particulier lorsqu'un indice est utilisé comme référence. Enfin, *a posteriori*, les rapports périodiques existants applicables à chacun des acteurs concernés devront faire état du niveau d'atteinte d'objectifs et caractéristiques mises en exergue.

Le contenu précis des obligations d'informations sera

précisé dans des actes délégués dont l'adoption est prévue, en fonction de l'obligation concernée, de 12 à 24 mois après la publication officielle du texte. Le Règlement devrait entrer en application 15 mois après sa publication, à l'exception de l'information précontractuelle (information au niveau du produit) sur les incidences négatives qui sera applicable 36 mois après. Cela devrait laisser très peu de temps aux professionnels pour prendre connaissance et intégrer les obligations finalisées. Certains actes délégués qui devraient préciser le contenu de l'information sont d'ailleurs prévus en application des obligations corrépondantes¹¹.

Enfin, comme le règlement l'y autorise la France a déjà prévu l'application d'obligations supplémentaires d'informations aux mêmes acteurs dans le cadre de la loi énergie et climat qui vient d'être publiée¹². Le texte a notamment pour objectif d'étendre l'article L. 533-22 du CMF (article 173 de la loi sur la transition énergétique) aux établissements de crédit et entreprises d'investissement pour leur activité de gestion de portefeuille et de conseil en investissement ainsi qu'à renforcer les exigences d'information, en particulier, sous l'angle environnemental (changement climatique, transition énergétique, biodiversité, etc.). Il s'agit d'une façon générale, de publier une politique concernant la prise en compte des facteurs ESG dans la stratégie d'investissement, les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ainsi que la stratégie de mise en œuvre de cette politique.

Si l'apport de la nouvelle loi par rapport au règlement européen pose question, la date différée d'entrée en application de cette disposition devrait permettre d'assurer une certaine cohérence dans le contenu de l'information qui sera finalement requis au titre des deux textes¹³. ■

OBLIGATION D'INFORMATIONS – DURABILITÉ – SECTEUR FINANCIER.

9. « Comply or explain ».

10. L'information devra être intégrée dans le support réglementaire précontractuel usuel (prospectus, DICI, information MIF).

11. Les indicateurs à prendre en compte pour l'évaluation des facteurs sociaux seront précisés 9 mois après l'entrée en application de l'obligation correspondante.

12. Article 39 de la loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat.

13. L'entrée en vigueur de l'article L. 533-22 du Code monétaire et financier et différée à celle du règlement européen.

Synthèse sur le rôle des conventions internationales dans la coopération entre autorités de régulation et la protection des données

La coopération internationale entre autorités de régulation apparaît comme l'outil central permettant de lutter contre les abus de marché dans un contexte financier international. Existant de longue date, la matière souffre néanmoins d'un cadre incertain récemment complexifié avec l'entrée en vigueur du règlement relatif à la protection des données personnelles dit « RGPD ». La clarification se fait progressivement, dans l'attente espérée d'une refonte du Code monétaire et financier sur ce point. Deux évolutions récentes sont à relever. D'une part, l'AEMF a remis

à la Commission européenne un projet de convention-type pour la coopération internationale incluant les garanties requises par le RGPD au transfert de données personnelles à l'étranger. D'autre part, la Cour de cassation a précisé le champ d'application des articles L. 632-7 et L. 632-16 du Code monétaire et financier en soulignant que les contraintes posées par ces textes (existence d'une convention de coopération ou, à défaut, exigence de réciprocité) ne s'appliquent pas en cas de réception d'informations depuis l'étranger.

Communication ESMA70-145-457 du 8 octobre 2019, « Draft Regulatory Technical Standards on cooperation arrangements under Regulation (EU) No 596/2014 on market abuse » ; Com., 2 oct. 2019, n° 17-28462.

Commentaire de Patrick Barban

La coopération internationale entre autorités de régulation ne cesse de se renforcer dans un contexte toujours plus globalisé. La multiplication des entités de supervision et des normes applicables se conjugue avec la multiplication d'opérations financières présentant un caractère d'extranéité et appelle à un renforcement de la coopération internationale entre autorités. En l'absence d'un cadre international défini, les autorités disposant de compétences aux contours incertains recourent à une coopération internationale reposant sur des conventions bilatérales ou multilatérales¹.

C'est principalement sous l'angle de l'usage des preuves obtenues par des autorités de régulation étrangères que s'est focalisé le contentieux². Le régime qui en découle peut être résumé ainsi : d'une part, l'enquête et le recueil des preuves sont réalisés conformément aux règles internes de l'autorité requise, si bien qu'en cas de recueil de preuves à l'étranger, les règles procédurales du droit interne français ne sont pas invocables par le mis en cause. D'autre part, et par exception, le respect du principe de loyauté au stade de l'enquête et des droits de la défense au stade contentieux impose une appréciation de la procédure étrangère à l'aune des droits de la défense tels qu'interprétés par le système juridique français. Néanmoins, le contentieux peut aussi mobiliser en amont le droit international public pour s'intéresser à la question du simple droit, pour une autorité de régulation, de recevoir ou de transmettre des informations à une autorité étrangère et de recevoir de telles autorités des éléments de preuve.

La question est plus simple, mais l'évolution du cadre réglementaire concernant les données personnelles impacte évidemment l'échange de données et nécessite une synthèse concernant le rôle et le contenu des conventions internationales de supervision. Deux textes peuvent être mobilisés. D'une part, la proposition de l'AEMF à la Commission européenne, prise sur le fondement de l'article 26 du règlement concernant les abus de marché³ (« MAR »), a établi un modèle de convention utilisable par les autorités de contrôle nationales et intégrant les exigences relatives à la protection des données personnelles. D'autre part, la Cour de cassation, dans un arrêt du 2 octobre 2019 qui vient clore l'affaire Geodis, a clarifié la règle relative à l'échange d'informations hors convention par les autorités de régulation.

Ainsi, le droit conventionnel international tend à se normaliser et apparaît l'outil majeur de la coopération internationale (I.). Néanmoins, l'absence d'une convention n'interdit pas toute coopération internationale (II.).

I. LA NORMALISATION CONVENTIONNELLE DE LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

L'article 26 du règlement concernant les abus de marché recommande aux autorités de régulation de conclure des conventions avec les autorités des pays-tiers, hors EEE, en vue de l'échange d'informations, aux fins de renforcer le contrôle et la sanction des abus de marché. Afin de favoriser cette coopération, l'article 26 dudit règlement missionne l'AEMF de l'établissement de normes techniques proposées à la Commission qui doit les adopter.

L'AEMF précise toutefois que son rôle apparaît subsidiaire en raison du *Multilateral Memorandum of Understanding* de l'OICV (ci-après « MoU »)⁴ qui a été mis en place à la suite des attentats du 11 septembre 2001 et depuis lors signé par un nombre important d'autorités de régulation et par toutes les autorités européennes⁵. Dès lors, l'approche de l'AEMF est modulaire et cette dernière offre un modèle de contrat grâce auquel les autorités peuvent compléter le MoU dès lors qu'elles jugent qu'il est nécessaire d'avancer dans la collaboration avec les autorités de pays-tiers, conformément à l'article 26 de MAR.

Le modèle ainsi proposé repose en grande partie sur le MoU, à savoir un principe d'échange d'informations limité par des hypothèses déterminées de refus qui reposent soit sur l'absence de fondement procédural⁶, soit sur les atteintes portées aux intérêts protégés par l'autorité⁷. De même, le modèle impose une description précise de la nature des informations transmises, afin de limiter les *Fishing Expéditions*⁸, et des conditions de cette transmission, en particulier en termes de confidentialité.

On voit ainsi que la proposition faite par l'AEMF demeure minimale et son utilité relative, en raison de l'existence du MoU. Néanmoins, un domaine central est abordé par la suite, justifiant par ailleurs la prorogation du délai initialement imposé à l'AEMF par MAR en raison de l'adoption du Règlement relatif à la protection des données personnelles⁹ (« RGPD ») et permettant d'encadrer le transfert de données personnelles dans le

1. J. Morel-Maroger, « Réflexions autour des évolutions récentes de l'environnement normatif international des activités bancaires et financières », in *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly, 2017, pp. 725-734. Sur la nature de ces conventions, v. Th. Bonneau, P. Pailler e. al., *Droit financier*, 2^e éd., LGDJ, 2019, n° 1678 citant R. Bismuth, *La Coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, préf. J.-M Sorel, Bruylant, 2011.

2. Sur ces questions, V. A.-C. Rouaud, « Coopération internationale et droits de la défense », *Banque et Droit* n° 183, janv.-févr. 2019, p. 36 ; v. égal. P. Barban, « Melting Pot relatif à l'information privilégiée et à la coopération internationale », *Banque et Droit* n° 186, juil.-août 2019, p. 37 ; Adde Th. Bonneau, P. Pailler e. al., *Droit financier*, 2^e éd., L.G.D.J., 2019, n° 1667.

3. Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, spéc. art. 26, § 1 : « Les autorités compétentes des États membres concluent, si nécessaire, des accords de coopération avec les autorités de surveillance de pays tiers concernant l'échange d'informations avec ces dernières et l'exécution des obligations résultant du présent règlement dans des pays tiers. Ces accords de coopération assurent au moins un échange efficace d'informations permettant aux autorités compétentes d'accomplir les missions que leur confie le présent règlement. »

4. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOP386.pdf>.

5. <https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories>.

6. Comme une demande hors procédure ou encore une demande portant sur une affaire déjà jugée sur le territoire de l'autorité sollicitée.

7. Comme une demande conduisant l'autorité à violer sa loi nationale ou à mettre en danger l'efficacité de sa mission.

8. C'est-à-dire la récolte indéterminée d'informations sans motif précis, v. Th. Bonneau, P. Pailler, e.a., *Droit financier*, 2^e éd., L.G.D.J., 2019, n° 1674.

9. Règlement (UE) n° 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données).

cadre de la coopération. Sur ce point, la construction d'un cadre conforme aux exigences européennes est bien moins aboutie.

La protection des données mise en place par le RGPD nécessite en effet la mise en place de modalités particulières de transfert d'informations, dès lors que ces informations portent sur des données personnelles. Là aussi, l'approche adoptée par l'AEMF est complémentaire puisqu'elle constate qu'un certain nombre d'États membres de l'EEE ont signé un accord pour le transfert de données avec des États hors EEE¹⁰. Cet accord, coordonné par l'OICV, a reçu un avis positif de la nouvelle autorité de régulation des données personnelles en Europe, le Comité européen de la protection des données (ci-après « CEPD ») ou encore *European Data Protection Board* qui a rendu, concernant cet accord, un avis de conformité aux exigences du RGPD¹¹.

Dès lors, les autorités signataires, incluant l'AMF en France, bénéficient d'accords conformes aux exigences du RGPD. Le modèle proposé par l'AEMF sera ainsi utile aux autorités des États membres de l'EEE qui n'ont pas signé cet arrangement. De même, les signataires pourront s'appuyer sur ce modèle en cas de coopération avec une autorité de régulation d'un pays-tiers non-signataire de l'accord. Le modèle ainsi proposé revêt une importance majeure au regard du RGPD puisqu'en l'absence d'une décision d'adéquation par la Commission européenne¹², le transfert de données personnelles à des autorités de pays-tiers est subordonné à la conclusion d'une convention *ad hoc* permettant aux usagers de bénéficier de droits opposables et effectifs concernant leurs données¹³. Les garanties proposées constituent, selon les termes mêmes de l'AEMF, une « base » pour l'établissement de ces conventions de transfert des données, base qui peut donc être renforcée mais non réduite¹⁴. Il semblerait donc ici que l'approche modulaire soit abandonnée ce qui s'explique parfaitement en matière de protection des données personnelles dont l'environnement de régulation est en cours de construction.

Il faut enfin relever que même en l'absence de décision d'adéquation et de convention, un échange d'informations demeure possible dans l'un des cas dérogatoires prévus à l'article 49 du RGPD. Ces cas reposent essentiellement sur la protection des droits et intérêts des titulaires de données si bien que ces hypothèses seront le plus souvent écartées puisque le transfert d'informations repose sur la lutte contre les abus de marché et

donc contre les intérêts des titulaires. Dès lors, seule la dérogation reposant sur un « transfert nécessaire pour des motifs importants d'intérêt public »¹⁵ apparaît invocable. Les termes employés et le caractère restrictif de l'article 49 du RGPD conjugué à l'interprétation stricte d'une exception au principe de non-transfert impose de limiter l'emploi de cette dérogation aux affaires les plus sensibles et présentant un caractère systémique.

La coopération internationale est essentielle en matière de lutte contre les abus de marché, étant donné le caractère souvent international des opérations incriminées. Le recours à des conventions multilatérales est fortement encouragé et joue un rôle préventif important, en particulier dans un domaine consensuel comme celui de la lutte contre la criminalité financière. Si la signature de tels accords aplanit de nombreuses difficultés, les autorités disposent néanmoins toujours d'une marge de manœuvre en matière de coopération qui n'impose pas toujours la signature de tels accords, comme l'a illustré récemment la Cour de cassation.

II. LES POUVOIRS DE L'AMF ET DE L'ACPR EN MATIÈRE D'ÉCHANGE D'INFORMATIONS HORS CONVENTION

L'arrêt du 2 octobre 2019 valide la position prise par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers en ce qui concerne le droit, pour cette dernière, de demander des informations à un homologue étranger en l'absence de convention¹⁶. Les faits sont connus : peu de temps avant le lancement de l'offre publique amicale de SNCF participations, actionnaire principal de Geodis, sur les titres de cette dernière, les services de l'AMF ont constaté des mouvements anormaux sur les titres Geodis. L'enquête a relevé que l'un des employés de la banque tête de file de l'OPA avait transmis l'information privilégiée à l'un de ses proches qui en avait fait usage. L'enquête avait toutefois nécessité l'obtention d'informations de la part de certaines autorités libanaises. Les mis en cause avaient alors demandé l'annulation de la procédure en s'appuyant sur les articles L. 632-7 et L. 632-16 du Code monétaire et financier ainsi que sur la loi dite « de blocage » qui peut interdire, dans certaines circonstances, le transfert d'informations à des autorités étrangères¹⁷. Ces deux articles régissent, en droit français, le cadre de la coopération internationale. Le premier pose un principe : la coopération suppose la conclusion de conventions avec les autorités étrangères et il est donné, à cette fin, pouvoir à l'AMF et à l'ACPR de conclure de telles conven-

10. La liste des signataires est disponible sur la page suivante : https://www.iosco.org/about/subsection=administrative_arrangement&subsection2=signatories

11. CEPD, Avis n° 4/2019 du 12 février 2019 sur le projet d'arrangement administratif relatif au transfert de données à caractère personnel entre les autorités de surveillance financière de l'Espace économique européen (EEE) et les autorités de surveillance financière hors EEE, disponible sur le site du CEPD : https://edpb.europa.eu/edpb_fr.

12. RGPD, art. 45. Pour une liste des décisions d'adéquation : https://ec.europa.eu/info/law/law-topic/data-protection/international-dimension-data-protection/adequacy-decisions_en.

13. RGPD, art. 46. 3. b)

14. Pour plus de précisions sur ces garanties qui reposent sur un principe de nécessité et de proportionnalité du transfert ainsi que d'un droit d'accès et d'opposition, V. Communication ESMA70-145-457 du 8 octobre 2019, Annexe 2.

15. RGPD, art. 49, 1. d)

16. AMF, Commission des sanctions, 12 avril 2013, Geodis, SAN-2013-10 : *Banque et Droit* n° 150, juillet-août 2013, p. 24, note J.-J. Daigre ; *BJB* n° 7, juillet 2013, p. 345, note J.-P. Pons-Henry et G. Robert ; *Dr. Sociétés* n° 7, juillet 2013, comm. 124, note S. Torck).

17. Loi n° 68-678 du 26 juillet 1968 relative à la communication de documents et renseignements d'ordre financier ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères : Névoit, *Rev. crit. DIP* 1981. 15 ; RFDA, mai-juin 2014, p. 487, comm. N. Lenoir ; *Banque et Droit*, janv.-févr. 2015, p. 26, comm. E. Caradec ; *Banque et Droit* n° 165 et 166, note G. Parléani.

tions. Le second texte, par exception, autorise l'AMF à coopérer avec les autorités étrangères même en l'absence d'accord sous réserve de réciprocité.

Sur la base de ces textes, la Commission des sanctions avait déduit qu'il était possible de mettre en place une coopération internationale même en l'absence d'accord avec une autorité étrangère. L'analyse de la Commission des sanctions était toutefois incomplète puisqu'elle passait sous silence, appliquée à l'espèce, l'exigence de réciprocité imposée à l'article L. 632-16 du Code monétaire et financier.

La procédure a mobilisé les plus hautes autorités puisqu'elle visait à la fois un professionnel du marché et un investisseur. Le premier, soumis au droit disciplinaire, a exercé un recours devant le Conseil d'État qui s'est ainsi prononcé par décision du 16 avril 2016¹⁸. Le second a exercé ses recours devant la Cour d'appel de Paris puis s'est pourvu en cassation permettant à la Cour de cassation de rendre ladite décision.

Les deux décisions sont inégales. Si le Conseil d'État valide l'analyse de l'AMF en ce qui concerne la possibilité de recevoir des informations¹⁹, il n'aborde pas la question de l'application des articles L. 632-7 et L. 632-16 imposant une réciprocité entre autorités de régulation. Or, c'est une question centrale de l'aspect procédural du contentieux. Dit autrement : l'article L. 632-16 du Code monétaire et financier est-il applicable à la fois au transfert de données et d'informations vers l'étranger et à la réception de ces mêmes données depuis l'étranger ? La réponse de la Cour de cassation s'avère plus précise que le Conseil d'État sur ce point. En effet, la Cour précise bien que « [les] articles L. 632-7 et L. 632-16 du Code monétaire et financier ne régissent pas les modalités de recueil d'informations reçues de l'étranger mais seulement celles de la transmission d'informations à l'étranger et ne font pas obstacle à ce que l'AMF utilise, pour les besoins d'une enquête dont elle a la responsabilité, des informations obtenues d'autorités étrangères en dehors de tout accord de coopération préalable ». Faisant ici une lecture attentive du texte, la Cour de cassation relève bien en effet que l'article L. 632-16 du Code monétaire et financier ne gouverne que le transfert à l'étranger d'informations et toute autre forme de coopération plus poussée. Elle écarte donc l'application de l'article L. 632-16 susmentionné en cas de seul recueil d'informations provenant de l'étranger. Dès lors, tant

qu'il n'y a pas eu de transmission d'informations depuis la France vers l'étranger, l'AMF est déliée à la fois de l'exigence de conclure une convention internationale et de celle de vérifier l'existence d'une réciprocité entre elle et l'autorité de régulation concernée, ce qui facilite grandement sa mission.

Plusieurs points doivent être mentionnés en guise de conclusion, au regard de l'évolution de l'environnement normatif. D'une part, la solution de la Cour de cassation paraît transposable à l'ACPR. En effet, la Cour écarte les articles du Code monétaire et financier qui restreignent les pouvoirs de l'AMF. Or ces textes sont soit communs à l'ACPR (art. L. 632-7), soit équivalents à une disposition propre à l'ACPR (art. L. 632-15 du Code monétaire et financier). Cette solution est donc transposable à l'ACPR par analogie. D'autre part, les informations ainsi obtenues peuvent être utilisées par les autorités de régulation si tant est que les organes de sanction des régulateurs s'assurent du respect du principe de loyauté de l'enquête et du respect des droits de la défense au stade contentieux. Enfin, la question de l'avenir même de l'article L. 632-16 du Code monétaire et financier doit être posée. Autorisant la coopération et le transfert d'informations à l'étranger hors convention, cet article se heurte néanmoins aux restrictions issues du RGPD qui imposent la conclusion de conventions d'échanges de données personnelles. Il ne garderait qu'une utilité marginale en cas d'invocation de l'exception posée à l'article 49 du RGPD, c'est-à-dire en cas « de motifs importants d'intérêt public ».

Le recours à des conventions de coopération permet de clarifier les rapports entre autorités requérantes et requises dans le cadre de la coopération internationale. On peut regretter que ce régime conventionnel demeure imparfait et en construction mais l'existence de l'OICV et la volonté nette de la communauté des États de lutter contre les abus de marché devraient renforcer la coopération en usant de cet outil précieux qu'est la convention entre autorités de régulation²⁰. Il n'est demeure pas moins que le cadre de cette coopération, institué dans le Code monétaire et financier, mériterait d'être clarifié, en particulier au regard de la loi de blocage dont il constitue une exception²¹. ■

COOPÉRATION INTERNATIONALE – ABUS DE MARCHÉ – AUTORITÉ EUROPÉENNE DES MARCHÉS FINANCIERS – ESMA – OICV – DONNÉES PERSONNELLES.

18. CE 6 avril 2016, n° 374224, publié au Recueil : Dr. Sociétés n° 6, juin 2016, comm. 107, R. Vabres ; RJDA 2016, n° 695.

19. Le Conseil d'État a ainsi précisé : « Considérant que l'article L. 632-7 du code monétaire et financier fixe les conditions dans lesquelles l'Autorité des marchés financiers peut conclure, avec des autorités homologues, des accords de coopération prévoyant notamment l'échange d'informations ; que l'article L. 632-16 du même code fixe les conditions dans lesquelles l'Autorité peut conduire des activités de surveillance, de contrôle et d'enquêtes à la demande d'autorités étrangères ; que ces dispositions, qui dérogent aux dispositions de la loi du 26 juillet 1968 visée ci-dessus relative à la communication de documents et renseignements d'ordre financier ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères, n'ont ni pour objet ni pour effet de faire obstacle à ce que l'Autorité des marchés financiers utilise, pour les besoins d'une enquête dont elle a la responsabilité, des informations obtenues d'autorités étrangères en dehors de tout accord de coopération préalable ; qu'il était ainsi loisible à l'Autorité de solliciter les autorités libanaises pour obtenir certains renseignements relatifs à l'activité de M.B., alors même qu'elle n'aurait pas au préalable conclu d'accord de coopération avec ces dernières ; qu'il suit de là que le moyen tiré de ce que l'Autorité des marchés financiers aurait obtenu les informations litigieuses au terme d'une procédure irrégulière ne peut qu'être écarté ».

20. Colloque AEDBF-Europe et AEDBF-France : « La coopération européenne et internationale des autorités de supervision en matière bancaire et financière », 15 novembre 2019, actes du colloque à paraître.

21. Th. Bonneau, P. Pailler e.al., Droit financier, 2^e éd., LGD, 2019, n° 1666.