

Ce mémoire a obtenu le Prix 2022 du Meilleur mémoire de Master attribué par la Graduate School Droit de l'Université Paris-Saclay.

université
PARIS-SACLAY
.....
GRADUATE SCHOOL
Droit

Le contenu de ce mémoire est sous licence CC BY-ND.



<https://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/deed.fr>



Année Universitaire 2020-2021

Sami NABI



Brexit et infrastructures de marché

Sous la direction du Professeur Patrick BARBAN

université
PARIS-SACLAY

MASTER 2 Business, Tax & Financial Market Law

Sous la direction des Professeurs Véronique MAGNIER et Yann PACLOT

L'université Paris-Sud / Paris-Saclay (faculté Jean-Monnet, Sceaux), n'entend donner aucune approbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier le Professeur Patrick Barban pour avoir accepté de diriger ce mémoire de recherche et pour les conseils avisés qu'il m'a prodigués.

Je tiens également à remercier les Professeurs Véronique Magnier et Yann Paclot qui nous ont encouragé à faire ce travail de recherche.

PRINCIPALES ABREVIATIONS

AEMF : Autorité Européenne des marchés financiers ou ESMA pour *European Securities and Market Authority*

AMF : Autorité européenne des marchés financiers

BCE : Banque centrale européenne

CCP : *central clearing counterparties* ou contreparties centrales

DCT : Dépositaires centraux de titres

OTC : *Over The Counter* dérivés négociables de gré à gré

QCCP : Qualified *central clearing counterparties* ou contreparties centrales agréées

TFUE : Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne

UE : Union européenne

UMC : Union des marchés de capitaux

Directive Collatéral : Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

Règlement CRR : Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012.

Règlement DCT (ou CSDR) : Règlement (UE) n ° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n ° 236/2012.

Règlement EMIR : Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

Règlement EMIR 2.2 : Règlement (UE) 2019/2099 du Parlement européen et du Conseil 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.

Directive MIF 2 : Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

Règlement MIF 2 (ou MIFIR) : Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012.

SOMMAIRE

Remerciements	3
Principales abréviations	4
SOMMAIRE.....	6
INTRODUCTION.....	7
PARTIE 1 : Les réponses juridiques immédiates à certains enjeux posés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché	10
Chapitre 1 : Le régime des équivalences temporaires	10
Chapitre 2 : Les régimes applicables aux plateformes de négociation britanniques ..	22
PARTIE 2 : Les enjeux futurs posés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché	30
Chapitre 1 : Relocalisation des infrastructures de marché <i>stricto sensu</i> et droit dominant	30
Chapitre 2 : Concentration et risque systémique au sein des infrastructures de marché	38
CONCLUSION	44
BIBLIOGRAPHIE	46
TABLE DES MATIÈRES	54

INTRODUCTION

« Dans un contexte de divergence réglementaire, il nous faut réussir le tour de force de préserver des liens fondamentaux avec le Royaume-Uni, sans pour autant mettre en danger l'intégrité des règles et la stabilité financière de l'UE »¹. Les enjeux de cette dichotomie trouvent leur parfaite illustration dans ce sujet : Brexit et Infrastructures de marché.

Les infrastructures de marché peuvent être entendues en différents sens². En une acception stricte, cette expression inclut nécessairement les systèmes de compensation et de règlement livraison. En une acception plus large, retenue par France Drummond³, il faut y ajouter les plateformes de négociation. Elles constituent un rôle essentiel dans l'appariement des ordres, la conclusion des transactions, leur compensation et leur dénouement, d'autant plus à l'heure de la dématérialisation et de l'informatisation. Elles doivent être en mesure de résister aux risques auxquels leur activité les expose, des enjeux se posent donc en termes de robustesse des systèmes et de leur interconnexion et de leur interopérabilité⁴. Pour toutes ces raisons, elles ont une importance capitale pour la sécurisation des marchés, ce qui explique qu'elles fassent l'objet d'une réglementation précise.

Le Règlement EMIR encadre les systèmes de compensation⁵ et le Règlement DCT la conservation centrale et le système de règlement livraison⁶. Quant aux systèmes de

¹ Nathalie Aufavre et Thomas Carré, « Enjeux du Brexit en matière de compensation », Banque n0843, avril 2020 ; Jean-Baptiste de la Torre, « Brexit : Michel Barnier met ne garde Boris Johnson sur les négociations commerciales à venir avec l'UE », 3 février 2020 : <https://www.lefigaro.fr/conjoncture/michel-barnier-boris-johnson-connaait-la-regle-du-jeu-20200203>.

² CPSS-IOSCO, Principles for Financial Market Infrastructures (PFMIs), avril 2012.

³ France Drummond, *Droit financier - Les institutions – Les activités – Les abus de marché*, Economica, Paris, 2020, p.787.

⁴ Idem. P.790.

⁵ Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

⁶ Règlement (UE) n ° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n ° 236/2012.

négociation, ils sont encadrés par les textes MIF⁷. Les infrastructures visées au paragraphe précédent sont donc essentiellement encadrées par des textes européens. Le Code monétaire et financier comme le Règlement général de l'AMF renvoie d'ailleurs essentiellement à ces règlements et à leurs textes d'application.

Or, le Brexit désigne la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Le 30 mars 2019 a vu le Royaume-Uni devenir un pays tiers à l'Union européenne et le 1er janvier 2021 marque officiellement la fin de la période de transition. En conséquence, le Royaume-Uni n'a plus l'obligation d'être soumis au droit européen. Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait d'ailleurs déclaré le 6 janvier⁸ dernier :

« Je recommande fortement que nous gardions notre autonomie en matière de régulation financière. Et ce même si le prix à payer est l'absence d'équivalences ».

Par ailleurs, malgré ses 1200 pages, l'accord de commerce et de coopération signé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne s'apparente à un « no deal » pour le secteur financier. Le Brexit soulève donc un certain nombre d'enjeux, en particulier en matière d'infrastructures de marché.

Comment faire face aux enjeux soulevés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché ?

Afin de tenter de répondre à cette problématique, il convient d'identifier les enjeux immédiatement posés par le Brexit pour ces différentes infrastructures et les réponses apportées (I). Le caractère temporaire de certaines de ces réponses conduit à analyser les enjeux futurs posés par le Brexit et les possibles solutions à apporter (II).

Le présent mémoire cherche ainsi à donner une vision la plus objective possible des enjeux soulevés par le Brexit et des possibles solutions à apporter. En ce sens, il insiste

⁷ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE ; Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

⁸ Clément et Mathieu Solal, « Stupeur et tremblements à la City : grande oubliée des négociations du Brexit, la Place de Londres paie les pots cassés. L'Union européenne est en embuscade. », AGEFI Hebdo, du 21 au 27 janvier 2021.

particulièrement sur les enjeux pour l'Union européenne à laquelle le Brexit pose de véritables questions, notamment du fait de la localisation actuelle des infrastructures de marché majeures au sein du Royaume-Uni, d'autant plus que l'UE semble moins encline que les Britanniques à accorder des équivalences⁹. Par ailleurs, il convient de noter que si un *Memorandum of Understanding* concernant une coopération structurée en matière de régulation financière a été signé à la fin du mois de mars 2021, ce dernier n'est toujours pas accessible à la date de rédaction du présent mémoire.

⁹ Francesco Martucci, « Brexit et marchés financiers, l'équivalence est encore loin », Le Club des Juristes, 14 avril 2021.

PARTIE 1 : LES REPONSES JURIDIQUES IMMEDIATES A CERTAINS ENJEUX POSES PAR LE BREXIT EN MATIERE D'INFRASTRUCTURES DE MARCHE

Le Brexit a immédiatement posé certains enjeux qui ont conduit les autorités européennes à apporter des réponses rapides à ces derniers. Certaines de ces réponses ont un caractère temporaire comme pour le régime des équivalences applicable aux chambres de compensation et aux dépositaires centraux de titres (Chapitre 1), d'autres semblent plus permanentes en matière de plateformes de négociation (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Le régime des équivalences temporaires

Comme le souligne Anne-Claire Rouaud¹⁰, la possibilité de continuer à bénéficier des services fournis par les contreparties centrales et les dépositaires centraux compte parmi les principaux enjeux du Brexit pour les établissements et les émetteurs français et européens, d'autant plus au regard de l'importance des dépositaires centraux britanniques et plus encore des chambres de compensation britanniques.

Le régime d'équivalences temporaires accordé aux chambres de compensation (A) et aux dépositaires centraux britanniques (B) apporte donc une réponse immédiate bien que provisoire à ces enjeux majeurs du Brexit qui sont explicités dans ce chapitre pour ces deux infrastructures de marché.

¹⁰ Anne-Claire Rouaud, « Le Brexit et ses conséquences en matière de droit financier : Partie 4. Brexit et infrastructures de post-marché », *Banque et Droit* n°196, mars-avr. 2021.

A) Le régime des équivalences temporaires pour les chambres de compensation britanniques

La Commission européenne a adopté le 21 septembre 2020¹¹ une décision d'équivalence du cadre réglementaire applicable aux chambres de compensation britanniques mais ce régime d'équivalence n'est que temporaire. Cette décision d'équivalence ne vaut que pour une période de dix-huit mois à compter du 1^{er} janvier 2021. Il s'agit donc d'un régime provisoire visant à pallier les potentiels risques pour la stabilité financière au regard de la forte concentration du marché de la compensation. Les contreparties centrales britanniques compensent effectivement une part importante du volume des opérations sur dérivés de taux de gré à gré, y compris celles libellées en euros¹². L'objectif de la Commission est ainsi de répondre immédiatement aux principaux enjeux du Brexit, à savoir maintenir l'accès des établissements et des émetteurs français et européens aux contreparties centrales britanniques, leur permettant ainsi de réduire leur exposition sur ces infrastructures tout en laissant le temps aux contreparties centrales établies dans l'Union européenne de poursuivre le développement de leur capacité de compensation¹³.

Pour rappel, les systèmes de compensation constituent un rouage essentiel des infrastructures de marché puisque la compensation constitue une étape intermédiaire essentielle lorsque les titres sont admis aux négociations sur une plateforme ou quand les transactions ont pour objet des dérivés standardisés¹⁴. La transaction est ainsi prise en charge dans un système dit de compensation et le gestionnaire du système, la contrepartie centrale (CCP), envoie au système de règlement-livraison les instructions nécessaires au dénouement de la transaction¹⁵. Le cadre réglementaire applicable à la compensation résulte en grande partie du Règlement européen EMIR du 16 août 2012 et de sa législation

¹¹ Décision d'exécution (UE) 2020/1308 de la commission du 21 septembre 2020 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil

¹² Anne-Claire Rouaud, *opt.cit.*

¹³ AMF, « Brexit : quelles conséquences sur les activités de marché ? », 18 déc. 2020 : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/brexit-quelles-consequences-sur-les-activites-de-marche-0>

¹⁴ V. not. Article 4 Règlement EMIR.

¹⁵ France Drummond, *opt.cit.*, p.830.

déléguée¹⁶. La contrepartie centrale y est d'ailleurs définie comme « une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur¹⁷ »¹⁸. L'article L.440-1 du Code monétaire et financier renvoie d'ailleurs à ce règlement pour définir les chambres de compensation comme « les contreparties centrales ». Il est intéressant de s'attarder un instant sur cette terminologie. Comme le souligne Anne-Claire Rouaud¹⁹, les deux termes, chambre de compensation et contrepartie centrale ne sont pas à l'origine synonymes. La directive MIF semblait d'ailleurs autoriser à distinguer les deux appellations : « système de compensation » et « système de contrepartie centrale »²⁰. Le législateur français a cependant choisi de réunir les deux notions²¹, c'est pourquoi ces deux notions sont employées indifféremment dans ce mémoire. Les systèmes de compensation apparaissent donc comme de formidables instruments de simplification et de sécurisation des instruments financiers dont la dimension transfrontalière et systémique explique les modalités particulières d'agrément dont elles font l'objet et la portée de ce dernier.

Une CCP, si elle est européenne, doit être agréée par l'autorité compétente de l'Etat membre où elle est établie. Ce processus associe désormais étroitement l'AEMF et un collège de superviseurs, d'autant plus qu'un premier pas a été franchi en vue d'une supervision plus intégrée des CCP avec la création d'un comité interne permanent pour les contreparties centrales au sein de l'AEMF : le « comité de surveillance des contreparties centrales »²². Cet agrément suppose de respecter des exigences

¹⁶ Règlement (UE) n°648/2012 du parlement européen et du conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux ; Règlement délégué (UE) 2016/2251 de la Commission 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

¹⁷ Article 2,1) Règlement EMIR.

¹⁸ Voir aussi sur la question de la compensation : Anne-Valérie Le Fur, *La compensation dite multilatérale*, thèse 2002.

¹⁹ T.Bonneau, P. Pallier, A-C.Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, *Droit financier*, LGDJ, Lextenso, Paris, 2019, 616, p.374.

²⁰ Art. 37, 38 et 55 de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

²¹ Art. L.440-1 du Code monétaire et financier.

²² Règlement (UE) 2019/2099 du Parlement européen et du Conseil 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 (Règlement EMIR 2.2).

opérationnelles, de se conformer à des règles de bonne conduite et de respecter une réglementation prudentielle.

L'agrément accordé correspond à l'équivalent du passeport européen des prestataires de services d'investissement et permet d'exercer dans l'ensemble de l'Union européenne. Il permet ainsi une interconnexion aux autres infrastructures de marché, la seule réserve étant la menace pour le fonctionnement harmonieux des marchés financiers ou la création d'un risque systémique²³. Conformément au Règlement EMIR²⁴, les chambres de compensation agréées sont dites « éligibles » ou « QCCPs » au sens du Règlement CRR²⁵. Cette qualification a une grande importance dans la mesure où l'exigence en fonds propres n'est pas la même selon qu'un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement traite avec une QCCP ou une simple CCP. Les QCCPs nécessitent en effet une pondération de risque moins élevée lors du calcul de leurs fonds propres réglementaires. Il y a donc là un enjeu important en termes de risque systémique. Le statut de QCCP n'est cependant pas réservé qu'aux seules CCPs de l'Union européenne. L'AEMF dispose du pouvoir de reconnaître dans l'Union des CCPs établies dans des pays tiers. C'est précisément ce que l'on appelle le régime d'équivalence. Le bénéfice de ce régime nécessite de respecter deux étapes. D'abord la Commission doit avoir pris une décision de reconnaissance de « l'équivalence » de la réglementation applicable aux CCPs concernées, puis les CCPs doivent soumettre à l'ESMA un dossier de reconnaissance du statut de QCCP. Le Règlement EMIR confère en effet le pouvoir à l'AEMF de reconnaître les CCPs de pays tiers dans les conditions prévues à l'article 25 du Règlement EMIR.

Le régime d'équivalence accordé est donc indispensable pour obtenir la reconnaissance d'une chambre de compensation d'un Etat tiers. Dès lors qu'elle est reconnue comme telle,

²³ Article 14, Règlement EMIR.

²⁴ Règlement (UE) n°648/2012, *opt., cit.*

²⁵ Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012

la QCCP concernée peut fournir des services de compensation sur le territoire de l'Union. Les acteurs du marché peuvent alors faire appel à elle pour compenser leurs opérations de dérivés OTC sans qu'elle n'ait à se soumettre à une autre réglementation et à une autre supervision que celles de sa juridiction d'origine. À ce statut de QCCP s'attachent ainsi des conséquences prudentielles très considérables puisque les contreparties centrales reconnues dans le cadre du processus EMIR obtiennent le statut de contreparties éligibles ou « QCCP » dans toute l'Union en vertu du Règlement CRR²⁶ relatif aux exigences de fonds propres. Cela signifie que les établissements de l'Union peuvent appliquer à leurs expositions nettes sur ces QCCPs une pondération de risque moins élevée pour le calcul de leurs fonds propres réglementaires. Les enjeux attachés au régime d'équivalence sont donc de taille. En l'absence de telles équivalences, les CCPs britanniques ne pourraient fournir leurs services au sein de l'Union européenne.

Or, cela poserait problème au regard du volume des transactions exécutées en matière de dérivés et de leur importance systémique.

97% des dérivés de taux d'intérêt, représentant eux-mêmes 75% des contrats dérivés de gré à gré, dont au moins 30% libellés en euros²⁷, sont en effet compensés à Londres. Autrement dit, l'essentiel de la compensation des dérivés est réalisé par l'entité britannique, LCH Ltd, qui compense la majorité des dérivés de taux OTC libellés en euros, ce qui représente la quasi-totalité des contrats financiers. Malgré la montée en puissance de certains acteurs européens tels Eurex, la chambre de compensation de la bourse de Francfort²⁸, l'expérience et l'expertise britannique sont pour l'instant, sur le court terme, difficiles à égaler et rendent difficiles la relocalisation immédiate des CCPs dans la zone euro. C'est pourquoi, la Commission européenne a adopté une décision d'équivalence

²⁶ Règlement (UE) n ° 575/2013, *opt.,cit.*

²⁷ France Drummond, *Opt.cit.*, p.836.

²⁸ *Les Echos*, 29 octobre 2018.

permettant aux acteurs européens du marché de continuer à utiliser les services LCH Clearnet bien qu'elle relève désormais d'un pays tiers²⁹.

Dès 2018, la possibilité d'un Brexit sans accord, dit *Hard Brexit*, avait été anticipé. La Commission avait par une décision du 19 décembre 2018 reconnue l'équivalence du cadre réglementaire britannique applicable aux chambres de compensation mais cette décision n'était valable que jusqu'au 30 mars 2020, sauf à ce qu'un accord de retrait ne soit conclu avant cette date. Après un accord conclu avec la Banque d'Angleterre, trois contreparties centrales établies au Royaume-Uni ont ainsi été reconnues par l'AEMF : LCH Ltd, ICE Clear et LME Clear Ltd. Cette reconnaissance ne devait prendre effet que le jour suivant celui du Brexit et seulement en cas de Brexit sans accord. Face au rapprochement de la perspective d'un Brexit sans accord et face au volume important de transactions compensées dans les chambres de compensation britanniques, la Commission a adopté le 21 septembre 2020 une décision d'équivalence jusqu'au 30 juin 2022.

Dans le contexte du Brexit, des dispositions réglementaires ont fait l'objet d'une modification pour prendre en compte les bouleversements entraînés par ce dernier. Le Règlement EMIR a ainsi été complété par le Règlement EMIR 2.2. Le Brexit avait en effet amené la Commission a proposé le 4 mai 2017 une modification du règlement EMIR avec l'objectif de distinguer les contreparties des pays tiers en fonction de leur importance systémique. Cette proposition a donné lieu au Règlement 2019/2099 dit EMIR 2.2. Conformément aux critères posés à l'article 25.2 bis de ce nouveau règlement, il faut distinguer trois types de CCPs :

- La première catégorie concerne les CCPs non systémiques (catégorie 1), ces dernières restent soumises à la surveillance des autorités compétentes de leur Etat tiers d'origine avec un processus de reconnaissance inchangé par rapport à celui décrit précédemment ;

²⁹ Décision d'exécution (UE) 2020/1308 de la commission du 21 septembre 2020 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil

- La deuxième catégorie concerne les CCPs systémiques (catégorie 2), leur reconnaissance implique des connaissances supplémentaires posées à l'article 25.2 ter, en particulier l'obligation de respecter les exigences prudentielles du règlement EMIR. L'AEMF dispose à leur égard d'un pouvoir d'enquête et de sanction. Elles sont donc soumises à la supervision directe de l'autorité de régulation européenne ;
- La troisième catégorie concerne les CCPs d'« une importance systémique substantielle » dont la reconnaissance par la Commission n'est pas assurée. Cette dernière peut en effet leur refuser le régime d'équivalence et les obliger à localiser totalement ou partiellement leur activité afin d'être autorisée à y offrir leurs services. Si l'AEMF évalue et propose cette désignation, la décision finale est prise par un acte d'exécution de la Commission conformément à l'article 25 quater du Règlement EMIR.

La Commission par une décision d'exécution du 21 septembre 2020 a ainsi adopté une décision d'équivalence du cadre réglementaire britannique applicable aux chambres de compensation qui a permis la reconnaissance par l'AEMF des trois chambres de compensation britanniques : LCH Ltd, ICE Clear Ltd et LME Clear Ltd, toutes trois classées en fonction de leur niveau d'importance systémique pour la stabilité de l'Union européenne et de ses Etats membres. LME Clear Ltd a été classée en catégorie 1 et ICE Clear Ltd et LCH Ltd en catégorie 2. Il reste qu'il s'agit d'une équivalence temporaire et conditionnelle qui pose non seulement la question d'une supervision plus intégrée au niveau de l'Union européenne des CCPs mais surtout de leur relocalisation³⁰, enjeu abordé dans la seconde partie de ce mémoire. L'autorité européenne a d'ailleurs précisé qu'elle réalisera au cours de la période d'équivalence de dix-huit mois, qui court jusqu'au 30 juin 2022, une analyse complète au titre de l'article 25 (2c) d'EMIR afin d'examiner si certaines des chambres de compensation ont une importance systémique telle qu'elles ne devraient pas être reconnues.

³⁰ Nathalie Aufavre et Thomas Carré, « Enjeux du Brexit en matière de compensation », *Banque n°843*, avril 2020.

Par ailleurs, il faut noter que ce régime d'équivalence présuppose de faire bénéficier les systèmes de compensation britanniques des dispositions de la directive « Finalité »³¹. Ces dernières permettent d'éviter que ces systèmes ne soient affectés par l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un des participants. Or, en tant que systèmes de compensation d'un pays tiers, les CCPS britanniques ne pouvaient en bénéficier, seuls les systèmes régis par le droit d'un Etat membre étant concernés. Le considérant 7 de la directive laissait néanmoins la possibilité aux Etats membres d'étendre ces dispositions aux systèmes de compensation des pays tiers. Cette faculté a été mise en œuvre par la loi PACTE en modifiant l'article L.330-1, I, 3^o du Code monétaire et financier³².

Cela vaut pour les dépositaires centraux³³ qui ont également fait l'objet d'une décision d'équivalence.

³¹ Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

³² Cet article étend le bénéfice de ce dispositif à « Tout système régi par le droit d'un pays tiers agissant principalement en monnaie de banque centrale et destiné à exécuter des paiements ou à effectuer le règlement et la livraison d'instruments financiers, auquel une personne régie par le droit français mentionnée au même II est participant direct, lorsque ce système, homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie, après avis de la Banque de France, présente un risque systémique et un niveau de sécurité réglementaire et opérationnel équivalent à celui des systèmes régis par le droit français ».

³³ Voir aussi Anne-Claire Rouaud, *opt.cit.*, III, p.39.

B) Le régime des équivalences temporaires pour les dépositaires centraux britanniques

La Commission a en effet adopté le 25 novembre 2020 une décision d'équivalence concernant le cadre réglementaire britannique applicable aux dépositaires centraux³⁴. Comme pour les chambres de compensation, il s'agit d'une décision d'équivalence temporaire. Il s'agit donc d'une décision provisoire dont l'objectif est aussi de répondre à l'un des principaux enjeux du Brexit : permettre aux émetteurs de l'Union européenne de continuer à utiliser les services des dépositaires centraux britanniques en attendant le développement d'une offre par les dépositaires centraux de l'Union et le transfert de leurs positions³⁵.

Pour rappel, les dépositaires centraux de titres, aussi appelés « CSDs » pour *Central securities depositories*, remplissent des fonctions essentielles pour l'efficacité des marchés financiers et la stabilité du système financier³⁶. Ils sont définis à l'article 2 1-1 du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres dit Règlement DCT ou « CSDR ». L'article L.441-1 du Code monétaire et financier³⁷ renvoie d'ailleurs dans son premier alinéa à la définition posée par ce règlement. Le dépositaire central de titres ou DCT est défini comme « une personne morale qui exploite un système de règlement de titres visé à la section A, point 3, de l'annexe et fournit au moins un autre service de base figurant à la section A de l'annexe ». Cette approche européenne met l'accent sur la fonction de gestion d'un système de règlement de titres ou système de règlement-livraison. Cette fonction constitue cependant

³⁴ Décision d'exécution (UE) 2020/1766 de la commission du 25 novembre 2020 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux dépositaires centraux de titres du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) n 909/2014 du Parlement européen et du Conseil.

³⁵ Anne-Claire Rouaud, *opt., cit., p.39*. ; AMF, « Brexit : quelles conséquences sur les activités de marché ? », 18 déc. 2020 : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/brexit-quelles-consequences-sur-les-activites-de-marche-0>.

³⁶ Thierry Bonneau, *Régulation financière européenne et internationale*, Bruylant, Paris, 2020, p.344 et s.

³⁷ Art.L.441-1 du Code monétaire et financier issu de l'ordonnance n°2015-1686 du 17 novembre 2015 adaptant le droit français au règlement européen.

le dénouement des transactions dans le processus de marché, la dernière étape. Tout dépositaire centrale assume au préalable au moins une autre fonction, à savoir « le service notarial » ou la tenue centralisée des comptes des participants³⁸. Le « service notarial » consiste en l'enregistrement initial des instruments financiers émis dans un compte spécifique afin de vérifier que le nombre d'instruments financiers enregistré aux comptes de ses adhérents correspond bien au montant total de chaque émission. Cet enregistrement est imposé par le Règlement DCT lorsque les titres sont admis sur une plateforme de négociation dans les conditions fixées par la Directive Collatéral³⁹. La fonction de tenue centralisée des comptes des participants consiste à centraliser les comptes de l'ensemble des teneurs de comptes-conservateur, comptes répliquant les inscriptions en comptes présentes dans les comptes-titres de leurs clients. Il s'agit donc d'assurer la circulation des instruments financiers par virement de comptes à comptes, fonction essentielle au transfert de propriété des titres.

En raison de leur rôle essentiel, l'accès au statut de dépositaire central, ou DCT établi dans l'Union européenne, fait l'objet d'un agrément qui suppose le respect de certaines conditions et obligations. L'agrément est délivré par l'Autorité compétente de l'Etat membre d'origine⁴⁰. Cet agrément est demandé pour l'exploitation d'un système de règlement-livraison et au moins l'un des deux services de bases mentionnés dans le précédent paragraphe⁴¹ mais peut être accordé pour la fourniture de ces trois services de bases et de services accessoires non bancaires⁴². Il est subordonné au respect de certaines conditions, notamment :

- Des exigences de capital posées à l'article 47 du Règlement DCT et complétées par les articles 1 à 7 du Règlement délégué DCT 2017/390⁴³ ;

³⁸ Section A, Annexe du Règlement (UE) n° 909/2014, *opt., cit.*

³⁹ Art.3, Règlement (UE) n° 909/2014 *opt., cit.*

⁴⁰ Art.10 Règlement DCT 909/2014.

⁴¹ Section A, Annexe, Règlement DCT 909/2014.

⁴² Section B, Annexe, Règlement DCT 909/2014.

⁴³ Règlement délégué (UE) 2017/390 de la Commission du 11 novembre 2016 complétant le règlement (UE) no 909/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant certaines exigences prudentielles applicables aux dépositaires centraux de titres et aux établissements de crédit désignés qui offrent des services accessoires de type bancaire

- L'approbation d'un programme d'activité précisant le type d'activité envisagée et « l'organisation structurelle »⁴⁴ ;
- L'adoption d'une structure de gouvernance conformément aux exigences des articles 27 et 28 du Règlement DCT.

Le Règlement délégué 2017/392⁴⁵ détaille ces éléments et impose à la personne morale qui sollicite cet agrément d'attester qu'elle est en mesure, au moment de la demande, de se conformer à l'ensemble des exigences financières, prudentielles, organisationnelles et de bonne conduite qu'un DCT doit respecter⁴⁶.

Ces exigences se justifient par l'importance systémique de ces infrastructures, non seulement en raison de leur rôle dans le dénouement des opérations sur titres financiers mais surtout pour leur rôle dans les opérations de politique monétaire des banques centrales de l'Union européenne puisque la plupart des garanties pour ce type d'opérations passe par les systèmes de règlement-livraison⁴⁷ qu'ils opèrent. L'agrément permet ainsi aux dépositaires centraux de bénéficier du « passeport européen », c'est-à-dire de fournir ses services partout dans l'Union européenne⁴⁸. Il lui permet également d'obtenir une connexion aux autres infrastructures de marché⁴⁹.

Or, le Brexit consiste en la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Par conséquent, cette réglementation n'aurait plus vocation à s'appliquer et les dépositaires centraux britanniques ne seraient plus habilités à offrir leur service au sein de l'Union européenne. Cependant, de la même manière que pour les CCPs et conformément à l'article 25 du

⁴⁴ Art. 17, Règlement DCT 909/2014.

⁴⁵ Règlement délégué (UE) 2017/392 de la Commission du 11 novembre 2016 complétant le règlement (ue) no 909/2014 du parlement européen et du conseil par des normes techniques de réglementation sur les exigences opérationnelles, d'agrément et de surveillance applicables aux dépositaires centraux de titres

⁴⁶ Voir notamment article 66 et s. du Règlement délégué 2017/392.

⁴⁷ France Drummond, *opt., cit., p. 861*.

⁴⁸ Art.23, Règlement DCT 909/2014.

⁴⁹ Considérants 38 à 40 et articles 35 et 36 du Règlement MIF 2 ; considérants 34 et 35 et articles 7 et 8 du Règlement EMIR ; considérant 59 et article 53 du Règlement DCT 909/2014.

Règlement DCT, les dépositaires centraux de pays tiers peuvent faire l'objet d'une reconnaissance qui leur permet d'exercer leur activité dans l'Union à condition d'être reconnus par l'AEMF. Une telle reconnaissance suppose que la Commission ait pris une décision d'équivalence, que le DCT concerné soit agréé et soumis à une surveillance effective dans le pays tiers et que des accords de coopération aient été mis en place entre l'AEMF et les autorités de ce pays.

Afin de pallier ce risque de discontinuité des services fournis par le dépositaire central britannique, le 25 novembre 2020⁵⁰, une décision d'équivalence a été adoptée par la Commission et ce pour une période de six mois à compter du 1^{er} janvier 2021. Cette décision a été suivie d'une décision de reconnaissance temporaire par l'AEMF du dépositaire central britannique Euroclear UK & Ireland Limited (EUI) pour une période du 1^{er} janvier au 30 juin 2021⁵¹. Il faut noter que la perspective d'un Brexit sans accord avait été anticipée dès 2018 par une première décision d'équivalence de la Commission, suivie par une autre décision en 2019⁵².

Outre la fourniture des services des dépositaires centraux britanniques au sein de l'Union européenne, le Brexit pose, comme pour les chambres de compensation, la question de la relocalisation de ces infrastructures en son sein⁵³ dans la mesure où le Royaume-Uni n'est plus obligé de se soumettre aux dispositions réglementaires européennes et pourrait décider de s'en affranchir largement, ce qui poserait à terme un problème pour la reconnaissance de ces infrastructures. Ce régime d'équivalence accordé pour les dépositaires centraux, comme pour les chambres de compensation, ne constitue donc pas une réponse pérenne mais une réponse juridique immédiate aux enjeux directement

⁵⁰ Décision d'exécution (UE) 2020/1766, *opt., cit.*

⁵¹ Communiqué de l'ESMA concernant la reconnaissance du dépositaire central britannique – 11 décembre 2020. Press Release, ESMA71-99-1483, « ESMA to recognise Euroclear UK & Ireland Limited (EUI) after Brexit transition period », 11 December 2020.

⁵² Décision d'exécution (UE) 2019/545 de la Commission du 3 avril 2019 modifiant la décision d'exécution (UE) 2018/2030 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux dépositaires centraux de titres du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil.

⁵³ Cette question est plus amplement développée dans le premier chapitre de la seconde partie.

posés par le Brexit. Une solution moins provisoire semble en revanche avoir été choisie pour les plateformes de négociation.

Chapitre 2 : Les régimes applicables aux plateformes de négociation britanniques

Comme le note Patrick Barban ⁵⁴, les plateformes de négociation ou « systèmes de négociation ne font pas partie des infrastructures sensibles particulièrement touchées par le Brexit, à l'inverse des chambres de compensation et des dépositaires centraux de titres. Ils demeurent néanmoins concernés par la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne en raison à la fois de leur statut particulier et de leur rôle charnière puisqu'ils constituent la porte d'entrée au processus de marché ».

Les plateformes de négociation désignent les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (SMN) et les systèmes organisés de négociation ou *Organised Trading Facilities* (OTF)⁵⁵. Les articles L.421-1, L.424-1 et L.425-1 du Code monétaire et financier afférents à ces plateformes de négociation reprennent d'ailleurs la terminologie des textes européens⁵⁶ lorsqu'ils parlent de la rencontre de « multiples intérêts » acheteurs et vendeurs. Les plateformes de négociation sont en effet des systèmes multilatéraux de négociation dans la mesure où elles assurent, facilitent ou organisent en leur sein la rencontre de multiples ordres d'achat et de vente conformément à leurs règles et procédures opérationnelles. Les principaux risques auxquelles elles sont exposées sont ainsi des risques opérationnels. C'est pourquoi les dispositions de la Directive MIF 2 sont venues imposer des exigences supplémentaires transposées dans le Code monétaire et financier aux articles L.420-3 et L.420-8 du Code monétaire et financier

⁵⁴ Patrick Barban, Frida Mekoui, Johan Prorok, Anne-Claire Rouaud, « Le Brexit et ses conséquences en matière de droit financier », *Banque et Droit* n°196, mars-avr. 2021, p. 34.

⁵⁵ Art.4.1.24, Directive MIF2 ; art.L.420-1 Code monétaire et financier.

⁵⁶ Considérant 7 du Règlement MIF 2.

et détaillées par les Règlements délégués⁵⁷. Parmi ces exigences figurent les obligations déclaratives en vue d'assurer une transparence pré-négociation et post-négociation qui visent à assurer la reconstitution d'un marché global. Ces obligations de transparence s'accompagnent d'une obligation de négociation des actions sur les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation ou les internalisateurs systématiques⁵⁸.

Or, le Brexit change la donne. Le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne entraîne en effet un changement de statut des plateformes de négociations britanniques dont les conséquences se répercutent sur les règles juridiques régissant ces plateformes de négociation, en particulier, en matière d'obligation de transparence et d'obligation de négociation des actions.

Les marchés britanniques perdent en effet leur qualification de plateformes de négociation selon l'une des catégories évoquées précédemment pour rejoindre celle de marché de pays tiers. L'Autorité européenne des marchés financiers a effectivement ajouté les plateformes britanniques à la liste des plateformes de pays tiers⁵⁹. Cette qualification entraîne plusieurs conséquences. D'abord, les gestionnaires de ces plateformes ne bénéficient plus du droit de solliciter du public sur ces marchés conformément aux articles L.423-1 et D.423-1 du code monétaire et financier, sauf à bénéficier d'une reconnaissance formelle du Ministre de l'Economie⁶⁰. Ensuite, les membres britanniques des systèmes de négociation perdent le bénéfice du passeport européen dont bénéficient les prestataires d'investissement au sein de l'Union européenne. Les prestataires de service

⁵⁷ Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive ; Règlement délégué (UE) 2017/584 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux plates-formes de négociation ; Règlement délégué (UE) 2017/588 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant le régime de pas de cotation pour les actions, les certificats représentatifs et les fonds cotés.

⁵⁸ Art.23, Règlement MIF 2 (ou MIFIR) - Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

⁵⁹ AGEFI, « L'ESMA a ajouté les plateformes de négociation britanniques dans ses listes de pays tiers », 30 oct. 2020.

⁶⁰ F. Drummond, *opt.cit.*, n°506; P. Barban, *opt.cit.* p.35.

d'investissement de l'Union européenne perdent également le droit d'accès, prévu à l'article 36 de la directive MIF 2, aux marchés britanniques⁶¹.

Ces changements ont des implications sur les règles de fond relatives aux négociations sur lesquelles il convient de s'interroger, en particulier les obligations de transparence (A) et les obligations de négociation des actions ou *Share trading obligation*, en lien avec la question de la double cotation (B).

A) Les obligations de transparence

L'obligation de transparence pré-négociation permet à tout investisseur de connaître en permanence les prix proposés à l'achat et à la vente et de déterminer sur quelle plateforme il peut obtenir les meilleures conditions. Quant à l'obligation de transparence post-négociation, elle permet de comparer les conditions obtenues sur une plateforme avec celles qui ont été consenties sur les autres. La Directive MIF 1 comportait sur ce point des lacunes qui avaient permis l'émergence de *Dark Pools* et de *Crossing networks*. La Directive MIF 2 est donc intervenue pour pallier ces lacunes.

Désormais, il existe une obligation de transparence pré-négociation peu importe la nature de l'instrument et de la plateforme sur laquelle il est négocié à partir du moment où le marché de l'instrument est liquide⁶². Il s'agit de publier en temps réel des prix acheteurs et vendeurs ainsi que l'importance des intentions de négociation exprimées à ces prix. La notion de marché liquide est précisée par le Règlement 2017/567 et varie selon la nature de l'instrument⁶³. Certaines dérogations à cette obligation de transparence pré-négociation ont été néanmoins maintenues bien que mieux encadrées. L'article 4 du Règlement MIF 2 envisage les hypothèses dans lesquelles une telle dérogation peut être accordée pour

⁶¹ Il faut toutefois noter sur ce point que le Royaume-Uni a mis en place un régime de permission temporaire cf. *Temporary Permission Regime* : <https://www.fca.org.uk/brexit/temporary-permissions-regime-tpr>.

⁶² Art. 3 et Article 8, Règlement MIF 2 précisé par les Règlements délégués MIF 2 2017/587 et 2017/588.

⁶³ Cf. Art. 2, 1, 17) a) et b) Règlement MIF 2 ; Art. 1 à 4 du Règlement délégué MIF 2 2017/567.

les actions et instruments assimilés. Des dérogations similaires sont prévues pour les instruments autres que les actions et les instruments assimilés⁶⁴.

Quant à l'obligation de transparence post-négociation, il s'agit de communiquer aux marchés des transactions effectivement réalisées, ce qui implique pour le gestionnaire de publier en temps réel le prix, le volume et l'heure des transactions effectuées « dans la mesure où les moyens techniques le permettent »⁶⁵. Il existe également une dérogation à cette obligation pour certains types d'instruments et en fonction de la taille de la transaction, notamment pour les transactions de taille élevée qui peuvent faire l'objet d'une déclaration différée⁶⁶, délai ramené à la deuxième journée suivant le jour de la transaction par le Règlement MIF 2⁶⁷.

Afin que ces obligations de transparence et de déclaration soient véritablement suivies d'effet, la Directive MIF 2 a créé les « services de communication de données ». La Directive énumère trois nouveaux « services de communication de données »⁶⁸ au titre desquels figure un dispositif de publication agréé ou APA (*Approved Publication Arrangement*). Ce dernier assure pour le compte des prestataires de services d'investissement soumis aux obligations de transparence des articles 20 et 21 du Règlement MIF 2, la publication des rapports de négociation. Il y a également un système consolidé de publication ou CTP (*Consolidated Tape Provider*). Le CTP a une mission de centralisation des informations post-négociation quel que soit le lieu de négociation. L'objectif est d'améliorer l'information du public. Conformément aux dispositions du Règlement délégué MIF 2 2017/565, ils doivent donc mettre ces informations à disposition du public dans des délais aussi proches du temps réel que possible et ce en fonction des moyens techniques⁶⁹.

⁶⁴ Art.9, Règlement MIF 2.

⁶⁵ Art. 6 et 10 du Règlement MIF 2.

⁶⁶ Art. 7, Règlement MIF 2 pour les actions et instruments assimilés, art.11 pour les autres instruments ; art.15, Règlement délégué MIF 2 2017/587 et art.8, Règlement délégué MIF 2 2017/583.

⁶⁷ V. tableaux Règlement4 et s. de l'Annexe 2 du Règlement délégué MIF 2017/587.

⁶⁸ Section D, Annexe 1 de la Directive MIF 2, dispositions transposées à l'article L.323-1 Code monétaire et financier.

⁶⁹ Art. 84 à 89, Règlement délégué MIF 2 2017/565.

Or, le Brexit fait des plateformes de négociation britanniques des plateformes de pays tiers. Dès lors, qu'en est-il de ces obligations de transparence, en particulier de l'obligation post-négociation, d'autant plus que le régulateur des marchés britanniques s'apprêterait à « détricoter » certaines de ces règles⁷⁰ ? Quel est l'impact du Brexit sur ces dernières ?

L'Autorité européenne des marchés a apporté plusieurs éclaircissements sur ce point, notamment sur la question des obligations de transparence post-négociation et de limites de position dans le cadre de la Directive MIF 2 et de MiFIR⁷¹. L'AEMF rappelle donc qu'à l'issue de la période de transition, les plateformes de négociation établies au Royaume-Uni ne sont plus considérées comme des plateformes de négociation de l'UE. Par conséquent, les transactions conclues sur les plateformes de négociation britanniques sont considérées par principe comme des transactions de gré à gré et soumises aux exigences de transparence post-négociation conformément aux articles 20 et 21 de MiFIR. En outre, les dérivés sur matières premières négociés sur les plateformes de négociation britanniques pourraient, sous réserve de remplir certaines conditions, être considérés comme des contrats EEOC (*economically equivalent over-the-counter*) pour le régime de la limite d'exposition.

Or, afin d'éviter la double déclaration et l'inclusion des contrats dérivés sur matières premières négociés sur des plateformes de négociation de pays tiers dans le régime de limite de position, l'AEMF a publié en 2017 deux communications sur les plateformes de négociation de pays tiers dans le cadre de MIF 2 et MiFIR⁷². La première a précisé que les entreprises d'investissement négociant sur des plateformes de négociation de pays tiers répondant à un ensemble de critères ne sont pas tenues de rendre les transactions

⁷⁰ Sophie Rolland, « Londres s'apprête à détricoter la régulation sur le trading actions dès janvier », *Les Echos*, 18. Déc. 2020.

⁷¹ Communication de l'ESMA sur l'impact du Brexit sur l'application de MIF2 – 1er octobre 2020 - Public statement, ESMA 70-155-10962, "Impact of Brexit on the application of MiFID II/MiFIR", 1st October 2020.

⁷² ESMA 70-154-467, Public statement et ESMA 70-156-466, Public statement.

publiques dans l'UE via un APA. La deuxième a indiqué que les contrats dérivés sur matières premières négociés sur des plateformes de négociation de pays tiers répondant à un ensemble de critères ne sont pas considérés comme des EOTC pour le régime de limite de position.

Ainsi, après avoir évalué l'impact du Brexit sur l'application de la Directive MIF 2 et MiFIR, l'AEMF confirme que depuis le 1^{er} janvier dernier, les entreprises d'investissement de l'Union européenne ne sont plus tenues de rendre publiques les transactions via un intermédiaire de déclaration post-trade (APA) européen si elles ont été exécutées sur l'une des plateformes de négociation britanniques ajoutées à la liste des pays tiers. Il reste à voir ce qu'il en est pour l'obligation de négociation des actions.

B) L'obligation de négociation des actions ou *Share Trading Obligation*

L'article 23 du Règlement MIF 2 impose que toutes les transactions sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé ou négociées sur une plateforme de négociation soient effectuées sur une plateforme de négociation ou par internalisation systématique. Seules les transactions non systématiques, *ad hoc*, occasionnelles, et peu fréquentes, ou les transactions exécutées entre professionnels et/ou contreparties éligibles ne contribuant pas à la formation des prix peuvent se faire de gré à gré⁷³. Cette obligation permet de limiter la part des transactions exécutées de gré à gré. L'exécution de gré à gré des actions est ainsi limitée aux transactions non systématiques, *ad hoc*, occasionnelles, et peu fréquentes ou aux transactions exécutées entre professionnels et/ou contreparties éligibles et ne contribuant pas à la formation du prix.

⁷³ L'article 2 du Règlement délégué MIF 2 explicite les cas dans lesquels une transaction ne contribue pas au processus de découverte des prix.

Or, avec le Brexit, les plateformes du Royaume-Uni ne sont plus soumises à l'obligation de négociation des actions européennes. Qu'en est-il alors de cette obligation de négociation ou *Share Trading obligation* ?

En l'absence d'équivalence de la part de la Commission concernant la Directive MIF2 et le Règlement MIF 2, les actions admises aux négociations sur une plateforme britannique ne sont plus soumises à l'obligation et leur identification procède de leur numéro d'identifiant unique ou ISIN (*International Securities Identification Number*)⁷⁴. De plus, concernant les actions admises à la négociation à la fois sur une plateforme européenne et une plateforme britannique, il n'est pas possible pour un prestataire de service d'investissement d'acquérir les actions sur la plateforme britannique sans avoir un motif légitime justifiant une dérogation⁷⁵.

Or, l'AEMF considère que le nombre d'ISIN de l'Espace Economique Européen négocié sur une plateforme britannique en livre sterling est limité⁷⁶ et que la négociation de ces actions peut raisonnablement être considérée comme non systématique, *ad-hoc*, occasionnelle et peu fréquente. Par conséquent, ces transactions ne sont pas soumises à l'obligation de négociation conformément à l'article 23 du Règlement MIF 2. Ainsi, comme le fait remarquer Patrick Barban : « les conséquences du Brexit sur l'obligation de négociation sur actions et assimilés sont donc pour le moment, neutralisées »⁷⁷.

Il convient noter qu'il existe une obligation de négociation pour certains produits dérivés conformément à l'article 28 du Règlement MIF 2. Certains dérivés doivent ainsi être négociés sur des plateformes de négociation de l'Union ou de pays tiers si une décision d'équivalence est intervenue. Cependant, étant donné que les plateformes de dérivés ont

⁷⁴ ESMA70-155-7782, Public Statement: "Brexit : Impact of the end of the transition period on 31 December 2020 on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR)"

⁷⁵ Cf. supra Art. 23 paragraphe 1 du Règlement MIF 2.

⁷⁶ L'AEMF précise en effet que : "EU wide data available to ESMA shows that shares with an EEA ISIN traded on UK trading venues in GBP are limited in number (less than 50) and account for a small proportion of the EU total trading activity (less than 1%)" – ESMA70-155-7782.

⁷⁷ Patrick Barban, *opt., cit.*, p 36.

implanté des plateformes équivalentes au sein de l'Union européenne, l'AEMF a estimé que se conformer à cette obligation ne présentait pas de risque⁷⁸.

Cette question sur l'obligation de négociation des actions peut amener à en examiner une autre : celle de la libre cotation. Sur ce point, l'article 51, au paragraphe 5, précise que les émetteurs de titres admis aux négociations sur un marché réglementé ne peuvent pas s'opposer à une citation sur un marché réglementé⁷⁹.

En résumé, il n'y a pas d'équivalence pour les plateformes de négociation britanniques qui font partie des plateformes de pays tiers, ce qui entraîne des conséquences quant aux règles applicables, en particulier quant aux obligations de transparence et l'obligation de négociation des actions. Les chambres de compensation et les dépositaires centraux ont à l'inverse fait l'objet d'une décision d'équivalence de la Commission quant au cadre réglementaire qui leur est applicable. Mais ce régime d'équivalence n'est que temporaire. Il revêt dès lors un caractère provisoire dont l'objectif est de pallier certains enjeux immédiats du Brexit mais ce dernier pose en réalité d'autres enjeux futurs en matière d'infrastructures de marché, plus profonds, qui sont abordés dans la seconde partie.

⁷⁸ ESMA 70-155-8842, Public Statement: "Brexit: Impact of the end of the transition period on 31 December 2020 on the trading obligation for derivatives (Article 28 MiFIR)".

⁷⁹ Patrick Barban, *opt., cit.*, p.37.

PARTIE 2 : LES ENJEUX FUTURS POSES PAR LE BREXIT EN MATIERE D'INFRASTRUCTURES DE MARCHE

Le Brexit pose à terme des enjeux pour les infrastructures de marché, notamment quant à la relocalisation de ces dernières au sein de l'Union européenne, le droit dominant étant déterminé par leur localisation (Chapitre 1). Cette relocalisation est susceptible d'engendrer une concentration des risques au sein de ces infrastructures et par conséquent une augmentation du risque systémique dont la gestion nécessiterait une supervision plus intégrée qui amène à reconsidérer la question de l'Union des marchés de capitaux (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Relocalisation des infrastructures de marché *stricto sensu* et droit dominant

Le Brexit pose effectivement à terme l'enjeu de la relocalisation des infrastructures de marché *stricto sensu*, les plus importantes d'entre elles étant pour l'instant installées au Royaume-Uni (A), ce qui conduit à s'interroger sur un autre enjeu : celui du droit dominant (B).

A) La relocalisation des infrastructures de marché *stricto sensu*⁸⁰

La question de la relocalisation des infrastructures de marché *stricto sensu* constitue un enjeu crucial, en particulier au regard de leur importance systémique, d'autant plus que, comme cela a été exposé dans la première partie, le régime d'équivalence accordée aux chambres de compensation et aux dépositaires centraux n'est que temporaire. En d'autres

⁸⁰ Cette expression désigne ici les chambres de compensation et les dépositaires centraux.

termes, il s'agit d'une situation provisoire dont la pérennité n'est donc pas assurée. Le cadre réglementaire britannique pourrait très bien évoluer en un sens qui rendrait caduques les conditions sur la base desquelles un régime d'équivalence avait été accordé pour ces infrastructures. L'AEMF a d'ailleurs précisé dans un Communiqué concernant les dépositaires centraux que cette période d'équivalence leur laissait le temps de transférer leurs positions vers des dépositaires de l'Union et à ces derniers de développer leur offre⁸¹. L'AEMF a également indiqué dans un communiqué du 28 septembre 2020 concernant les chambres de compensation⁸², repris par l'AMF⁸³, qu'elle réalisera au cours de la période d'équivalence une analyse complète au titre de l'article 25 (2c) du Règlement EMIR afin d'examiner si certaines des chambres de compensation britanniques sont d'une importance telle qu'elles ne doivent pas être reconnues pour fournir certains services dans l'Union. Par ailleurs, la compensation en dehors de l'Union européenne d'un volume important des opérations sur dérivés en euros soulève des enjeux de souveraineté. Dès lors, se pose la question de la relocalisation des infrastructures de marché au sein de l'Union européenne, voire plus précisément, celle de savoir s'il faut modifier la réglementation européenne pour imposer la compensation de certaines opérations sur dérivés au sein de l'Union européenne.

Cette question avait déjà été soulevée lors d'une affaire portée devant le Tribunal de l'Union européenne⁸⁴. La Banque Centrale Européenne (BCE) avait cru pouvoir exiger dans un acte de *soft law*⁸⁵ que certaines contreparties centrales soient localisées dans la zone euro. La BCE considérait en effet que le bon fonctionnement des systèmes de paiement était susceptible d'être affecté en cas de dysfonctionnement des contreparties centrales participant au règlement ou à la compensation des contreparties en euros. C'est pourquoi, elle voulait que les contreparties dépassant certains seuils soient localisées dans la zone euro. Le Royaume-Uni a alors saisi le Tribunal de l'Union européenne. Ce

⁸¹ ESMA 71-99-1483, Press Release, "ESMA to recognise Euroclear UK & Ireland Limited (EUI) after Brexit transition period", 11 December 2020.

⁸² ESMA 77-99-1403, Public Statement, "ESMA to recognise three UK CCPS from 1 January 2021".

⁸³ <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/brexit-quelles-consequences-sur-les-activites-de-marche-0>

⁸⁴ 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 no3, mai 2015, comm. 109, note Th. Bonneau.

⁸⁵ T.Bonneau, P. Pallier, A-C.Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, LGDJ, Lextenso, Paris, 2019, 646.

dernier, interprétant les textes du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) relatifs au Système européen des banques centrales (SEBC) et aux missions de la BCE, a considéré qu'elle n'était pas compétente pour régir les systèmes de compensation de titres. En conséquence, elle ne pouvait imposer aux contreparties une obligation de localisation dans la zone euro. Seule une modification de la réglementation européenne permettrait d'imposer une telle obligation. Or, avec le Brexit, cette question redevient d'actualité.

Le régime d'équivalence accordé aux infrastructures de marché n'est en effet que temporaire et donc provisoire⁸⁶. Il s'agit de décision à court terme pour limiter les effets immédiats du Brexit et préserver la stabilité financière au sein de l'Union européenne. A plus long terme, la question de la relocalisation des infrastructures de marché se pose donc, notamment en raison du risque de divergence réglementaire que le Premier ministre britannique comme le gouverneur de la Banque d'Angleterre n'exclut pas⁸⁷. La relocalisation de ces infrastructures est d'ailleurs prônée par le Président de l'Autorité des marchés financiers, Robert Ophèle⁸⁸. La relocalisation présente effectivement un enjeu tant du point de vue de la réglementation que de la supervision dans le contexte du Brexit. L'absence de relocalisation revient à confier la supervision d'infrastructures de marché sensibles à un pays tiers et revient ainsi à abandonner toute idée de souveraineté financière européenne⁸⁹. Ce problème présente une acuité particulière en ce qui concerne les chambres de compensation sur les produits dérivés, notamment parce que la tendance naturelle du marché dans ce domaine est à « la concentration des opérations pour chaque classe d'actifs, sur un nombre limité de contreparties »⁹⁰. La position quasi monopolistique

⁸⁶ Cf. Partie 1, Chapitre 1 du présent mémoire.

⁸⁷ Boris Johnson rappelle régulièrement que le Royaume-Uni « prendra toutes les libertés que le Brexit peut lui donner », *Financial Times*, 23 février 2019 ; Nathalie Aufavre et Thomas Carré, *op.cit.* ; Introduction du présent mémoire, Andrew Bailey.

⁸⁸ Discours de Robert Ophèle, président de l'AMF 'La régulation financière à l'épreuve du Brexit' - Club finance HEC Paris - 20 février 2019

⁸⁹ Interview croisée de Robert Ophèle et Stéphane Giordano par Edouard-François de Lencquesaing, « Souveraineté européenne et infrastructures de marché à l'heure du Brexit », *Confrontations Europe n°34*, septembre-novembre 2020.

⁹⁰ *Idem*.

de LCH Ltd dans la compensation des dérivés de taux OTC libellés en euros en offre une illustration⁹¹. L'intérêt de la relocalisation de ces infrastructures prend alors tout son sens.

Deux outils juridiques sont disponibles avec EMIR⁹² pour mettre en place cette relocalisation. Le premier consiste à classer les chambres de compensation britanniques dans la catégorie des CCPs « d'une importance systémique substantielle » les obligeant à relocaliser leur activité au sein de l'Union européenne⁹³. LCH Ltd a par exemple fait l'objet d'une classification de catégorie 2 par l'AEMF. Il est possible de s'interroger sur une telle classification au regard de sa position sur la compensation des dérivés de taux OTC libellés en euro puisqu'elle reflète la concentration excessive des acteurs européens à l'égard de cette dernière. Or, cette concentration est un facteur de risque potentiel pour la stabilité financière de l'UE. L'AEMF a ainsi indiqué profiter de la période d'équivalence pour procéder à des examens supplémentaires afin de décider de classer cette CCP dans la catégorie des CCPs « d'une importance systémique substantielle » ou non⁹⁴. Le second outil juridique consiste à ne plus reconnaître l'équivalence du cadre réglementaire britannique et, par conséquent, à ne plus reconnaître les CCPs britanniques. La période d'équivalence temporaire permet de réfléchir à cette question importante dans la mesure où des enjeux de souveraineté et de sécurité sont attachés à la localisation de ces services dans l'Union européenne⁹⁵, ce qui amène à considérer un autre enjeu lié au Brexit : celui du droit dominant.

⁹¹ 97% des dérivés de taux OTC libellés en euros sont compensés sur LCH Ltd cf. F.Drummond, *Droit financier: Les institutions - les activités - les abus de marché*, Ed. Economica, Paris, 2020, 998, p.237.

⁹² L'article 25.2 bis du nouveau Règlement EMIR 2019/2099 distingue en effet trois types de CCP en fonction de leur importance systémique cf. Chapitre 1, A) du présent mémoire.

⁹³ Nathalie Aufavre et Thomas Carré, « Enjeux du Brexit en matière de compensation », *Banque n°843*, avril 2020.

⁹⁴ Cf.supra.

⁹⁵ Alban Caillemer du Ferrage, « L'impact du Brexit sur les infrastructures de marché », *RD banc.fin. N°6*, Novembre 2017, dossier 37.

B) L'enjeu du droit dominant⁹⁶

La localisation de ces infrastructures de marché tend en effet à déterminer le droit applicable qui devient alors le droit dominant du fait de la tendance à la concentration des opérations sur ces infrastructures. Cela est particulièrement vrai pour les chambres de compensation sur produits dérivés parce que « la tendance naturelle du marché dans ce domaine est à la concentration des opérations pour chaque classe d'actifs, sur un nombre limité de contreparties, avec le plus souvent une chambre fortement dominante à l'échelle mondiale »⁹⁷. La relocalisation de ces infrastructures au sein de l'Union européenne implique ainsi l'application de la réglementation européenne de façon certaine et pérenne et pas seulement de manière provisoire grâce à un régime d'équivalence temporaire.

De plus, l'idée d'une telle relocalisation consiste en ce que les titres et contrats émis par des émetteurs de l'Union et libellés dans une devise de l'Union aient vocation à être traités dans l'UE, ce qui implique la relocalisation d'au moins deux types de contrats : les contrats sur les swaps de taux en euros et le « Future court terme » dont Christian Noyer, le gouverneur honoraire de la Banque de France et le représentant spécial sur le Brexit pour les questions financières, recommandait déjà la relocalisation en zone euro⁹⁸. Or, en pratique, droit applicable et juridiction compétente sont souvent liés. En conséquence, avec le Brexit, le droit anglais et les juridictions britanniques pourraient être moins souvent désignés pour régler les litiges relatifs à ce type de contrat⁹⁹. Le Brexit conduit alors à se demander : quelle place peut avoir le droit français pour ce type de contrats dérivés au regard de la prééminence actuelle du droit anglais ?

⁹⁶ Cette expression désigne, dans le présent mémoire, parmi les droits applicables, celui qui est plus usité car il semble s'imposer le plus naturellement du fait de son pragmatisme et de son caractère adapté pour les transactions financières sur les infrastructures de marché, notamment en matière de contrats portant sur des produits dérivés compensés. L'objectif des éléments avancés ici consiste à démontrer que le Brexit amène à s'interroger sur le droit applicable à ces opérations, particulièrement en raison de la relocalisation qu'il est susceptible d'engendrer, et ainsi à reconsidérer la place du Droit français en la matière.

⁹⁷ Interview croisée de Robert Ophèle et Stéphane Giordano par Edouard-François de Lencquesaing, *Opt., cit.*

⁹⁸ Christian Noyer, « Toute la compensation des swaps de taux en euros devrait logiquement migrer vers l'UE », *RB n°843*, avril 2020.

⁹⁹ Alban Caillemer du Ferrage, « L'impact du Brexit sur les infrastructures de marché », *RD banc.fin. N°6*, Novembre 2017, dossier 37.

Dès 2017, Alban Caillemer du Ferrage voyait dans le Brexit l'occasion de promouvoir l'usage du droit français et l'opportunité « d'imposer le recours à une juridiction française dans le cadre de litiges sur la compensation des dérivés de taux »¹⁰⁰. Il indiquait que les travaux de modernisation du Droit français allaient dans ce sens. Le Droit français pourrait ainsi devenir un droit applicable en la matière, et plus encore, occuper une place prépondérante dans ce domaine et en ce sens s'imposer comme un droit dominant¹⁰¹. A ce titre, il est intéressant de se pencher sur le Contrat-cadre ISDA de Droit français et en particulier sur ce qu'en dit le rapport du Haut Comité Juridique de la Place de Paris du 5 novembre dernier¹⁰².

Ce Contrat-cadre ISDA de Droit français a été publié en juin 2018. Il s'agit d'une version régie par le Droit français du Contrat-cadre ISDA de 2002 et du premier contrat-cadre de droit civil publié par l'ISDA. L'objectif affiché d'un tel contrat-cadre est, dans le contexte du Brexit, de permettre aux acteurs de marché au sein de l'Union de répondre en particulier à un des problèmes épineux soulevés par le Brexit : la perte du bénéfice du système de coopération judiciaire européen pour les décisions de justice rendues par les tribunaux anglais. Comme le rappelle le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, Il existe en effet trois composantes essentielles dans le choix du droit régissant une opération financière :

- La modernité du droit des contrats ;
- L'efficacité du régime du *netting* ;
- L'expertise et la prévisibilité des tribunaux dont la compétence dérive souvent du choix de la loi désignée.

¹⁰⁰ *Idem*.

¹⁰¹ L'expression désigne ainsi dans le présent mémoire un droit applicable qui sans être le seul s'impose néanmoins comme le plus usité. Cette expression est aussi employée par Stéphane Giordano, Président de l'AMAFI cf. Interview croisée de Robert Ophèle et Stéphane Giordano par Edouard-François de Lencquesaing, *Opt.*, *cit*.

¹⁰² Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport Contrat-cadre ISDA 2002 (Droit Français)*, 5 novembre 2020.

Le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris constate également que, si par le passé le Droit français pouvait être critiqué pour son manque de pragmatisme, la réforme du droit des obligations et du droit de la preuve fait du Droit français un droit moderne adapté aux contrats sur opérations financières. Le Droit français des contrats a en effet fait l'objet d'une réforme en 2016¹⁰³ le rendant plus intelligible et plus accessible¹⁰⁴. Cette réforme repose sur deux principes essentiels : la liberté contractuelle et la sécurité contractuelle. Le premier est réaffirmé à l'article 1102 du Code civil, sous réserve de toute règle d'ordre public ou règle spéciale. Ce principe marque une préoccupation d'efficacité économique dans le Droit français des contrats. Celle-ci est d'autant plus marquée que la refonte du droit des obligations simplifie les transferts de créance et les cessions de dettes comme de contrats¹⁰⁵. Le second principe sur la sécurité contractuelle est réaffirmé à l'article 1103 du Code civil : « Les contrats légalement formés tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faits ». L'article 1221 du Code civil apporte une garantie supplémentaire en garantissant l'exécution forcée en nature pourvu que le coût n'en soit pas manifestement disproportionné. Le Droit français apporte ainsi une sécurité juridique recherchée par les marchés.

Concernant le régime du *netting* en Droit français, ce dernier a prouvé son efficacité. D'origine européenne¹⁰⁶, ce régime a été transposé en droit français aux articles L.211-36 et suivants du Code monétaire et financier. Cela signifie que le Droit français reconnaît le caractère résiliable des conventions de compensation relatives aux obligations financières, les conventions-cadre ISDA incluses, ainsi que la possibilité de compenser en un solde unique les dettes et les créances afférentes¹⁰⁷. Plus encore, le Droit français reconnaît le *netting* multilatéral pour les opérations de dérivés compensées par des contreparties centrales. Un régime de collatéral vient d'ailleurs en complément du régime du *netting* et s'applique aux garanties financières des conventions de compensation¹⁰⁸. Ce

¹⁰³ Ordonnance du 10 février 2016 n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations entrée en vigueur le 1^{er} octobre et ratifiée le 20 avril 2018.

¹⁰⁴ Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *opt., cit.*

¹⁰⁵ Titre IV, Code civil.

¹⁰⁶ Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière - Directive collatérale.

¹⁰⁷ Art.L.211-36-1 du Code monétaire et financier.

¹⁰⁸ Art. L. 211-38 du Code monétaire et financier.

régime permet de déroger au droit des procédures collectives. Il offre une protection au collatéral reçu depuis sa constitution jusqu'à son exécution. L'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du constituant ne saurait donc l'entraver¹⁰⁹.

Enfin, plusieurs décisions récentes de la Cour de cassation semblent démontrer que le juge français dispose d'une bonne compréhension des opérations de marché sur produits dérivés. A titre d'exemple, la Cour avait eu à juger d'opérations portant sur des produits dérivés et conclues à titre de garanties. Dans un arrêt du 28 mars 2018¹¹⁰, la Cour de cassation a ainsi jugé que, sauf stipulation expresse, « la résiliation anticipée d'un crédit ne devait pas entraîner la résiliation de l'opération de couverture, laquelle faute d'un tel accord devait survivre de manière parfaitement autonome ». Une telle décision montre la sécurité juridique qu'offre le droit français en la matière. De plus, en vertu du Règlement Bruxelles 1 bis¹¹¹, ces jugements bénéficient de l'exécution directe et automatique au sein de l'Union européenne sans qu'une procédure d'*exequatur* ne soit nécessaire¹¹².

Ces arguments montrent que le Droit français est non seulement applicable pour les contrats sur produits dérivés en matière de compensation mais encore qu'il présente tous les atouts pour s'imposer à terme comme un droit dominant. Certes, comme le note le rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, le Contrat-cadre ISDA de Droit français n'est pas encore le plus usité et le droit anglais, la *Common law*, reste pour l'instant le droit dominant en la matière. Néanmoins, le Brexit est susceptible de changer la donne avec la relocalisation probable des infrastructures de marché, en particulier des chambres de compensation au sein de l'Union européenne, la majorité des Etats de l'Union européenne étant des Etats de droit civil¹¹³.

¹⁰⁹ Art. L.211-40 du Code monétaire et financier.

¹¹⁰ Cass.com., 28 mars 2018, n°16-23798 ; voir aussi Cass. Com, 5 septembre 2018, n°17-11264.

¹¹¹ Règlement (UE) no1215/2012 du parlement européen et du conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale.

¹¹² Cela n'est théoriquement plus le cas pour le Royaume-Uni cf. Jean-Sébastien Bazille et Yohan Bendao, « Hard Brexit judiciaire, le Royaume-Uni peut-il choisir sans renoncer ? », *La semaine du droit* n°12, mars 2021.

¹¹³ Sur 27 Etats membres, seuls Chypre, l'Irlande et Malte restent attachés à la Common Law cf. Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, opt., cit.

Cependant, si la relocalisation de ces infrastructures présente un avantage de ce point de vue et un intérêt en termes de souveraineté et de fragmentation des marchés, elle est susceptible d'entraîner une concentration des risques systémiques au sein de l'Union européenne.

Chapitre 2 : Concentration et risque systémique au sein des infrastructures de marché

Le Brexit amène à considérer la relocalisation des infrastructures de marché comme un enjeu clé en termes opérationnels et de souveraineté. Il semble en effet difficile de prôner une intégration plus importante des marchés si des infrastructures majeures continuent à être localisées hors de l'Union européenne. Cette relocalisation est néanmoins susceptible d'entraîner une concentration des risques systémiques au sein de l'Union européenne.

C'est pourquoi, il convient, afin de gérer cette concentration des risques, de se diriger vers une supervision européenne des infrastructures de marché plus intégrée (A). Le Brexit conduit ainsi à s'intéresser à un autre enjeu : celui de l'Union des marchés de capitaux (B).

A) Une supervision européenne des infrastructures de marché nécessairement plus intégrée

Le Brexit met effectivement en avant l'enjeu de la relocalisation des infrastructures de marché au sein de l'Union européenne. Or, cette relocalisation risque de mener à une concentration des risques systémiques au sein de l'UE. Cela est particulièrement vrai pour les chambres de compensation. Il faut donc trouver le bon équilibre « entre efficacité

opérationnelle en situation normale de marché et gestion des externalités négatives en situation de stress extrême »¹¹⁴. Dans cet objectif, comme le dit Robert Ophèle, une supervision européenne intégrée des principales infrastructures de marché, c'est-à-dire directement centralisée par L'AEMF, est nécessaire¹¹⁵. Or, pour l'instant les infrastructures localisées dans l'Union font l'objet d'une supervision fragmentée et essentiellement nationale.

L'AEMF a bien un pouvoir de surveillance des marchés mais pour l'instant, l'exercice de ce pouvoir direct est limité aux agences de notation et aux référentiels centraux, pour lesquels elle dispose d'un pouvoir d'enregistrement et de sanction.

Le règlement du 11 mai 2011 attribue ainsi à l'Autorité européenne des marchés financiers une compétence générale et exclusive pour enregistrer les agences de notation¹¹⁶. Cet enregistrement n'est pas automatique. À l'image de l'agrément des prestataires de services d'investissement accordé par les autorités nationales, l'AEMF a le pouvoir d'écarter toute demande d'enregistrement. Par exemple, pour l'année 2013, trois nouvelles agences ont été enregistrées et deux dossiers ont été rejetés¹¹⁷. Si l'AEMF prononce une décision de refus d'enregistrement, un recours est possible devant la commission de recours des autorités de surveillance, comme le montre une affaire récente¹¹⁸. Le règlement n°513/2011 détaille le déroulement de la procédure d'enregistrement et le processus de surveillance a posteriori qui peuvent conduire l'Autorité à demander à l'agence concernée un certain nombre d'informations sur l'étendue de ses activités. Les référentiels centraux sont comme les agences de notation soumis à la surveillance de

¹¹⁴ Interview croisée de Robert Ophèle et Stéphane Giordano par Edouard-François de Lencquesaing, *Opt.,cit.*

¹¹⁵ *Idem.*

¹¹⁶ Règlement n° 513/2011 du parlement européen et du conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit., considérant 6 et article 5.

¹¹⁷ Rapport annuel 2013 de l'ESMA : RD bancaire et fin. 2014, comm. 123, note Anne-Catherine Muller.

¹¹⁸ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, 10 January 2014, Global Private Rating Company « Standard Rating » Ltd against a decision of the European Securities and Markets Authority.

l'AEMF. Les modalités d'enregistrement, valables sur l'ensemble du territoire de l'Union européenne, sont précisées dans le règlement EMIR¹¹⁹.

Concernant le pouvoir d'enquête de l'AEMF pour les agences de notation, ce dernier a été mis en œuvre dans le cadre de la notation des dettes souveraines. Il a ainsi conduit à un rapport d'enquête mettant en évidence de nombreux dysfonctionnements au sein des agences de notation, notamment dans la gestion des conflits d'intérêt. L'AEMF peut mener toutes les enquêtes nécessaires auprès des personnes visées à l'article 23 ter du Règlement n° 513/2011. Ces dernières peuvent ensuite déboucher sur des sanctions si le comportement de l'agence concernée apparaît en violation avec le droit de l'Union européenne. Précisément, « une agence de notation de crédit est censée avoir commis délibérément une infraction si l'AEMF constate que des facteurs objectifs démontrent que l'agence de notation de crédit ou sa haute direction a délibérément agi dans le but de commettre cette infraction »¹²⁰. À cette fin, l'article 24 du règlement n° 1060/2009 modifié prévoit que si l'AEMF constate une infraction, elle peut prendre une ou plusieurs mesures de surveillance comme retirer l'enregistrement de l'agence de notation de crédit, interdire temporairement à l'agence de notation de crédit d'émettre des notations de crédit avec effet dans l'ensemble de l'UE jusqu'à ce que soit mis fin à l'infraction ou encore émettre une communication au public. L'article 36 du règlement n° 1060/2009 fixe également un barème d'amendes. Les référentiels centraux sont aussi soumis au contrôle permanent de l'AEMF qui dispose d'un pouvoir d'enquête et de sanctions à leur égard. Conformément aux articles 61 et 62 du règlement n° 667/2014, l'AEMF peut formuler des demandes de renseignement, procéder à des enquêtes et à des inspections qui peuvent être suivies de sanctions si les personnes concernées commettent des infractions. Le règlement n° 648/2012 envisage quatre mesures de surveillance : exiger du référentiel central qu'il mette fin à l'infraction ; infliger des amendes ; émettre une communication au public ; retirer l'enregistrement du référentiel central. Les amendes susceptibles d'être prononcées sont

¹¹⁹ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

¹²⁰ Règlement n° 513/2011, article 36 bis.

encadrées par des règles procédurales précisées par le règlement délégué n° 667/2014 de la Commission du 13 mars 2014.

En revanche concernant les principales infrastructures de marché, il en va différemment. Le Règlement EMIR 2.2 a certes permis une plus grande cohérence dans la supervision des chambres de compensation de pays tiers mais les chambres de compensation au sein de l'Union européenne restent soumises à une supervision nationale malgré la mise en place d'une coopération avec l'Autorité européenne avec la création du « comité de surveillance des contreparties centrales »¹²¹. Quant aux dépositaires centraux, ils font également l'objet d'une supervision nationale et il n'existe aucune instance spécifique dédiée à leur surveillance au sein de l'AEMF¹²². Or, une supervision plus intégrée facilitera la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux que le Brexit remet en lumière.

B) La question de l'Union des marchés de capitaux.

Le Brexit est donc l'occasion de remettre en lumière cet enjeu des marchés de capitaux. « L'Union des marchés de capitaux (UMC) est l'initiative de l'UE visant à créer un véritable marché unique des capitaux dans l'ensemble de l'UE. Son objectif est de faire circuler les investissements et l'épargne entre tous les États membres dans l'intérêt des citoyens, des entreprises et des investisseurs »¹²³. Les efforts en ce sens ont commencé avec le Traité de Rome en 1957 et se sont poursuivis dans les années 1990 et 2000 grâce à différents travaux. Le Traité de Maastricht en 1992 a marqué une étape supplémentaire mais c'est à la suite de la crise financière de 2011 que la Commission a énoncé son premier plan d'action pour la mise en place de l'Union des marchés de capitaux en 2015. Dans ce

¹²¹ Règlement (UE) 2019/2099 du Parlement européen et du Conseil 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.

¹²² Règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012 ; v. art.23.

¹²³ <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/capital-markets-union/>

processus, les marchés financiers jouent un rôle important puisqu'ils sont un formidable outil de circulation des capitaux. Ils jouent donc un rôle clé dans la mise en place de l'Union des marchés de capitaux. Or, ils reposent sur plusieurs infrastructures de marché dont le Brexit amène à considérer la relocalisation au sein de l'Union européenne mais une telle relocalisation est susceptible d'engendrer une concentration du risque systémique au sein de l'UE.

Le Brexit conduit donc à reconsidérer l'enjeu de l'UMC et dans le même temps l'UMC permettrait, de par les mesures qu'elle nécessite, de répondre aux défis du Brexit. Le Brexit implique effectivement de réfléchir à la relocalisation des infrastructures de marché au sein de l'Union européenne et par conséquent à prendre en compte la concentration du risque systémique au sein de l'Union dont la gestion nécessite une supervision plus intégrée. Or, cette supervision plus intégrée est une condition nécessaire à la mise en œuvre de l'UMC puisque la réalisation de l'Union des marchés de capitaux suppose une supervision centralisée directement par l'AEMF des infrastructures de marchés en raison de leur importance dans la circulation des capitaux. En ce sens, l'élaboration de l'UMC pourrait permettre d'apporter une solution à certains enjeux futurs du Brexit.

Robert Ophèle¹²⁴, alors qu'il posait la question de savoir ce qu'il fallait pour aboutir à une véritable Union des marchés de capitaux, avait déjà énoncé, en 2019, la nécessité d'une supervision plus directe et centralisée avec moins de divergences nationales. L'UMC est d'ailleurs appelée de ses vœux par beaucoup¹²⁵. Le 3 décembre dernier, le Conseil a ainsi approuvé les conclusions de la Commission sur le nouveau plan d'action concernant l'UMC¹²⁶. Néanmoins, Robert Ophèle¹²⁷ lui-même rappelait que : « si tous les pays expriment leur volonté de faire progresser l'UMC, rares sont ceux qui sont prêts à

¹²⁴ Discours de Robert Ophèle, président de l'AMF 'La régulation financière à l'épreuve du Brexit' - Club finance HEC Paris - 20 février 2019

¹²⁵ Dossier « Brexit, Infrastructures, marchés de capitaux...quelle stratégie pour l'Europe financière ? », *Revue Banque* n° 838, décembre 2019.

¹²⁶ <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2020/12/04/capital-markets-union-council-approves-conclusions-on-the-commission-s-new-action-plan/>

¹²⁷ Discours, *opt.cit.*

abandonner une partie de leur souveraineté pour cela. A l'évidence, la prochaine mandature européenne sera décisive pour donner ou non un véritable élan politique à cette UMC ».

CONCLUSION

Afin de tenter de répondre au problème soulevé dans le présent mémoire, à savoir comment faire face aux enjeux soulevés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché, il convient d'abord d'identifier les enjeux soulevés par ce dernier. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne signifie que les services offerts par les infrastructures britanniques ne peuvent plus bénéficier du passeport européen et ne sont plus soumises à la réglementation européenne, le Royaume-Uni devenant un pays tiers. Or, les infrastructures majeures sont localisées au Royaume-Uni et concentrent la plupart des transactions, notamment en matière de compensation. Ainsi, pour pallier le risque systémique qui en découle, la Commission européenne a pris deux décisions d'équivalence concernant les chambres de compensation et les dépositaires centraux britanniques en attendant le développement d'une offre similaire dans l'UE et le transfert des positions. Laisser des transactions libellées en euros être compensées sur les infrastructures d'un pays tiers reviendrait en effet à abandonner toute idée de souveraineté financière européenne, d'autant plus que ce régime d'équivalence n'est que temporaire. Le Brexit amène donc à considérer à terme un autre enjeu : la relocalisation des infrastructures de marché au sein de l'Union. Cette dernière peut effectivement apparaître comme une solution aux questions de fragmentation et de souveraineté posées par le Brexit. La localisation de ces infrastructures ayant un impact sur le droit privilégié en la matière, elle conduit à analyser un autre enjeu : celui du droit dominant.

Cependant, si la relocalisation des infrastructures de marché a le mérite d'éviter une fragmentation et de préserver la souveraineté de l'Union européenne, elle pose un problème en matière de concentration du risque systémique dont la gestion implique nécessairement une supervision européenne plus intégrée avec un rôle plus important pour l'AEMF. Le Brexit remet donc en lumière un autre enjeu dont cette supervision centralisée est la condition : l'Union des marchés de capitaux. Il convient néanmoins de noter que pour les plateformes de négociation, les effets du Brexit sont quasiment neutralisés grâce à une solution plus pérenne. L'AEMF considère au sujet de l'obligation

de négociation des actions que le nombre d'ISIN de l'Espace Economique Européen négocié sur une plateforme britannique en livre sterling est limité et que la négociation de ces actions peut raisonnablement être considérée comme non systématique, *ad-hoc*, occasionnelle et peu fréquente. Par conséquent, ces transactions ne sont pas soumises à l'obligation de négociation conformément à l'article 23 du Règlement MIF 2.

BIBLIOGRAPHIE

Manuels et thèses consultés :

France Drummond, *Droit financier: Les institutions - les activités - les abus de marché*, Ed. Economica, Paris, 2020.

Thierry Bonneau, *Régulation financière européenne et internationale*, Bruylant, Paris, 2020.

Thierry Bonneau, Pauline Pallier, Anne-Claire Rouaud, Adrien Tehrani, Régis Vabres, *Droit financier*, LGDJ, Lextenso, Paris, 2019.

Patrick Baraban, *Les entreprises de marché : contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché*. Thèse soutenue en 2014 à Paris 2, sous la direction de France Drummond.

Anne-Valérie.Le Fur, *La compensation dite multilatérale*. Thèse soutenue en 2002 à Paris 2 sous la direction d'Alain Ghozi.

Anne-Claire Rouaud, *Contribution à l'étude de l'opération de marché : Étude de droit des marchés financiers*. Thèse soutenue en 2008 à Paris 1, sous la direction de Jean-Jacques Daigre.

Textes législatifs et réglementaires consultés :

Directive Collatérale - Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

Règlement CRR - Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012.

Règlement DCT (ou CSDR) - Règlement (UE) n ° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n ° 236/2012.

Règlement EMIR - Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

Règlement EMIR 2.2 - Règlement (UE) 2019/2099 du Parlement européen et du Conseil 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.

Directive MIF 2 - Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

Règlement MIF 2 (ou MIFIR) - Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012.

Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

Règlement délégué (UE) 2017/584 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux plates-formes de négociation.

Règlement délégué (UE) 2017/588 de la Commission du 14 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant le régime de pas de cotation pour les actions, les certificats représentatifs et les fonds cotés.

Règlement SFTR - Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation et modifiant le règlement (UE) no 648/2012.

Règlement (UE) n°513/2011 du parlement européen et du conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) no1060/2009 sur les agences de notation de credit.

Traité, décisions et communications consultés :

Accord de commerce et de coopération entre l'union européenne et la communauté européenne de l'énergie atomique, d'une part, et le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du nord, d'autre part.

CPSS-IOSCO, Principles for Financial Market Infrastructures (PFMIs), avril 2012.

Décision d'exécution (UE) 2020/1308 de la commission du 21 septembre 2020 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux contreparties centrales au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil.

Décision d'exécution (UE) 2020/1766 de la commission du 25 novembre 2020 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux dépositaires centraux de titres du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) no 909/2014 du Parlement européen et du Conseil.

Décision d'exécution (UE) 2019/545 de la Commission du 3 avril 2019 modifiant la décision d'exécution (UE) 2018/2030 établissant, pour une période de temps limitée, que le cadre réglementaire applicable aux dépositaires centraux de titres du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est équivalent, conformément au règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil

Communiqué de l'ESMA concernant la reconnaissance des chambres de compensation britanniques – 28 septembre 2020 - ESMA77-99-1403, Public statement, « ESMA to recognise three UK CCPS from January 2021 ».

Communiqué de l'ESMA concernant la reconnaissance du dépositaire central britannique – 11 décembre 2020 - Press release, ESMA71-99-1483, « ESMA to recognise Euroclear UK & Ireland Limited (EUI) after Brexit transition period », 11 December 2020.

Communication de l'ESMA sur l'obligation de négociation sur actions – 26 octobre 2020 – ESMA70-155-7782, Public statement, « Brexit : Impact of the end of the transition period on 31 December on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR) », 26 October 2020.

Communication de l'ESMA sur l'impact du Brexit sur l'application de MIF2 – 1er octobre 2020 - Public statement, ESMA 70-155-10962, “Impact of Brexit on the application of MiFID II/MiFIR”, 1st October 2020.

Haut Comité Juridique de la Place de Paris, *Rapport Contrat-cadre ISDA 2002 (Droit Français)*, 5 novembre 2020.

Décisions judiciaires, arrêts consultés :

Cass.com., 28 mars 2018, n°16-23798

Cass. Com, 5 septembre 2018, n°17-11264.

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.

Articles de doctrine et articles professionnels consultés :

Nathalie Aufavre et Thomas Carré, « Enjeux du Brexit en matière de compensation », *Banque n°843*, avril 2020.

Patrick Barban, « La notion de système multilatéral au regard de la directive Marchés d'instruments financiers », *BJB*, mars 2018.

Patrick Barban, Frida Mekoui, Johan Prorok, Anne-Claire Rouaud, « Le Brexit et ses conséquences en matière de droit financier », *Banque et Droit n°196*, mars-avr. 2021.

Jean-Sébastien Bazille et Yohan Bendaoui, « Hard Brexit judiciaire, le Royaume-Uni peut-il choisir sans renoncer ? », *La semaine du droit n°12*, mars 2021.

Alban Caillemer du Ferrage, « L'impact du Brexit sur les infrastructures de marché », *RD banc.fin. N°6*, Novembre 2017, dossier 37.

Alban Caillemer du Ferrage et N. Debeney, « Le contrat-cadre ISDA de droit français : évolution ou révolution ? », *Bulletin Joly Bourse*, sept2018.

Antoine Gaudemet, « Infrastructures de marché : EMIR », *com., R. banc. Fin.*, janvier-février 2015.

Frédéric Lacroix, Hélène Kouyaté, « Brexit : les relocalisations au risque de la fragmentation », *RB n°843*, avril 2020.

Francesco Martucci, « Brexit et marchés financiers, l'équivalence est encore loin », Le Club des Juristes, 14 avril 2021.

Christian Noyer, « Toute la compensation des swaps de taux en euros devrait logiquement migrer vers l'UE », *RB n°843*, avril 2020.

Anne-Claire Rouaud, *Marchés réglementés et autres plateformes de négociation*, BJB, juin 2020.

Dossier « Brexit, Infrastructures, marchés de capitaux...quelle stratégie pour l'Europe financière ? », *Revue Banque n° 838*, décembre 2019.

Articles de presse consultés :

Clément et Mathieu Solal, « Stupeur et tremblements à la City : grande oubliée des négociations du Brexit, la Place de Londres paie les pots cassés. L'Union européenne est en embuscade. », *AGEFI Hebdo*, du 21 au 27 janvier 2021.

Sophie Rolland, « L'épineux sujet de la double cotation des entreprises européennes », *Les Echos*, 8 oct. 2020.

Sophie Rolland, « Londres s'apprête à détricoter la régulation sur le trading actions dès janvier », *Les Echos*, 18. Déc. 2020.

Jean-Baptiste de la Torre, « Brexit : Michel Barnier met en garde Boris Johnson sur les négociations commerciales à venir avec l'UE », 3 février 2020 : <https://www.lefigaro.fr/conjoncture/michel-barnier-boris-johnson-connait-la-regle-du-jeu-20200203>.

Sites internet consultés :

Site de l'AMF: <https://www.amf-france.org/fr>

Site de l'ESMA: <https://www.esma.europa.eu/>

Site *Confrontation Europe*: <https://confrontations.org/glaenderby-agency/souverainete-europeenne-et-infrastructures-de-marche-a-lheure-du-brexit/>

Site Conseil de l'Europe et Conseil de l'Union européenne :
<https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/capital-markets-union>

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements	3
Principales abréviations	4
SOMMAIRE.....	6
INTRODUCTION.....	7
PARTIE 1 : Les réponses juridiques immédiates à certains enjeux posés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché	10
Chapitre 1 : Le régime des équivalences temporaires	10
A) Le régime des équivalences temporaires pour les chambres de compensation britanniques	11
B) Le régime des équivalences temporaires pour les dépositaires centraux britanniques	18
Chapitre 2 : Les régimes applicables aux plateformes de négociation britanniques ..	22
A) Les obligations de transparence	24
B) L'obligation de négociation des actions ou <i>Share Trading Obligation</i>	27
PARTIE 2 : Les enjeux futurs posés par le Brexit en matière d'infrastructures de marché	30
Chapitre 1 : Relocalisation des infrastructures de marché <i>stricto sensu</i> et droit dominant	30
A) La relocalisation des infrastructures de marché <i>stricto sensu</i>	30
B) L'enjeu du droit dominant	34
Chapitre 2 : Concentration et risque systémique au sein des infrastructures de marché	38
A) Une supervision européenne des infrastructures de marché nécessairement plus intégrée	38

B) La question de l'Union des marchés de capitaux.	41
CONCLUSION	44
BIBLIOGRAPHIE	46
TABLE DES MATIÈRES	54