

51 Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier

Alban CAILLEMER DU FERRAGE, professeur associé à l'université Panthéon-Assas (Paris II), avocat associé Jones Day

1 - S'agissant des contrats financiers ou « produits dérivés » OTC, il y a beaucoup à dire sur l'extraterritorialité. L'industrie traverse depuis quatre ans une révolution copernicienne. Peu d'aspect de la matière semble échapper à la réforme : mesures d'atténuation des risques, collatéralisation obligatoire, compensation obligatoire, *reporting*, nouveau régime prudentiel, nouvelles règles de conflits de lois, suspension ou interdiction du *netting* lors d'ouverture des procédures de résolution, etc. Et il n'y a en réalité quasiment rien dans le régime juridique des contrats financiers, relativement stable depuis 1993, qui n'ait changé au cours des derniers mois et va continuer à changer au cours des prochains. Ce qui frappe cependant c'est que si tous ces changements trouvent leur cause efficiente commune dans une initiative internationale du G 20, leur mise en œuvre se fait aux niveaux nationaux, sans que le G 20 ait d'ailleurs semblé véritablement prêter d'attention à la question de l'effet extraterritorial de ces mises en œuvre domestiques. Les États-Unis et l'Union sont aujourd'hui dans une situation de paralysie totale des discussions sur la question centrale de cette réforme mondiale : la compensation obligatoire. Et je trouve intéressant de prendre prétexte de cette crise pour 1°) discuter du concept même d'extraterritorialité dans le contexte de ces réglementations sectorielles, et 2°) illustrer par ce seul biais, les difficultés pratiques créées par ce débat pour les acteurs de ces marchés globaux.

1. Sur le concept

2 - Ma proposition, peut-être un peu provocatrice, c'est que le règlement européen « EMIR »¹ n'est pas un texte extraterritorial ; ou alors que, s'il l'est, c'est à regret, comme « à reculons », par réaction politique aux prétentions, pour le coup véritablement extraterritoriales, du *Dodd Franck Act* (DFA).

3 - Il ne s'agit pas ici de porter un jugement sur la vertu ou non de l'extraterritorialité en soi, ni a *fortiori* de l'un de ces deux textes sur l'autre, mais simplement d'en analyser les bases respectives.

4 - Il faut d'abord s'entendre sur le terme. Si l'on entend l'extraterritorialité comme le caractère d'un texte pouvant, intentionnellement ou non, avoir une incidence sur des personnes ou sur des activités à l'extérieur des frontières nationales ou fédérales, alors quasiment tout est extraterritorial, à commencer par notre Droit de la faillite. Mais si on entend par extraterritorialité, cette prétention plus contemporaine des législateurs et de certains régulateurs nationaux à réguler et à superviser les ressortissants

d'autres États que les leurs, alors je pense qu'il existe une différence fondamentale entre un texte comme le DFA qui porte une telle ambition assumée et le règlement EMIR qui met en œuvre une approche non pas d'extraterritorialité, mais de *substitutive compliance* ou d'équivalence.

5 - S'agissant de la compensation obligatoire, le considérant (59) du règlement éclaire sur cette philosophie : L'AEMF doit reconnaître les CCP de pays tiers, de manière à leur permettre de proposer des services de compensation dans l'Union. Le mot important est évidemment « reconnaître ». Le règlement EMIR ne dit pas « supervision », ni même « enregistrement ». Il ne revendique pour l'Union et ses régulateurs aucune supervision sur ces acteurs. Il opère un contrôle qualité minimum, dans un esprit qui est exposé aux considérants (6) et (8). Il s'agit 1°) de vérifier l'équivalence des systèmes de réglementation étrangers pour ce qui est de satisfaire aux objectifs et aux normes du G 20, pour 2°) adopter des décisions de reconnaissance de cette équivalence et éviter ainsi des exigences susceptibles de faire double emploi ou qui soient incompatibles.

6 - Certes, il y a tout de même une ambivalence dans le règlement EMIR – ou à tout le moins une ambiguïté. Deux de ses dispositions au moins semblent porter une authentique ambition extraterritoriale. Le considérant 23 affirme qu'il pourrait être nécessaire de soumettre au règlement les transactions conclues entre entités de pays tiers lorsque ces opérations ont un effet direct, substantiel et prévisible sur l'Union. Et son considérant 6 indique que la Commission, avec l'aide de l'AEMF, devrait contrôler l'application au niveau international des principes énoncés dans ce règlement ! On ne se lasse pas de la lecture ce dernier. La Commission érigée en gardienne du temple international, mais non pour veiller aux principes posés par le G 20, mais par ceux européens du règlement EMIR... Mais ces dispositions, insérées tardivement dans la rédaction du règlement (et, pour beaucoup de régulateurs nationaux européens, à contre-cœur) étaient exclusivement destinées à constituer un levier politique dans les discussions qu'on pressentait devoir avoir avec les autorités américaines compte tenu du texte du DFA. Et au final, si le règlement EMIR a une ambition extraterritoriale, c'est une ambition velléitaire et il y renonce immédiatement en disposant, partout dans le corps de son texte, sur les reconnaissances d'équivalence.

7 - Dans la logique européenne, cette *substitutive compliance* opère en deux temps : 1°) reconnaissance, au niveau macro, par la Commission, de l'équivalence des régimes juridiques et des qualités de supervision de l'État tiers, et 2°) reconnaissance au niveau micro, par l'AEMF, des acteurs et infrastructures établis dans et supervisés par lesdits États.

8 - Les effets d'une décision d'équivalence sont immédiats et sans condition. L'article 13.3 du règlement EMIR dispose que les contreparties, qui concluent une transaction relevant d'EMIR sont automatiquement réputées par la loi avoir satisfait à

Ndlr : Intervention au colloque « Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier », organisé le 29 mai 2015 par l'Association des étudiants du master de droit bancaire et financier de l'université Paris II.

1. PE et Cons. UE, règl. (UE) n° 648/2012, 4 juill. 2012 : JOUE n° L 201, 27 juill. 2012, p. 1.

l'ensemble de leurs obligations, dès lors qu'elles se soumettent à la réglementation et à la supervision étrangère.

9 - Il est remarquable, en contraste, de relever qu'alors qu'EMIR contient plusieurs chapitres intitulés « Relations avec les pays tiers », le DFA quant à lui ne contient rien d'équivalent, il n'utilise même pas ce terme. Rien ne peut équivaloir au DFA... Au mieux, parle-t-il d'entités ou de systèmes « comparables ». Mais ce qui est comparable, n'est pas équivalent.

10 - Comparées à celles du règlement EMIR, les prescriptions du DFA sont formulées dans des termes généraux et universels. Qu'on en juge. Sur cette obligation de compensation obligatoire la Section 723 (a)(3) dispose : « *Il est illégal pour toute personne de conclure un swap, sauf à le soumettre à compensation auprès d'une chambre de compensation enregistrée au titre de la présente loi* »². Et chacune des définitions ou termes définis utilisés dans le DFA porte également cette marque universaliste. La loi américaine donne certes le pouvoir à la *Commodity futures trading commission* (CFTC) d'exempter d'enregistrement une chambre de compensation étrangère si la CFTC estime que cette chambre de compensation est soumise à une supervision « comparable » dans son État d'origine. Mais outre que cette faculté n'a jamais été mise en œuvre à ce jour, le DFA pose immédiatement à cette exemption d'enregistrement certaines conditions – à commencer par celle que la CFTC se soit préalablement fait octroyer le pouvoir de mener des enquêtes et des inspections directement chez cette chambre de compensation étrangère. La CFTC peut même exiger l'établissement des comptes en US GAAP pour faciliter ses contrôles. Et si le régulateur national de cette chambre de compensation voulait par hasard s'enquérir de ce que ces enquêtes ou demandes d'information avaient produit comme résultat, le DFA lui impose préalablement de signer avec la CFTC un contrat par lequel il s'engage à l'indemniser intégralement de toutes dépenses et de tout dommage qui pourrait survenir à l'occasion d'une procédure judiciaire relative aux informations concernées. Le prix de la « comparabilité » de DFA est donc une soumission aux contrôles du régulateur américain.

11 - C'est en ce sens que je veux dire que le règlement EMIR n'est pas un texte extraterritorial, car s'il revendique son rattachement à une ambition mondiale de réforme de ces marchés et s'il exprime son souci de prévenir le contournement des dispositions du règlement, il ne porte pas une ambition de supervision ni de contrôle des acteurs et des infrastructures étrangères.

12 - La *substitutive compliance* est un système qui repose sur la confiance. L'extraterritorialité est toujours une défiance.

2. Illustration des difficultés créées

13 - Je voudrais maintenant donner deux illustrations de ce que ces concepts créent dans l'actualité de la réforme des marchés dérivés de difficultés. Et on comprendra pourquoi je disais tout à l'heure qu'il ne s'agissait pas de porter ici un jugement sur les mérites respectifs des deux systèmes. Ils ont, en effet, chacun leurs inconvénients et incohérences.

14 - Je commencerai évidemment par cette même réforme, emblématique, qu'est la compensation obligatoire.

15 - Comme je j'ai dit, les chambres de compensation européennes pour pouvoir rendre des services de compensation à des américains doivent être enregistrées en tant que DCO auprès de la CFTC. LCH Clearnet SA, LCH Clearnet Ltd, EUREX ont toutes d'ores et déjà opté pour ce statut. La question qui oppose actuel-

lement l'Union et les États-Unis n'est donc pas celle du respect des dispositions du DFA, mais celle du respect des dispositions du règlement EMIR. Se pose en effet désormais la question de savoir si les chambres de compensation américaines vont pouvoir rendre des services de compensations dans l'Union à des européens qui, en y déversant leurs opérations, pourront, au titre de l'équivalence, être réputés satisfaire à l'ensemble de leurs obligations au titre du règlement EMIR. Dans une logique d'équivalence ou de *substitutive compliance*, il ne s'agit pas pour l'AEMF de négocier un droit de supervision sur ces DCO américaines. Il s'agit en séquence pour la Commission de déterminer si les prescriptions du droit américain sont équivalentes à celles du règlement EMIR et ensuite pour l'AEMF de « reconnaître » certaines chambres de compensation.

16 - Or, la négociation avec les États-Unis est aujourd'hui au point mort, intoxiquée par des enjeux économiques considérables à propos desquels le considérant 60 du règlement EMIR, qui dispose que l'Union devrait « *défendre ses intérêts et ses valeurs avec plus d'assurance* » prend tout son relief. Des esprits malicieux noteront que dans le texte du règlement les intérêts précèdent les valeurs. Toujours est-il que l'Union veille attentivement à la question et peut-être aussi aux intérêts de l'industrie de la compensation en Europe. Évidemment, personne ne songe à soutenir que les chambres de compensation américaines ne sont pas conformes aux principes IOSCO. Mais en fonction des exigences de collatéral d'une chambre de compensation à l'autre, rien n'est plus simple que de basculer l'ensemble d'un portefeuille d'opérations vers la « moins disante », si l'on est toujours réputé satisfaire, en dépit de ce moindre coût, à la réglementation. Or, l'Union considère après examen du mode de fonctionnement des chambres de compensation américaines que leurs exigences de collatéral sont, sur certaines classes d'actifs et dans certaines hypothèses, significativement inférieures aux exigences européennes. Par exemple s'agissant des marges initiales. Schématiquement, si les chambres de compensation américaines sont obligées par la CFTC d'appeler le collatéral client par client (alors que dans l'Union, un adhérent compensateur peut le faire sur une base dite « omnibus », c'est-à-dire nette compensée entre ses clients) – ce qui *a priori* devrait conduire à une plus grande exigence de collatéral, et non l'inverse – ; les règles américaines autorisent les chambres de compensation à calculer ces appels de marge sur la base d'un seul jour de liquidation alors qu'en Europe elles sont requises, par le règlement EMIR, de le faire sur la base de deux jours de liquidation. Les études faites par la Commission concluraient que sur la base de cette différence, une chambre de compensation européenne, toute chose étant égale par ailleurs, demanderait environ 40 % de plus de collatéral que son équivalente américaine. Ce n'est pas mince. Et si c'est exact, cela crée une possibilité considérable d'arbitrage réglementaire pour les acteurs et pour l'industrie du clearing en Europe une redoutable concurrence.

17 - Chacun drapé dans le manteau de la vertu, s'accuse mutuellement de suspicion déplacée. Et l'on teste dans ce débat les limites des deux systèmes. L'Union, si elle accepte, met peut-être en péril son industrie. Mais en refusant de considérer les prescriptions américaines comme équivalentes à celles du règlement EMIR, la position commande une sortie de crise qui passerait par une modification des règles votées par la représentation nationale des États-Unis pour la rapprocher du règlement EMIR et neutraliser. Est-ce raisonnable ? On perçoit bien que si les approches d'extraterritorialité et de *substitutive compliance* sont certes distinctes, elles ont chacune leur radicalité et une part d'extrémisme. N'est-il pas, au même chef, étonnant de vouloir ou réguler les infrastructures de marché de son voisin ou bien imposer dans son ordre législatif interne ?

2. « *It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a DCO that is registered under this Act* » (souligné par nous).

18 - Je prendrai rapidement pour conclure, car l'heure tourne, une seconde rapide illustration des difficultés rencontrées à propos de l'obligation de reporting.

19 - Le DFA et la CFTC ont là aussi une vision extraterritoriale de ce qui doit être déclaré aux États-Unis : toute opération impliquant une personne résidant sur le territoire américain. Sur ce sujet, aussi, c'est une vision très différente que porte le règlement EMIR dans sa logique d'équivalence qui consiste à réputer correctement déclarée toute transaction européenne « reportée » dans un référentiel central étranger si ce dernier a été reconnu comme équivalent. En pratique, à ce jour aucun référentiel central n'a encore été déclaré équivalent. Mais il fait peu de doute que la chose se fera prochainement. En pratique, les acteurs de marché adopteront donc une attitude pragmatique. Si les autorités américaines veulent tout voir et que ce qui est déclaré aux américains est réputé déclaré pour l'Europe, alors on ne déclarera qu'aux États-Unis.

20 - Or, le DFA contient pour les référentiels centraux le même type de dispositions que celles que j'évoquais plus haut pour les chambres de compensation, à savoir une procédure d'indemnisation qui suppose que toute autorité étrangère souhaitant avoir accès à l'information entreposée dans un référentiel central américain, consente préalablement l'engagement de l'indemniser de toute perte ou tout préjudice en cas de contentieux relatif à cette information. Évidemment, il est totalement exclu que l'AEMF ou une autorité nationale consente un tel engagement, tout à fait hors normes dans les relations entre États. Dès lors, en pratique, tout ce qui est déclaré aux États-Unis est inaccessible aux régulateurs de l'Union, et ce y compris sur des opérations purement européenne sans lien avec les États-Unis.

21 - Dans ce débat, l'Union a peu de levier. L'idée de prétexter du secret bancaire ou des dispositions de lois de blocage pour

interdire aux européens de faire leur reporting aux États-Unis a fait long feu. Sur le secret bancaire, le règlement EMIR pose lui-même une dérogation au secret bancaire pour tout reporting effectué auprès d'un référentiel central de l'Union mais aussi de tous ceux reconnus comme équivalents. Et sur les lois de blocage, la position est désormais claire. Le consensus est aujourd'hui, notamment en France, d'en faire une lecture assez restrictive. Le reporting au fil de l'eau, général et systématique à un référentiel central étranger d'opérations financières n'est pas assimilable à une communication d'information faite *in specie* et tendant à la constitution de preuves en vue de procédures judiciaires ou administratives.

22 - Affaire à suivre donc sur ces deux sujets. Voilà ce modeste partage d'expérience que je voulais faire avec vous aujourd'hui. Pour ceux d'entre vous qui comme moi, n'étaient déjà pas totalement persuadés que les réponses réglementaires apportées à la crise de 2007 étaient adéquates, il faut désormais ajouter la frustration qu'elles seraient peut être nocives à certains acteurs de notre industrie et contre-productives pour nos régulateurs, leurs accès à l'information et l'efficacité de la supervision. Devra-t-on un jour écrire le livre détaillant pourquoi la crise de 2020 tire ses causes de la réforme réglementaire qui a suivi celle de 2007 ? En toute hypothèse elle est aujourd'hui le terrain de batailles entre zones économiques et intérêts financiers absolument considérables. Chacun a fait sien pour défendre ses intérêts la devise de Descartes, *larvatus prodeo*, et les considérations universalistes de Pittsburg sur la réforme mondiale et harmonieuse semblent bien loin.

Mots-Clés : Droit financier - Extraterritorialité

Extraterritorialité - Contrats financiers - Produits dérivés OTC