

Pays tiers

Quelle équivalence pour les
infrastructures de post-marché ?

RESUME

En posant les premiers jalons d'une réglementation européenne harmonisée du post marché, en particulier des chambres de compensation, le règlement EMIR a également logiquement abordé la question des infrastructures localisées dans un Etat tiers à l'Union européenne et souhaitant offrir leur service dans l'Union. Cette question était d'autant plus prégnante que la mise en œuvre de l'obligation de compensation dans l'Union européenne contribue à renforcer le rôle des infrastructures, mais aussi les pressions concurrentielles pesant sur elles.

Le traitement des relations avec les pays tiers est basé, dans les textes européens relatifs aux infrastructures de post marché, sur le principe d'équivalence : dès lors que la Commission européenne considère comme équivalent le droit applicable dans le pays tiers, les infrastructures localisées dans cet Etat tiers peuvent librement proposer leurs services dans l'Union (à savoir, par exemple, pour les CCP, avoir des membres compensateurs européens), sans autre supervision que celle de leur régulateur local. L'équivalence est dite « *outcome based* » c'est-à-dire fondée sur une équivalence de résultats, à l'inverse d'une approche ligne à ligne.

Ce principe d'équivalence n'est pas nouveau et a, de longue date, été mis en œuvre par les régulateurs européens. Ainsi l'AMF dispose-t-elle d'une expérience importante en termes de coopération avec les régulateurs d'infrastructures de pays tiers. Les textes européens ont repris ce principe mais modifié le prisme de sa mise en œuvre, puisque l'initiative appartient désormais à la Commission européenne. En cela, ce dispositif est relativement nouveau, et sa mise en œuvre récente pour les chambres de compensation de pays tiers a pu révéler des voies d'amélioration possibles.

La profonde mutation de l'industrie des infrastructures de post marché, les pressions concurrentielles auxquelles elles sont soumises mais également la concentration des risques dans ces infrastructures, rendent ces améliorations d'autant plus nécessaires. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ne peut, bien évidemment, être ignorée eu égard au volume d'activités représenté par le marché londonien ainsi qu'au nombre d'infrastructures qui y sont établis. En effet, cette situation est inédite car elle pourrait aboutir à l'application du régime pays tiers à un Etat qui concentre aujourd'hui, dans les faits, les plus gros volumes de l'activité en euros notamment pour la compensation des dérivés OTC et le *reporting* des transactions sur dérivés. Ce régime, conçu dans une logique de maîtrise de l'exposition aux infrastructures de pays tiers des acteurs européens et non de régulation des dites infrastructures, n'est de fait pas adapté pour gérer de tels risques pour la stabilité financière de l'UE.

Aussi, au-delà des précédents dont il peut être tiré quelques enseignements, l'AMF considère que le contexte actuel rend d'autant plus fondamentale la revue de la procédure d'équivalence. Il l'est pour l'ensemble des textes applicables aux infrastructures de post marché. L'AMF considère donc que la revue d'EMIR doit être l'occasion de repenser l'ensemble du dispositif d'équivalence.

Dans ce contexte, l'AMF tient à formuler les recommandations suivantes :

1. Forte de son expérience de coopération avec d'autres régulateurs, l'AMF tient à réaffirmer son attachement au principe d'équivalence.

2. Les critères à prendre en compte par la Commission européenne doivent être davantage précisés dans les textes, pour éviter toute ambiguïté sur l'appréciation de l'équivalence du résultat qu'il convient d'obtenir, et sur les dispositions considérées comme substantielles pour l'Union européenne.
3. L'équivalence devrait également assurer une réelle égalité concurrentielle entre les acteurs. Il ne s'agit bien évidemment pas d'empêcher les infrastructures de pays tiers de fournir leurs services dans l'Union européenne, mais de s'assurer qu'elles ne le fassent pas à des conditions concurrentielles plus favorables. Il peut exister des situations où la notion de risque systémique n'est pas significative, mais où l'aspect de compétitivité est très présent. Les deux éléments, risque et compétitivité, doivent donc être pris en compte. Dans le même esprit, l'équivalence doit nécessairement avoir pour corollaire l'accès effectif et dans des conditions comparables des infrastructures européennes au marché du pays tiers.
4. L'importance des infrastructures devrait être prise en compte dans l'évaluation de l'équivalence : l'évaluation de cette importance pourrait se faire sur la base de critères tels que le volume d'instruments européens concernés (par exemple, les produits dont le sous-jacent est européen ou libellés en euro) ou le volume représenté par les adhérents compensateurs ou les clients européens (pour l'infrastructure mais aussi du point de vue de l'adhérent ou du client lui-même). Une approche plus précise pourrait conduire à distinguer trois grandes catégories d'infrastructures de pays tiers, et à faire varier le régime applicable : (1) les infrastructures dont les activités libellées en euro ou dans d'autres devises de l'Union européenne sont d'importance critique pour l'Union, (2) les infrastructures d'importance significative pour l'Union européenne pour d'autres motifs, notamment les expositions des contreparties européennes envers elles, quelle que soit la devise concernée (dollar par exemple), et (3) les infrastructures de moindre importance. L'appréciation de l'équivalence devrait être adaptée en fonction de ces catégories :
 - Pour les raisons exposées au point 5, le régime d'équivalence n'est pas adapté aux infrastructures dont les activités libellées en euro ou dans d'autres devises de l'Union européenne sont d'importance critique pour l'Union ;
 - Les infrastructures d'importance significative pour l'Union européenne devraient continuer à bénéficier de l'équivalence mais feraient l'objet d'un agrément par l'ESMA, fondé sur une équivalence évaluée ligne à ligne pour les éléments d'appréciation les plus importants : en effet, en pareil cas, les volumes concernés, et partant les risques pris par les adhérents ou clients européens, sont tels qu'ils justifient une approche plus stricte de l'équivalence ainsi qu'une supervision également exercée au niveau européen ;
 - Les infrastructures de moindre importance feraient toujours l'objet d'une reconnaissance par l'ESMA, fondée sur une équivalence globale mais conditionnée au respect d'exigences prudentielles fondamentales.
5. Le régime d'équivalence n'est pas adapté lorsque l'infrastructure représente des volumes en euro tels qu'elle fait peser un risque de stabilité pour l'Union européenne. Au demeurant, il n'a pas été conçu pour s'appliquer à ce type de situation. Les effets de l'application de l'équivalence créeraient un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne, ce qui justifie une

localisation de ces infrastructures au sein de l'Union européenne. Cette exigence de localisation est en particulier pertinente pour :

- Les CCP compensant des produits libellés en euro d'importance critique. Si le régime pays tiers était appliqué, les positions les plus significatives des adhérents compensateurs et des clients européens seraient compensées dans des infrastructures qui, à l'avenir, ne seraient pas supervisées dans l'Union européenne. Ces facteurs d'extranéité peuvent être sources d'inquiétudes au quotidien pour les superviseurs de ces établissements et exacerbés en cas de crise si un appel à la liquidité de la BCE s'avérait nécessaire, ce d'autant plus que le régime d'équivalence prévu par EMIR n'exige pas l'existence d'un régime approprié de redressement et de résolution des CCP de pays tiers. Ces éléments d'extranéité présentent des risques pour la stabilité financière de l'Union européenne, lorsque l'infrastructure est d'importance critique pour l'Union.
- Les TR, puisque les acteurs européens pourraient continuer à déclarer leurs données dans des TR de pays tiers, sous réserve d'équivalence. Ces TR ne seraient plus directement supervisés par l'ESMA : la pertinence paraît faible de voir la plupart des données européennes déclarées dans des entités soumises à des exigences et à une supervision qui peuvent être différentes de celles prévues dans l'Union européenne. Cela pourrait également conduire à une fragmentation des données, nuisible pour leur exploitation par les régulateurs européens et au risque que ceux-ci ne puissent y avoir accès si le régulateur de la TR s'y oppose pour une raison quelconque

Ces risques justifient une localisation de ces infrastructures dans l'Union européenne et l'AMF poursuit ses réflexions sur les modalités de mise en œuvre pertinentes.

6. S'agissant de la procédure, si la Commission européenne doit continuer à jouer un rôle majeur dans l'appréciation de l'équivalence, le rôle de l'ESMA doit être renforcé : outre le fait que les avis techniques de l'ESMA devraient être systématisés, l'ESMA devrait jouer un rôle majeur dans l'identification des dispositions considérées comme substantielles pour l'Union européenne et dans l'identification des critères permettant d'évaluer l'importance significative des infrastructures. Ce rôle de l'ESMA devrait être affirmé dans l'évaluation initiale de l'équivalence mais également dans le suivi nécessaire de cette évaluation dans le temps.
7. Pour les infrastructures d'importance significative, la reconnaissance devrait être complétée d'un véritable pouvoir d'agrément et de supervision de l'ESMA, alors que les textes actuels ne lui confèrent qu'une fonction notariale. La mise en place d'un Collège de régulateurs pourrait assortir la mise en place d'un tel pouvoir de supervision par l'ESMA.
8. La revue de l'équivalence dans le temps doit être repensée. En particulier, l'ESMA devrait être en charge de publier, sur une base régulière, un rapport sur l'équivalence permettant d'évaluer si les conditions dans lesquelles l'équivalence a été accordée sont toujours pertinentes : seraient abordées les évolutions intervenues dans le cadre législatif du pays tiers et en Union européenne et leur application dans les infrastructures concernées. Ce rapport devrait également évaluer si l'importance de l'infrastructure a évolué (au regard des catégories

susmentionnées) et justifie une approche différente de l'équivalence. Lorsque le rapport de l'ESMA conclut à la nécessité de revoir l'équivalence, la Commission devrait être tenue de prendre une nouvelle décision ou, à défaut, de le justifier dans un rapport au Parlement et au Conseil. Dans tous les cas, la Commission européenne devrait prendre des mesures immédiates en cas de changements de réglementation du pays tiers qui pourrait générer un risque systémique ou créer des conditions d'arbitrage réglementaire.

9. La revue de la décision d'équivalence doit aussi être proportionnée à la taille de l'infrastructure concernée : les infrastructures d'importance significatives et les juridictions où elles sont établies devraient faire l'objet d'une réévaluation plus régulière, et automatique en cas de changement de réglementation.

TABLEAU SYNTHETIQUE

Le présent tableau ne traite pas des CCP d'importance critique compensant des produits en euro : pour ces dernières, s'agissant de leurs activités en euros, l'équivalence n'est pas adaptée et les modalités de mise en œuvre de la localisation de ces infrastructures dans l'Union européenne doivent faire l'objet de réflexions spécifiques.

	Régime actuel	Infrastructures d'importance significative*	Infrastructures de moindre importance**
Equivalence « outcome based »	Oui	Non	Oui
Initiative de la Commission	Oui	Oui	Oui
Avis technique de l'ESMA préalable à la décision d'équivalence	Non (sur demande de la Commission)	Oui	Oui
Evaluation initiale de l'équivalence	Appréciation globale	Ligne à ligne	Appréciation globale assortie de conditions
Portée de la reconnaissance l'ESMA	Reconnaissance	Agrément par l'ESMA	Reconnaissance
Supervision par l'ESMA	Non (simple coopération avec l'autorité locale)	Oui	Non (simple coopération avec l'autorité locale)
Rapport de revue de l'ESMA tous les trois ans	Non	Oui (avec réaction immédiate en cas de changement important)	Oui
Revue systématique de l'équivalence	Non	Vote régulier	Sur proposition du rapport de l'ESMA

* Une infrastructure d'importance significative est définie comme une infrastructure qui traite un volume important de transactions pour le compte de contreparties européennes.

** Une infrastructure de moindre importance est définie comme une infrastructure qui fournit des services aux contreparties européennes, mais sans traiter des volumes importants.

SOMMAIRE

PARTIE 1 - L'ANALYSE DU DISPOSITIF D'EQUIVALENCE APPLICABLE AUX INFRASTRUCTURES DE POST MARCHÉ FAIT RESSORTIR DES AMBIGUITES, VOIRE DES INSUFFISANCES

PARTIE 2 - LA MISE EN ŒUVRE DU DISPOSITIF D'EQUIVALENCE EN MATIÈRE DE CHAMBRES DE COMPENSATION CONFIRME LES INSUFFISANCES REVELEES PAR L'ANALYSE THEORIQUE

PARTIE 3 - L'AMF CONSIDERE QUE LE DISPOSITIF D'EQUIVALENCE APPLICABLE AUX INFRASTRUCTURES DE POST MARCHÉ DOIT ÊTRE AMELIORE

PARTIE 1

L'ANALYSE DU DISPOSITIF D'EQUIVALENCE APPLICABLE AUX INFRASTRUCTURES DE POST MARCHE FAIT RESSORTIR DES AMBIGUITES, VOIRE DES INSUFFISANCES

En posant les premiers jalons d'une réglementation européenne harmonisée du post marché, en particulier des chambres de compensation, le règlement EMIR a également logiquement abordé la question des infrastructures localisées dans un Etat tiers à l'Union européenne et souhaitant offrir leur service dans l'Union. Cette question est d'autant plus prégnante que la mise en œuvre de l'obligation de compensation en Union européenne contribue à renforcer le rôle des CCP mais aussi les pressions concurrentielles pesant sur elles.

Le traitement des relations avec les pays tiers est basé, dans EMIR, sur le principe d'équivalence. Ce principe a été repris dans les différents textes intervenus dans le post marché, dans le prolongement d'EMIR : SFTR, CSDR. Il est également le principe directeur des relations avec les pays tiers dans MIFID2/MIFIR.

En application de ce principe, dès lors que la Commission européenne considère comme équivalent le droit applicable dans le pays tiers, les établissements ou infrastructures localisés dans cet Etat tiers peuvent librement proposer leurs services dans l'Union, sans autre supervision que celles de leur régulateur local.

Le principe d'équivalence – traditionnellement défendu par l'AMF sous condition de réciprocité – repose sur une appréciation dite « *outcome based* » et sur une confiance mutuelle entre régulateurs (principe de « *deference* » de la régulation et de la supervision reconnu par le FSB).

D'un point de vue économique, le principe d'équivalence est un principe d'ouverture de la concurrence au pays tiers. Dès lors, l'équivalence, telle qu'elle a été conçue, repose sur un libre accès aux infrastructures de pays tiers dès lors que ces dernières ne font pas courir un niveau de risque substantiellement différent en Union européenne. D'un point de vue strictement juridique, si la taille de l'infrastructure peut avoir un effet sur l'appréciation des risques qu'elle fait peser sur les acteurs européens, l'équivalence ne repose pas sur des considérations d'ordre concurrentiel, ou un principe dit d'égalité des armes. La condition de réciprocité, qui assortit parfois le dispositif d'équivalence, veut que le libre accès à des infrastructures de pays tiers soit conditionné à un accès réciproque des infrastructures européennes au marché du pays tiers considéré. Cette condition est, quant à elle, donc davantage d'ordre concurrentiel.

Il résulte de l'analyse qui suit que le droit européen laisse une grande liberté d'appréciation à la Commission européenne pour l'appréciation de l'équivalence, peu encadrée par les textes et dans la pratique, et dont une éventuelle remise en cause *a posteriori* paraît obéir à des processus incertains.

1. *Le principe d'équivalence est un principe de confiance mutuel qui prévaut dans les textes relatifs aux infrastructures de post marché*

Le principe d'équivalence actuel signifie qu'un établissement localisé dans un Etat tiers pourra, en se conformant à la législation applicable dans cet Etat tiers et en étant exclusivement supervisé par son régulateur local, proposer ses services dans l'Union sans avoir à appliquer le droit de l'Union ni à solliciter un agrément/être soumis à la supervision de l'autorité compétente de l'Etat européen dans lequel il est établi ou propose d'offrir ses services.

Il est « *outcome based* » c'est-à-dire qu'il s'attache à l'équivalence des résultats et recouvre tant la régulation (équivalence des règles) que la supervision : il s'agit donc d'un principe de confiance mutuelle qui implique un rôle limité, pour ne pas dire inexistant, des superviseurs européens (simple rôle d'enregistrement). Il est parfois assorti d'un principe de réciprocité mais cela n'est pas automatique. Ces caractéristiques font que ce principe laisse une grande liberté d'appréciation dans sa mise en œuvre.

Il a été reconnu au niveau du G 20 en septembre 2013 sous le nom du principe de « *deference* » : « *jurisdictions and regulators should be able to defer to each other when it is justified by the quality of their respective regulatory and enforcement regimes, based on similar outcomes, in a non-discriminatory way, paying due respect to home country regulation regimes* ».

En Union européenne, ce principe est applicable, avec des variantes, aux infrastructures de marché (plateformes de négociation, chambres de compensation, « *trade repositories* », dépositaires centraux), aux contreparties à un dérivé, ainsi qu'aux prestataires de services d'investissement qui souhaitent proposer leurs services à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles.

2. *Les modalités de mise en œuvre initiale de l'équivalence laissent une grande marge de manœuvre à la Commission européenne :*

a) *S'agissant de la forme elle-même de la décision :*

C'est la Commission européenne qui est chargée d'adopter une décision d'équivalence sur la base des critères – généraux – et selon la procédure prévue par les textes européens. Elle peut, à cette fin, solliciter l'avis technique de l'ESMA, mais elle n'y est pas contrainte si le texte de niveau 1 ne le prévoit pas.

Le rôle de l'ESMA tend par ailleurs à être réduit puisque si certains textes prévoient un enregistrement des établissements étrangers par l'ESMA (ainsi pour les CCP, les TR et avec une portée moindre les PSI étrangers), cet enregistrement est souvent une formalité, le rôle de l'ESMA étant limité à s'assurer du respect des conditions posées par les textes (existence d'une décision d'équivalence et conclusion d'accords de coopération). Les autorités nationales ont aussi un rôle limité, purement consultatif et non systématique.

In fine donc, si ce n'est la procédure de consultation de comités, la décision de la Commission est déterminante puisque le rôle de l'ESMA et des autorités nationales est relativement inexistant, et que la

forme juridique de l'acte (décision) lui laisse une marge importante dans l'initiative et l'adoption de sa décision : ainsi par exemple, malgré le caractère parfois politique et stratégique de ces décisions, la Commission n'est jamais tenue d'adopter une décision d'équivalence et il n'y a pas, à proprement parler, de procédure d'objection du Parlement européen ou du Conseil (à l'instar de ce qui est prévu pour les RTS).

b) S'agissant du contenu de la décision :

Le principe de l'évaluation « *outcome based* » lui-même implique une certaine forme de souplesse et de latitude dans l'évaluation puisque contrairement à une approche ligne à ligne, il est fondé sur une équivalence de résultat globale. Cela implique nécessairement un choix, toutes les dispositions européennes ne concourant pas de la même façon à l'obtention du résultat.

Si une telle méthode et flexibilité est généralement souhaitable, le contenu de cette décision est par ailleurs peu encadré dans les textes européens. En effet, les textes européens fixent certes le cadre général de l'équivalence mais n'entrent pas dans le détail des dispositions qui sont considérées comme substantielles pour l'appréciation de l'équivalence, ce qui donne une marge de manœuvre importante à la Commission dans le cadre de ses négociations.

Lorsque des critères viennent encadrer la décision d'équivalence, ils ne sont pas toujours clairement alignés avec les objectifs assignés à l'équivalence. Ainsi par exemple, la directive MIF comporte des dispositions permettant à la Commission européenne de déclarer équivalents des marchés de pays tiers ; cette équivalence permettra, en particulier, de considérer qu'un établissement qui traite sur un marché étranger reconnu respecte son obligation de négocier des actions ou des dérivés (lorsqu'ils sont soumis à une obligation de négociation). Dans son évaluation, la Commission est tenu de prendre en compte des critères tenant tous à l'application de la directive Prospectus, Transparence ou Abus de Marché, mais il existe une ambiguïté sur la prise en compte obligatoire de certaines dispositions de MIF (en particulier, la transparence pré ou post négociation) par la Commission.

En pratique, dans le domaine des CCP, le système européen a pu être critiqué par certaines juridictions ou participants de marché qui considéraient que ce système manquait de prévisibilité.

3. *Les textes n'encadrent pas explicitement la façon dont l'équivalence doit être appréciée dans le temps*

Les textes européens applicables aux infrastructures de marché et de post marché ne comportent que peu de dispositions relatives aux modifications intervenant suite à la décision d'équivalence. Ces modifications peuvent résulter d'une modification d'activité de l'établissement, d'une modification de la législation applicable dans le pays tiers ou d'une modification du droit européen.

- Le principe est qu'une fois l'équivalence accordée, la supervision est exercée par le superviseur local, et les autorités européennes n'ont qu'un rôle très limité. Ainsi, si EMIR prévoit que lorsque la CCP de pays tiers (une fois reconnue par l'ESMA) étend ses activités et services dans l'Union européenne l'ESMA réexamine la reconnaissance de cette CCP, le concept d'extension

d'activité n'est pas défini et peut être entendu restrictivement. Enfin, si les textes prévoient parfois que l'ESMA peut retirer la reconnaissance lorsque l'entreprise a gravement enfreint les dispositions qui lui sont applicables dans le pays tiers ou agit d'une manière qui nuit aux intérêts des investisseurs ou au bon fonctionnement des marchés, encore faut-il remplir ces conditions particulièrement strictes.

- Le plus souvent¹, les textes sont silencieux sur les cas où le droit du pays tiers ou le droit européen est modifié. Cela étant, il pourrait être considéré que rien n'empêche la Commission de modifier ou d'abroger une décision d'équivalence, mais l'initiative d'une telle décision appartient alors exclusivement à la Commission, et il n'y a pas de clause de revue automatique du dispositif d'équivalence.
- Certains textes prévoient l'établissement d'un rapport périodique sur l'application du cadre équivalent par le pays tiers. Toutefois, ce rapport ne concerne pas les cas où le cadre européen est renforcé ou la situation concurrentielle a évolué.
- Enfin, si une majorité des textes européens prévoient la signature par l'ESMA d'un MoU avec le régulateur qui supervise l'entité du pays tiers reconnue équivalent, le contenu de ces MoU est généralement assez général et consiste davantage en un engagement d'échange d'information.

¹ *Contra* : par exemple, les dispositions applicables aux prestataires de services d'investissement prévoyant qu'il est seulement indiqué dans le règlement que « la Commission vérifie la persistance, pour le pays tiers concerné, des conditions sur la base desquelles une décision [d'équivalence] a été adoptée ».

PARTIE 2

LA MISE EN ŒUVRE DU DISPOSITIF D'ÉQUIVALENCE EN MATIÈRE DE CHAMBRES DE COMPENSATION CONFIRME LES INSUFFISANCES RÉVÉLÉES PAR L'ANALYSE THÉORIQUE

En matière d'infrastructures de marché et de post marché, le principe d'équivalence a, de longue date, été mis en œuvre par les régulateurs européens. Ainsi l'AMF dispose d'une expérience importante en termes de coopération avec les régulateurs d'infrastructures de pays tiers.

Les textes européens ont repris ce principe mais modifié le prisme de sa mise en œuvre, puisque comme indiqué dans la première partie, l'initiative appartient désormais à la Commission européenne. En cela, ce dispositif est relativement nouveau, et sa mise en œuvre a pu révéler des voies d'amélioration possibles.

Il s'inscrit par ailleurs dans un contexte de profonde mutation de l'industrie des infrastructures et d'une pression concurrentielle accrue, exacerbées par la mise en œuvre de l'obligation de compensation des dérivés suffisamment liquides et standardisés. En conférant un rôle central aux chambres de compensation, la mise en œuvre de cette obligation renforce également leur caractère systémique. Ces éléments combinés – renforcement de la pression concurrentielle et concentration du risque – rendent d'autant plus importante la question de l'équivalence et la vigilance qui doit entourer ces conditions d'évaluation.

1. La mise en œuvre du principe d'équivalence pour les chambres de compensation confirme la grande liberté laissée à la Commission européenne

L'application du régime d'équivalence pour les CCP de pays tiers s'est traduite par une certaine forme de discrétion accordée à la Commission.

Sur cette base, la Commission a pu :

- choisir les dispositions qu'elles considéraient comme « substantielles » ou celles sur lesquelles l'existence de différences, même significatives, pouvaient subsister ou ne pouvaient intervenir comme support d'une décision négative sans que les critères de choix entre les différentes dispositions ne soient clairement définis. Ainsi selon les pays tiers, la période de liquidation des marges retenue par les CCP pour le calcul des marges a parfois été retenue comme un critère discriminant, mais d'autres fois passée sous silence.
- adopter une équivalence conditionnelle : ainsi, s'agissant des règles de la CFTC, la Commission a accordé l'équivalence sous réserve que les CCP américaines se conforment, sur une base volontaire (dans leurs règles de fonctionnement), aux conditions posées par la décision d'équivalence. Outre le fait qu'un tel système n'est pas prévu par les textes, la question de la

vérification du respect des engagements ainsi pris par les CCP mérite d'être posée. Qui plus est, seules trois conditions ont été retenues dans la décision d'équivalence des règles de la CFTC, à savoir l'application, pour les dérivés listés, d'une période de liquidation de 2 jours sur les comptes maison des adhérents compensateurs européens et américains, des mesures anti-procyclicité, et le « Cover 2 ». D'autres éléments n'ont pas été érigés en conditions, alors qu'il participe à une bonne gestion des risques de la CCP : ainsi, les dispositions relatives à la période de liquidation des marges pour les comptes clients sur dérivés listés ou la limite de 80% prévue en Union européenne pour les réductions de marges résultant de la pratique dite du *portfolio margining*. Cette décision a pu enfin prévoir une exception pour les produits agricoles purement américains, bien que le principe d'une telle exception ne soit pas prévu par le règlement EMIR.

- introduire des éléments de proportionnalité dans l'appréciation de l'équivalence, bien que non expressément prévu par les textes. Ainsi, pour reconnaître le droit applicable aux CCP à Singapour, la Commission a-t-elle considéré, dans sa décision du 30 octobre 2014, que : « *La présente décision n'est cependant pas uniquement fondée sur une analyse comparative des exigences juridiquement contraignantes applicables aux contreparties centrales à Singapour, mais aussi sur l'évaluation des effets de ces exigences et sur l'appréciation de la capacité de ces exigences à atténuer les risques auxquels pourraient être exposés les membres compensateurs et les plates-formes de négociation établis dans l'Union d'une manière qui puisse être jugée équivalente aux effets des exigences énoncées dans le règlement (UE) no 648/2012. Il convient en particulier que soit pris en compte le niveau significativement plus faible des risques inhérents aux activités de compensation lorsqu'elles sont exercées sur des marchés financiers plus petits que celui de l'Union* ». Si cet élément de proportionnalité peut être compréhensible, les modalités de suivi de l'équivalence dans le temps – qui rendent sa remise en cause très difficile – en font un élément d'incitation à établir une activité hors de l'Union ;
- introduire une équivalence partielle : alors qu'EMIR renvoie au droit du pays tiers applicable à la CCP, la Commission n'a statué que sur l'équivalence des règles appliquées par la CFTC aux CCP, sans examiner les règles de la SEC ;
- apprécier avec souplesse la condition de réciprocité (quand celle-ci est prévue par les textes, ce qui n'est pas toujours le cas) : pour l'équivalence des chambres américaines, la décision d'équivalence de la Commission s'est fondée sur une faculté permise par le Dodd Franck Act, alors que jusqu'à une date récente, la CFTC exigeait que les CCP européennes s'enregistrent auprès d'elle et appliquent ses propres règles et se soumettent à sa supervision.

2. *La mise en œuvre du principe d'équivalence, dans le contexte concurrentiel actuel, témoigne des limites du dispositif*

Si la plupart de ces textes européens n'ont pas encore été mis en œuvre sous l'angle du régime d'équivalence, les précédents avec les CCP sont assez emblématiques de la liberté conférée à la Commission dans ses négociations mais surtout des limites du dispositif : l'équivalence n'étant pas une approche ligne à ligne – qui au demeurant n'est pas nécessairement souhaitable sur tout, la Commission

ne peut avoir d'égard qu'au résultat global. La difficulté tient également au fait que si une disposition prise isolément peut être perçue comme plus contraignante, le caractère global de l'équivalence peut conduire à apprécier l'équivalence du cadre réglementaire dans son ensemble, et à laisser « de côté » certaines dispositions, pourtant importantes. Il faut noter aussi qu'il peut être difficile, pour la Commission, d'évaluer concrètement le cadre de supervision applicable dans le pays tiers, une évaluation théorique ayant été retenue jusqu'alors.

Les textes ne prévoyant pas à proprement parler de prise en compte d'éléments d'ordre concurrentiel ou liés à la taille de la CCP, la mise en œuvre de l'équivalence n'a pas permis d'assurer que les CCP de pays tiers accèdent au marché européen dans des conditions similaires aux CCP européennes. Il peut en résulter une distorsion de concurrence au détriment des CCP européennes qui seraient soumises à des standards plus stricts. Cette situation vient aussi du fait que l'approche de l'équivalence peut ne pas prendre en compte les différences qui ne sont pas génératrices de risques systémiques mais de distorsions de concurrence. Cet état de fait peut être exacerbé par l'absence de réel dispositif de revue de l'équivalence, une CCP de pays tiers reconnue pouvant bénéficier d'une position concurrentielle avantageuse sans réévaluation systématique par les autorités européennes.

De ce fait aussi, il a pu résulter à un abaissement des standards européens pour les aligner sur les dispositifs retenus par les CCP américaines. Cela a été particulièrement le cas pour les dispositifs relatifs aux calculs de marges par les CCP sur lesquels la pression concurrentielle peut être la plus sensible. La modification des standards européens relatifs à la période de liquidation des marges applicables par les CCP européennes sur dérivés listés est à cet égard assez emblématique, puisque du fait des conditions d'équivalence retenues par la Commission européenne pour les CCP américaines, l'ESMA a autorisé les CCP européennes à calculer les marges en prenant en compte une période de liquidation de 1 jour minimum, période retenue par les règles de la CFTC, pour les positions prises par les clients sur dérivés listés. Des considérations concurrentielles ont poussé à une révision desdits standards. S'il est effectivement difficile de comparer les montants de marges appelées entre les CCP européennes et américaines (du fait des modalités de calcul différentes, brutes ou nettes), il est communément admis qu'il peut être difficile, selon la liquidité des produits, de liquider des positions en 1 jour.

Ces différences ont également pu servir de justification à certaines CCP européennes pour ne pas appliquer des dispositions pourtant prévues au niveau européen : ainsi, les dispositions européennes relatives à la pratique dite du *portfolio margining*, en particulier le plafond de 80% appliqué au gain réalisé du fait du calcul de la marge au niveau du portefeuille, sont-elles diversement appliquées aujourd'hui en Union européenne. L'argument d'un *unlevel playing field* avec les Etats-Unis est régulièrement évoqué.

PARTIE 3

L'AMF CONSIDERE QUE LE DISPOSITIF D'EQUIVALENCE APPLICABLE AUX INFRASTRUCTURES DE POST MARCHÉ DOIT ÊTRE AMELIORE DANS LE CADRE DE LA REVUE D'EMIR

Les analyses qui précèdent ont mis en exergue un certain nombre d'insuffisances de la procédure actuelle d'équivalence. Au-delà des précédents dont il peut être tiré quelques enseignements, l'AMF considère que le contexte actuel rend d'autant plus fondamental la revue de cette procédure. Il l'est pour l'ensemble des textes applicables aux infrastructures de post marché. Compte tenu des volumes qui y sont compensés, la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne rend la question de la localisation des infrastructures d'autant plus pertinente.

Aussi si une revue globale doit être conduite, l'AMF considère que la revue d'EMIR doit être l'occasion de repenser l'ensemble du dispositif d'équivalence.

Dans ce contexte, l'AMF tient à formuler les recommandations suivantes :

1. Forte de son expérience de coopération avec d'autres régulateurs, l'AMF tient à réaffirmer son attachement au principe d'équivalence.
2. Les critères à prendre en compte par la Commission européenne doivent être davantage précisés dans les textes, pour éviter toute ambiguïté sur l'appréciation de l'équivalence du résultat qu'il convient d'obtenir, et sur les dispositions considérées comme substantielles pour l'Union européenne.
3. L'équivalence devrait également assurer une réelle égalité concurrentielle entre les acteurs. Il ne s'agit bien évidemment pas d'empêcher les infrastructures de pays tiers de fournir leurs services dans l'Union européenne, mais de s'assurer qu'elles ne le fassent pas à des conditions concurrentielles plus favorables. Les deux éléments, risque et compétitivité, doivent donc être pris en compte. Dans le même esprit, l'équivalence doit nécessairement avoir pour corollaire l'accès effectif et dans des conditions comparables des infrastructures européennes au marché du pays tiers.
4. L'importance des infrastructures devrait être prise en compte dans l'évaluation de l'équivalence : l'évaluation de cette importance pourrait se faire sur la base de critères tels que le volume d'instruments européens concernés (par exemple, les produits dont le sous-jacent est européen ou libellés en euro) ou le volume représenté par les adhérents compensateurs ou les clients européens (pour l'infrastructure mais aussi du point de vue de l'adhérent ou du client lui-même). Une approche plus précise pourrait conduire à distinguer trois grandes catégories d'infrastructures de pays tiers, et à faire varier le régime applicable : (1) les infrastructures dont les activités libellées en euro ou dans d'autres devises de l'Union européenne sont d'importance

critique pour l'Union, (2) les infrastructures d'importance significative pour l'Union européenne pour d'autres motifs, notamment les expositions des contreparties européennes envers elles, quelle que soit la devise concernée (dollar par exemple), et (3) les infrastructures de moindre importance. L'appréciation de l'équivalence devrait être adaptée en fonction de ces catégories :

- Pour les raisons exposées au point 5, le régime d'équivalence n'est pas adapté aux infrastructures dont les activités libellées en euro ou dans d'autres devises de l'Union européenne sont d'importance critique pour l'Union,
- Les infrastructures d'importance significative pour l'Union européenne devraient continuer à bénéficier de l'équivalence mais feraient l'objet d'un agrément par l'ESMA, fondé sur une équivalence évaluée ligne à ligne pour les éléments d'appréciation les plus importants : en effet, en pareil cas, les volumes concernés, et partant les risques pris par les adhérents ou clients européens, sont tels qu'ils justifient une approche plus stricte de l'équivalence ainsi qu'une supervision également exercée au niveau européen,
- Les infrastructures de moindre importance feraient toujours l'objet d'une reconnaissance par l'ESMA, fondée sur une équivalence globale mais conditionnée au respect d'exigences prudentielles fondamentales.

5. Le régime d'équivalence n'est pas adapté lorsque l'infrastructure représente des volumes en euro tels qu'elle fait peser un risque de stabilité pour l'Union européenne. Au demeurant, il n'a pas été conçu pour s'appliquer à ce type de situation. Les effets de l'application de l'équivalence créeraient un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne, ce qui justifie une localisation de ces infrastructures au sein de l'Union européenne. Cette exigence de localisation est en particulier pertinente pour :

- Les CCP compensant des produits libellés en euro d'importance critique, s'agissant de leurs activités en euros. Si le régime pays tiers était appliqué, les positions les plus significatives des adhérents compensateurs et des clients européens seraient compensées dans des infrastructures qui, à l'avenir, ne seraient pas supervisées dans l'Union européenne. Ces facteurs d'extranéité peuvent être sources d'inquiétudes au quotidien pour les superviseurs de ces établissements et exacerbés en cas de crise si un appel à la liquidité de la BCE s'avérait nécessaire, ce d'autant plus que le régime d'équivalence prévu par EMIR n'exige pas l'existence d'un régime approprié de redressement et de résolution des CCP de pays tiers. Ces éléments d'extranéité présentent des risques pour la stabilité financière de l'Union européenne, lorsque l'infrastructure est d'importance critique pour l'Union.
- Les TR, puisque les acteurs européens pourraient continuer à déclarer leurs données dans des TR de pays tiers, sous réserve d'équivalence. Ces TR ne seraient plus directement supervisés par l'ESMA : la pertinence paraît faible de voir la plupart des données européennes déclarées dans des entités soumises à des exigences et à une supervision qui peuvent être différentes de celles prévues dans l'Union européenne. Cela pourrait également conduire à une fragmentation des données, nuisible pour leur exploitation par les régulateurs européens.

Ces risques justifient une localisation de ces infrastructures dans l'Union européenne et l'AMF poursuit ses réflexions sur les modalités de mise en œuvre pertinentes.

6. S'agissant de la procédure, si la Commission européenne doit continuer à jouer un rôle majeur dans l'appréciation de l'équivalence, le rôle de l'ESMA doit être renforcé : outre le fait que les avis techniques de l'ESMA devraient être systématisés, l'ESMA devrait jouer un rôle majeur dans l'identification des dispositions considérées comme substantielles pour l'Union européenne et dans l'identification des critères permettant d'évaluer l'importance des infrastructures. Ce rôle de l'ESMA devrait être affirmé dans l'évaluation initiale de l'équivalence mais également dans le suivi nécessaire de cette évaluation dans le temps.
7. Pour les infrastructures d'importance significative, la reconnaissance devrait être complétée d'un véritable pouvoir d'agrément et de supervision de l'ESMA, alors que les textes actuels ne lui confèrent qu'une fonction notariale. La mise en place d'un Collège de régulateurs pourrait assortir la mise en place d'un tel pouvoir de supervision par l'ESMA.
8. La revue de l'équivalence dans le temps doit être repensée. En particulier, l'ESMA devrait être en charge de publier, sur une base régulière, un rapport sur l'équivalence permettant d'évaluer si les conditions dans lesquelles l'équivalence a été accordée sont toujours pertinentes : seraient abordées les évolutions intervenues dans le cadre législatif du pays tiers et dans l'Union et leur application dans les infrastructures concernées. Ce rapport devrait également évaluer si l'importance de l'infrastructure a évolué (au regard des catégories susmentionnées) et justifie une approche différente de l'équivalence. Lorsque le rapport de l'ESMA conclut à la nécessité de revoir l'équivalence, la Commission devrait être tenue de prendre une nouvelle décision ou, à défaut, de le justifier dans un rapport au Parlement et au Conseil. Dans tous les cas, la Commission européenne devrait prendre des mesures immédiates en cas de changements de réglementation du pays tiers qui pourrait générer un risque systémique ou créer des conditions d'arbitrage réglementaire.
9. La revue de la décision d'équivalence doit aussi être proportionnée à la taille de l'infrastructure concernée : les infrastructures d'importance significative et les juridictions où elles sont établies devraient faire l'objet d'une réévaluation plus régulière, et automatique en cas de changement de réglementation.