

LESCAHIERSDEL'EIFR

SEMINAIRE

Green Bonds, Green Loans,

comment la réglementation peut-elle stimuler la finance verte ?

MATINALES

Adapter **l'arbitrage** à la matière bancaire et financière pour davantage d'efficacité et d'attractivité avec Alain LACABARATS & Georges AFFAKI

L'action de la **Commission européenne** dans le domaine économique et financier en réponse à la crise du coronavirus avec Camille HUBAC

La réponse des **régulateurs financiers** à la crise du coronavirus avec Alain LAURIN & Frédéric HERVO

Crise du coronavirus et régulation bancaire : cadre actuel, réponse des autorités et perspectives avec Martin MERLIN et Véronique ORMEZZANO

Le secret bancaire avec Pierre MINOR & Guillaume RICHARD

Banking supervision in Europe: a US perspective with Elizabeth McCaul

Vers un Euro numérique ? Motivations, défis et état des travaux avec Thomas ARGENTE

ATELIERS

Le défi de la fraude dans le secteur bancaire, enjeux et solutions

Contentieux de la conformité : les procédures de sanctions

Compensation des dérivés post BREXIT : état des lieux

Organismes de financement spécialisés (OFS) : apport déterminant pour le financement des entreprises ?

AVRIL 2021



DEVELOPPER & PROMOUVOIR

UNE « SMART REGULATION »

à travers l'échange entre régulateurs et régulés

Sommaire

- 3 EDITO Edouard-François de Lencquesaing, Président d'honneur de l'EIFR**
- 5 Le défi de la fraude dans le secteur bancaire, enjeux et solutions**
- 8 Adapter l'arbitrage à la matière bancaire et financière pour davantage d'efficacité et d'attractivité**
- 14 Compensation des dérivés post BREXIT : état des lieux**
- 18 L'action de la Commission européenne dans le domaine économique et financier en réponse à la crise du coronavirus**
- 24 La réponse des régulateurs financiers à la crise du coronavirus**
- 29 Crise du coronavirus et régulation bancaire**
- 31 Contentieux de la conformité : les procédures de sanctions**
- 44 Organismes de financement spécialisés (OFS) : apport déterminant pour le financement des entreprises ?**
- 52 Le secret bancaire - Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris**
- 56 Green Bonds, Green Loans, comment la réglementation peut-elle stimuler la finance verte ?**
- 64 Banking supervision in Europe: a US perspective with Elizabeth McCaul**
- 69 Vers un euro numérique ? Motivations, défis et état des travaux avec Thomas ARGENTE**
- 76 Le contrat-cadre ISDA de droit français : atouts et perspectives**
- 80 Transposition de la Directive sur l'insolvabilité des entreprises l'instauration de classes de créanciers**

2020, une année de stress test grandeur réelle ! Cela a le mérite, comme pour les tests prudentiels, de faire émerger forces et faiblesses pour élaborer des plans de remédiation.

Ce test a été également un accélérateur de tendances attendues : la 4ème révolution industrielle et le règne des datas, qui sortent du silo des directions informatiques pour remonter au « front » via l'Intelligence Artificielle et le Machine Learning, et une prise de conscience anticipée des « unexpected consequences » de régulations parfois en décalage avec les réalités du terrain.

Certains, sautant à la conclusion, se posent la question des limites d'un déclin avéré et des conditions de rebond. En effet, l'Europe continue à être marquée par une hyper complexité de ses règles et une extrême lenteur de réaction. Tout cela n'est pas inéluctable à condition de vision commune du bien commun européen, de détermination et de bon sens. La mission de l'EIFR, dans la sphère financière, très instrumentale pour faire face à ces crises aux origines multiples, est bien de contribuer à une compréhension partagée de ce bien commun et des contraintes inutiles. Cela passe par la mise en perspective d'une régulation qui répond à une stratégie d'ensemble conditionnant la compétitivité et le financement de l'économie européenne.

Les événements de l'EIFR, par la diversité voulue des thèmes abordés et la qualité des intervenants, proposent par petites touches « impressionnistes » une photographie des points de vigilance et des « best efforts » de part et d'autre pour y faire face. Ils contribuent, pour le compte d'une Europe performante, à matérialiser et partager cette « école française de la finance », qui sans arrogance, peut répondre à la récente absence du moteur anglo-saxon, dont les bases étaient parfois culturellement éloignées des traditions de l'Europe continentale.

Ces 10èmes Cahiers, probablement les derniers de l'EIFR d'origine - l'EIFR va en effet prendre un nouvel essor en fusionnant avec l'AEF (Association d'Economie Financière), pour devenir l'AEFR (Association Europe, Finance, Regulations), et donc augmenter sa masse critique et son périmètre d'action -, reflète bien cette ambition. Bien évidemment, ils passent en revue l'impact de la crise sanitaire sur la résilience et l'adaptabilité des règles prudentielles. Ils partagent les travaux juridiques de fond du HCJP, principalement liés au Brexit, mais aussi les avancées essentielles de la CMU en termes de convergence des règles d'insolvabilité des entreprises. La supervision n'est pas oubliée, avec son défi culturel national qui prolonge la fragmentation des marchés, son regard croisé vers l'Amérique et les pratiques BCE, ou les défis permanents des fraudes. Enfin deux autres défis clés : les progrès en matière de financement alternatif des entreprises avec les OFS et la problématique de l'Euro numérique, dont le positionnement vis à vis de l'euro scriptural digitalisé s'appuyant sur des infrastructures de paiements toujours plus efficaces reste ambiguë.

L'étape suivante des Cahiers sera leur prolongation un cran plus loin vers des « debate papers » pour contribuer encore plus explicitement au renforcement de la pensée sous-jacente des décisions européennes en matière d'alignement entre stratégie et régulation : « responsible smart & lean regulation ».



**Edouard-François
de Lencquesaing**

Président d'honneur de l'EIFR

Le défi de la fraude dans le secteur bancaire, enjeux et solutions

Frédéric PACE, Responsable onboarding, conformité et fraude, GFI Conseil

Dans le domaine de la fraude bancaire, la menace est protéiforme : cyberattaque, usurpation d'identité, fraude à la carte bancaire, vol de données, fraude interne (cas le plus courant). Vol de données et fraude interne peuvent être réunis, comme récemment aux Caisses Desjardins (Canada), où un employé a récolté les données personnelles de trois millions de clients, affaire qui s'est révélée très préjudiciable à la réputation de l'établissement mutualiste.

De ce fait, la définition est malaisée à formuler : il s'agit d'un acte illicite, qui peut se manifester par un acte mais aussi par une omission, par l'emploi de moyens illégaux mais aussi réguliers, cela pour un avantage qui n'est pas obligatoirement matériel.

Au triangle de la fraude (pression, pécuniaire par exemple, sur le fraudeur potentiel, occasion offerte au fraudeur potentiel, raison qui permet au fraudeur de justifier son acte) s'ajoutent des éléments satellites tels que la culture de la compétition dans l'entreprise, des objectifs trop élevés, ou encore les progrès de la digitalisation qui s'accompagnent d'une multiplication des failles, etc. Dans les dispositifs de lutte, on distingue la sensibilisation des salariés, qui donne les meilleurs résultats, le contrôle interne, et les dispositifs techniques tournés notamment vers la détection.

L'usurpation et la cyberattaque sont les fraudes les plus courantes. La première prend les formes suivantes : au président, au technicien, familiale, au device (téléphone portable...), au faux document. La seconde : phishing ou hameçonnage (message électronique avec un lien), cryptage et rançonnage, vol de données, malware ou virus informatique, vol de cartes bancaires.

La riposte à la fraude bancaire s'apparente à une course sans fin, car les fraudeurs, de plus en plus organisés et professionnels, finissent toujours par avoir connaissance des nouveaux moyens de lutte.

Les sujets qui occuperont en priorité les spécialistes de la lutte anti-fraude dans les prochaines années sont la fraude au device, la mobilisation de l'intelligence artificielle pour bâtir des modèles prédictifs, et la reconnaissance biométrique.

Merav GRIGUER, Avocate Associée Privacy et Data Protection, Bird & Bird

L'obligation de protéger ses clients pèse sur les établissements financiers, qui sont en état d'insécurité juridique : il faut sans cesse arbitrer entre la lutte contre la fraude et la sauvegarde du droit de la propriété, qui est un droit fondamental.

Le secteur bancaire a été le premier pour lequel la Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL) a fixé un cadre de lutte contre la fraude. Il a été établi que la lutte anti-fraude relevait de l'intérêt légitime des établissements (pas de nécessité d'avoir le consentement du client ou d'établir un contrat pour la

mettre en œuvre).

La fraude constitue un sujet très sensible pour les établissements car il est délicat de communiquer sur ce sujet avec ses clients : cela revient à reconnaître qu'il peut y avoir des failles dans le dispositif de lutte. D'où la nécessité d'élaborer un marketing juridique permettant de sensibiliser les clients sans les faire fuir.

Deux textes principaux régissent la protection des données financières, la deuxième Directive européenne sur les Services de Paiement (DSP2) et le Règlement Général sur la Protection des Données à caractère personnel (RGPD). Ces textes obligent les établissements financiers, mais il n'est pas certain que leur application stricte protège de la négligence : il faut probablement aller au-delà de ce qui est autorisé par les textes. Une difficulté supplémentaire tient au fait que la CNIL est très réservée à l'égard de l'usage de la biométrie.

La DSP 2, qui a été élaborée notamment parce que de nouveaux acteurs (agrégateurs de comptes, initiateurs de paiement) s'étaient développés en dehors d'un cadre juridique adapté, concerne aussi les acteurs traditionnels comme les banques. La DSP 2 introduit la notion d'authentification forte, soit le fait de réunir deux facteurs d'authentification sur les trois que sont la connaissance (d'un mot de passe par exemple), la possession (d'un téléphone par exemple) et l'inhérence. A noter qu'en matière d'inhérence, la biométrie est le nec plus ultra, mais qu'elle est intrusive et encadrée par la CNIL.

Un règlement délégué à la DSP 2 a été publié dans le but de préciser la notion d'authentification forte, mais n'a pas apporté de réponses à toutes les questions, par exemple en matière de dérogations à l'obligation de recourir à l'authentification forte.

Le RGPD s'est substitué au cadre légal existant (normes simplifiées, autorisations uniques, dispenses de déclaration) et impose, entre autres, de mettre en place une analyse d'impact. L'esprit du texte consiste à ne conserver et à n'utiliser que les données strictement nécessaires. Être en mesure de le justifier constitue la meilleure façon de se trouver en conformité avec le règlement.

Frédéric DUBOUT, Consultant Fraude et Identité, Experian

Quelques données éclairantes. En 2018, 49 % des entreprises disaient avoir été victimes de la fraude (30 % en 2009). Ce chiffre est sans doute en deçà de la réalité. Depuis 2005, il y a eu plus de 9.000 vols massifs de données dans le monde, ce qui représente 11.600 milliards d'enregistrements ; 32 % des vols de données l'ont été par phishing (il se crée 1,5 million de sites de phishing par jour) ; 30 % des mails de phishing sont ouverts par les destinataires et cette part monte à 70 % quand le phishing est ciblé ; quelque 3,4 milliards de mails de phishing sont envoyés en une année ; la fraude consiste essentiellement en usurpations d'identité (identités volées, identités synthétiques, fausses informations), qui permettent d'accéder à des comptes légitimes ou d'ouvrir des comptes.

Les objectifs et défis de la lutte contre la fraude : limiter les impacts financiers, réputationnels ou techniques ; couvrir tous les canaux (la solidité d'une chaîne est celle du maillon le plus faible) ; améliorer l'ensemble du cadre opérationnel de la lutte ; préserver le parcours du client.

Deux approches sont mises en œuvre. Technique (mode software as a service, accès via une application [API] unique, tous les canaux concernés, traitement en temps réel) et fonctionnelle (analyse du device, vérification documentaire [KYC], évaluation des mails, analyse des liens, analyse du comportement digital, machine learning, qui donne d'excellents résultats) :

- Analyse de l'appareil (device) : on collecte les données fournies passivement par l'appareil connecté pendant une session web (plus de 160 variables : type de l'appareil, langue utilisée, navigateur, fournisseur d'accès...), on traite ces données afin d'établir l'identité de l'appareil et on exploite cette identité (on peut par exemple relier plusieurs opérations - ouvertures de compte par exemple - à un appareil unique).
- Vérification en temps réel du numéro de téléphone : on l'effectue à partir d'une base de données commune aux opérateurs de télécommunication et des « codes retour » (numéro désactivé depuis plus d'une semaine, numéro non activé ou longue inactivité...).
- Vérification des coordonnées bancaires : l'IBAN peut être

vérifié avec le protocole Sepa-mail Diamond.

- Utilisation de la biométrie comportementale : l'utilisateur d'un ordinateur ou d'un téléphone portable se signale par des comportements comme l'utilisation ou non du copier-coller de préférence à la saisie, le fait d'être droitier ou gaucher, l'angle d'inclinaison de l'appareil, la vitesse de frappe, l'utilisation de la souris ou du clavier, etc.

Blaise GENTHON, Product Manager, Bleckwen

Créée en janvier 2019, Bleckwen développe des dispositifs de lutte contre la fraude à partir de l'utilisation de l'intelligence artificielle. Pour l'instant, la start-up vise les fraudes dans le domaine des virements internationaux et les fraudes à la souscription d'un crédit à la consommation.

Pour une banque de premier plan cherchant à lutter plus efficacement contre la fraude par phishing ou malware à l'encontre de sa clientèle d'entreprises, Bleckwen a analysé 400 millions de transactions afin de créer des modèles d'apprentissage automatique. Alors que le dispositif de la banque (détection des fraudes à partir des règles « métier ») donnait un taux de détection des fraudes de 62 % (en valeur), celui de Bleckwen enregistre 73 %, tandis que la combinaison des deux fait monter le score à 82 %. Le temps de traitement des alertes, de son côté, a été réduit de moitié.

La start-up est par ailleurs intervenue pour le compte d'un établissement de crédit qui ne parvenait plus à faire face à l'afflux de

demandes de crédit à la consommation. Les fraudes détectées étaient de deux ordres : fausses informations fournies par les demandeurs de crédit, demandes adressées par des fraudeurs sous une fausse identité. Le système mis en place par Bleckwen traite l'ensemble des dossiers, ne transmet aux analyses crédit de la banque que les dossiers suspects et refuse ou accepte d'emblée un certain nombre de dossiers. A noter : l'intelligence artificielle est plus efficace pour la détection des fausses déclarations (taux de détection de 94 %) provenant de « vrais » clients que pour la détection des usurpations d'identité (taux de détection de 63 %). Bilan de la mise en place du nouveau dispositif : un taux de détection majoré de 11 points et un temps d'analyse des dossiers divisé par deux.



L'arbitrage en matière bancaire et financière : quelles adaptations pour davantage d'efficacité et d'attractivité ?

Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris

Le groupe de travail mis en place par le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (HCJP), chargé d'examiner sous la présidence d'Alain Lacabarats l'efficacité et l'adéquation des procédures arbitrales dans le cadre des litiges relevant du droit bancaire et financier, a publié le 31 janvier son rapport d'analyse et de recommandations.

Ce rapport se situe dans la lignée de travaux précédents du HCJP sur l'adéquation des procédures de règlement des litiges en matière financière initiés dans le cadre du Brexit. Dans son rapport de janvier 2017 sur « Les implications du Brexit dans le domaine de la coopération judiciaire en matière civile et commerciale », le HCJP signalait la perte du bénéfice du mécanisme de reconnaissance et d'exécution automatique des décisions de la justice britannique, entraînant la nécessité d'une procédure complémentaire d'exequatur qui peut générer coûts, délais ou même incertitude d'exécution. Le rapport de mai 2017 sur les « Préconisations sur la mise en place à Paris de chambres spécialisées pour le traitement du contentieux international des affaires » recommandait la création de chambres internationales, et c'est sur cette base que de telles chambres ont été renforcées au sein du Tribunal de commerce de Paris et créées au sein de la Cour d'appel de Paris.

Il s'agissait cette fois, pour prolonger cette revue de l'offre juridique de la Place de Paris, d'engager une réflexion approfondie sur l'efficacité et la pertinence de l'arbitrage pour les litiges relevant des matières spécialisées et complexes du droit bancaire et financier.

Malgré des avantages de confidentialité, rapidité et flexibilité, les acteurs bancaires et financiers utilisent l'arbitrage de manière inégale, irrégulière et de façon focalisée sur certains domaines (tels que les litiges impliquant des contreparties de marchés émergents ou souveraines, ou des opérations sophistiquées comme les dérivés), et peu dans les litiges domestiques.

Le contexte du Brexit et la fin du bénéfice du mécanisme européen de reconnaissance et d'exécution automatique des décisions de justice au sein de l'Union Européenne conduisent cependant les établissements à reconsidérer l'utilisation de l'arbitrage dans les matières spécifiques du droit bancaire et financier, en raison de l'important volume de contrats conclus en droit anglais et contenant une clause attributive de compétence au bénéfice des juridictions anglaises.

Le HCJP a ainsi travaillé sur les caractéristiques d'une procédure d'arbitrage institutionnelle adaptée aux litiges en matière financière, sur le plan des délais, de l'information sur les coûts et la qualité des arbitres, de la publication des sentences et de la pédagogie sur la procédure. Ces critères pourraient être appliqués dans le cadre d'une adaptation de la procédure accélérée existant au sein de l'International Chamber of Commerce (ICC).

Alain LACABARATS, Président de chambre honoraire à la Cour de Cassation

L'arbitrage se situe, aux côtés de la conciliation et de la médiation, parmi les modes alternatifs de règlement des conflits (MARC), qui sont des mécanismes de recherche de solution et de résolution de litiges ne passant pas par le système judiciaire. Les MARC font l'objet d'une promotion continue depuis 30 ans en France, comme dernièrement au travers de la Loi de programmation et de réforme de la justice de mars 2019, qui introduit différentes évolutions favorables en matière de procédure civile.

A l'issue du Brexit qui va conduire les décisions de justice britanniques à perdre le bénéfice de la reconnaissance automatique dans l'espace de l'Union Européenne, l'intérêt de l'arbitrage va se trouver renforcé car les sentences arbitrales seront plus faciles à exécuter que des jugements exigeants une exequatur. Régi par la Convention de New York, l'arbitrage continuera à s'appliquer de façon simple, sans la relative complication de l'exequatur introduisant un contrôle accru du juge local pour l'application d'une décision d'un juge britannique. Bien sûr, l'arbitrage, malgré son effet obligatoire pour les parties, nécessite pour l'application des sentences une certaine bonne foi de celles-ci et peut parfois nécessiter des mesures d'exécution forcée, mais il demeure en général par construction en-dehors du champ judiciaire. La pratique va devoir de toute façon évoluer : les contrats-cadre de type ISDA pour les dérivés et LMA pour les contrats de prêt prévoient aujourd'hui généralement la compétence du juge britannique, y compris pour les contrats conclus en France et entre entités françaises, ce qui n'a plus de raison d'être avec le Brexit. En toute hypothèse, la circonstance du Brexit conduit à réfléchir au volet

arbitrage pour compléter une offre juridique globale attractive pour la Place de Paris.

Peut-être ces éléments contribueront-ils à faire évoluer la position des établissements financiers souvent réticents à recourir à l'arbitrage. Les raisons invoquées peuvent être utilement revisitées : le coût souvent jugé élevé est à mettre en perspective avec celui d'une procédure judiciaire complète (appel, cassation) en France et plus encore à l'étranger, en particulier dans le monde anglo-saxon où le système d'administration de la preuve est extrêmement coûteux ; la durée considérée comme longue et incertaine peut également être analysée en regard du temps judiciaire, peut-être un peu plus prévisible mais toujours excessivement long ; enfin l'absence de lisibilité de la jurisprudence arbitrale pourrait être corrigée par la mise en place d'une base de données des décisions.

Ce sont ces facteurs pris en compte par les établissements financiers lors de la décision de recourir à l'arbitrage que le groupe de travail du HCJP s'est attaché à analyser de façon assez exhaustive pour pouvoir émettre des propositions pratiques pour l'adaptation des procédures d'arbitrage aux matières bancaires et financières, notamment en matière de délai, de coût, d'information sur la qualité des arbitres, et de publication des décisions.

Georges AFFAKI, Professeur associé à l'Université Paris II ; avocat associé, Affaki

Aujourd'hui encore, lorsque l'on pose la question de l'intérêt de l'arbitrage à un directeur juridique de banque, la réponse est bien souvent que l'offre judiciaire classique couvre ses besoins, et que sa matière est trop spécifique, trop technique, trop complexe pour un mécanisme de règlement des litiges

autre que la justice étatique. Et il est vrai que les activités financières constituent un domaine particulier, car régulé. Pour autant, il n'y a pas de raison forte justifiant l'exclusion de l'arbitrage en matière bancaire et financière, sauf bien entendu dans certains domaines explicitement exclus : contrairement à d'autres pays, notamment les Etats-Unis, le droit français restreint l'arbitrage en matière de consommation : on parle donc plutôt ici en matière bancaire de la banque d'entreprises.

En réalité, l'arbitrage existe bien déjà en matière bancaire et financière. Plusieurs études ont examiné la question du recours à l'arbitrage dans ce domaine, en particulier le rapport du groupe de travail constitué sous l'égide du Comité Français de l'Arbitrage en mai 2014, et le rapport « Financial Institutions and International Arbitration » établi sous l'égide de l'ICC en septembre 2016. L'un et l'autre font le constat de la réalité d'un recours à l'arbitrage par des banques et des fonds, notamment dans le domaine des financements internationaux, des opérations d'investissement et de partenariats (joint ventures), des opérations de marché, des opérations de dérivés avec des contreparties souveraines, des crédits syndiqués dans certaines régions, ou encore de certaines opérations de fusion ou de gestions d'actifs ou de fortunes où la confidentialité est importante.

Les établissements financiers ont ainsi aujourd'hui déjà régulièrement recours à l'arbitrage. Lors de la crise financière de 2008, les banques ont réalisé qu'il fallait avoir accès à une justice experte, et dans certains pays l'essentiel des litiges liés au démantèlement de Lehman a été réglé par médiation ou arbitrage, comme à Hong Kong au travers du Financial Dispute Resolution Center. Par ail-

leurs, les clauses d'arbitrage sont progressivement apparues dans les conventions-cadres de produits dérivés publiées sous l'égide de l'ISDA : en 2010, l'ISDA et l'International Islamic Financial Market ont publié un contrat-cadre documentant les produits islamiques qui inclut une clause d'arbitrage renvoyant à la CCI, en 2013 l'ISDA a publié un guide de l'arbitrage contenant des modèles de clauses d'arbitrage qui renvoient aux règlements d'arbitrage des principales institutions arbitrales internationales (ICC, London Court of International Association ou American Arbitration Association), et en 2018 l'ISDA a publié le contrat-cadre de produits dérivés de droit français qui contient un modèle de clause d'arbitrage renvoyant au règlement d'arbitrage de l'ICC. Les grandes banques françaises traitent également certains de leurs grands dossiers internationaux par l'arbitrage. On peut noter enfin que 20 % des émissions de dettes souveraines contiennent une clause d'arbitrage.

Si, avec d'ailleurs une certaine bienveillance des régulateurs qui en général s'affichent neutres ou favorables, l'arbitrage existe donc bien en matière financière, illustrant l'intérêt dans certaines circonstances d'une justice privée alternative, il est aujourd'hui clairement utilisé en-dessous de son potentiel, en raison d'une relative méconnaissance et d'une mauvaise compréhension des mécanismes.

Les avantages principaux de l'arbitrage par rapport aux procédures judiciaires sont pourtant bien connus : confidentialité, souplesse procédurale, rapidité, et reconnaissance d'exécution de sentences arbitrales internationales. Sur ce dernier point, 162 pays ont ratifié la Convention de New York de 1958 sur l'exécution des sentences arbitrales, qui prévoit limitativement dans son art. 5 les seules raisons pour lesquelles le juge de l'exequatur lo-

cal pourrait refuser de reconnaître la validité des sentences étrangères : il faut que l'arbitre ait excédé sa mission, que l'arbitre ait statué sur une convention d'arbitrage inexistante, ou que la reconnaissance dans l'ordre juridique national de cette sentence arbitrale vienne heurter l'ordre public.

Comme indiqué plus haut, le présent rapport n'est pas le premier sur l'application de l'arbitrage à la matière bancaire et financière. Le rapport du Comité Français de l'Arbitrage sur l'arbitrage en matière bancaire et financière en 2014 était un premier travail pionnier. Le rapport de 2018 de la CCI représentait, lui, un effort quasi-planétaire, avec plus de 100 délégués à travers le monde, plus de 50 banques consultées, des centaines de sentences examinées, plusieurs procédures internes de banques ont été auscultées, pour un rapport inégalé dans le degré de détail. Mais la particularité du rapport du HCJP sur l'arbitrage, c'est la diversité des contributions : pour la première fois les banques sont autour de la table de travail (BNP Paribas, Natixis, Crédit Agricole CI), aux côtés des régulateurs (ACPR, AMF) et pouvoirs publics (Trésor, Chancellerie), ce qui conduit à un travail exceptionnel dans sa qualité, dans sa représentativité, et dans son ambition, qui est de le voir remettre en cause un certain nombre d'idées un peu surannées qui continuent de polluer ce qui devrait être une décision critique pour un directeur juridique : est-ce que dans le cas qui m'est soumis, l'arbitrage ou les tribunaux constituent le meilleur choix ?

Le Groupe de travail a recensé ce que les banquiers interviewés ont indiqué être les facteurs qui les amènent à décider ou non de recourir à l'arbitrage dans un cas spécifique. Il faut en effet privilégier une approche non dogmatique, sans adhésion automatique et sans rejet systématique de l'arbitrage, en re-

gardant dans les exigences spécifiques du cas le moment où, dans un comité de crédit, il faut apprécier si l'arbitrage peut être intéressant. Il a ainsi souvent été indiqué que le caractère international ou non du litige influe, de même que le coût, le risque de partialité de certaines juridictions étatiques étrangères, la difficulté d'exécuter une décision de justice sur des actifs en dehors de l'UE - quand on n'a pas le bénéfice du Règlement européen Bruxelles 1 bis sur la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, et qu'il faut aller devant une pluralité de juridictions -, le souhait de confidentialité de la procédure, le besoin de mesures provisoires et conservatoires, l'aspect de multipartisme dans l'opération : ce sont apparemment là les critères essentiels qui peuvent amener les banques à considérer l'arbitrage pertinent.

Il faut apprécier ces points au regard de l'expérience terrain :

- **L'international** : arbitrage n'est pas l'apanage du commerce international : il est utilisé dans tous les contrats de distribution, de franchise, que ce soit en interne ou à l'international, comme dans la construction ; l'ICC gère également tous types de litiges de nature commerciale, et, par exemple, un très grand nombre de garanties de passif intègrent des clauses d'arbitrage.
- **Le coût** est mentionné quasi systématiquement par les banques interrogées : l'arbitrage serait cher. Mais comparé à quoi ? Si on le compare à une procédure devant le tribunal de commerce de Paris, et si on dit que le cas va être résolu dès la décision de première instance, alors oui l'arbitrage est cher. En revanche, si on le compare à une procédure à Londres où il va être nécessaire d'aligner les so-

licitors, le junior barrister ou le Queen's Counsel, avant d'aller potentiellement en appel, ou plus encore à une procédure aux Etats-Unis ou à Hong Kong, il apparaît certainement que le coût de l'arbitrage, même intégrant les honoraires des arbitres et le coût de l'institution administratrice, est plutôt bas.

- **La confidentialité.** S'appliquant à l'existence même de la procédure, aux documents produits et à la sentence elle-même, elle est souvent déterminante dans le choix pour l'arbitrage. L'arbitrage n'est cependant pas systématiquement confidentiel : la confidentialité doit être prévue par le droit applicable ou par les règles de l'institution d'arbitrage choisie, ou être expressément convenue entre les parties, ou à leur demande ordonnée par le tribunal arbitral en première étape de la procédure.
- **Les mesures provisoires.** On entend parfois que la juridiction de l'arbitre est basée sur un socle contractuel elle est forcément tronquée ; si elle est tronquée, ça ne veut pas dire qu'elle est inefficace. Dans le cas par exemple d'un appel abusif à la garantie bancaire, l'arbitre peut aboutir le même résultat que le juge des référés. Il y a sans aucun doute des manières pour l'arbitre d'assurer une bonne efficacité dans le traitement du litige.
- Quant aux **arbitrages multipartites**, on ne compte plus dans les financements de projets des arbitrages qui amènent la société de projet, les différentes classes de prêteurs, ou les banques qui fournissent des dérivés, à travailler ensemble, dès lors qu'il y a une clause d'arbitrage identique ou compatible.

La démarche du groupe de travail du HCJP a été dès l'origine de rechercher

un système d'arbitrage qui réponde à deux soucis dans l'arbitrage tel qu'il est proposé aujourd'hui : un contrôle des coûts et un contrôle de la qualité. En ce qui concerne le coût, il est apparu que la solution existait. Depuis la dernière révision du règlement d'arbitrage de l'ICC, il existe en effet une procédure accélérée encadrée par son art. 30 : l'idée adoptée par les 96 pays membres de l'ICC est que pour des litiges de montant limité - le montant de 2 M\$ a été arbitrairement retenu - il n'est pas nécessaire de considérer une procédure complexe avec 3 arbitres, et qu'un arbitre unique peut suffire, en le dispensant d'un acte de mission en première étape procédurale mais avec l'obligation de tenue d'une conférence sur la gestion de la procédure dans les 15 jours de l'ouverture de la procédure ; en contrepartie, l'arbitre s'engage à rendre sa décision en 6 mois. Ce système a eu tellement de succès que le seuil de 2 M\$ est en train d'être relevé à 4 M\$, et que l'ICCI le propose sur une base optionnelle au-delà de ce seuil de 2 M\$: on a ainsi vu des cas où les parties ont retenu cette procédure pour des litiges de plus de 50 M\$. Cette procédure accélérée a été retenue par les membres du HCJP pour son efficacité.

Il faut signaler que l'expérience révèle que 82 % des coûts d'une procédure arbitrale sont des coûts de la partie elle-même, que qui laisse 18 % à partager entre 6 à 8 % les coûts de l'institution qui administre l'arbitrage et les honoraires des arbitres. Ainsi 82 % des coûts, essentiellement juridiques, sont entre les mains des parties, qui peuvent les maîtriser ou les optimiser.

La qualité quant à elle repose sur le choix d'arbitres qui savent penser et parler « banquier » et ne sont pas déboussolés quand on parle de dérivés, de modèles financiers, ou de suretés. Ce qui a fait parler de Prime Finance, dernière institution

d'arbitrage née à La Haye et dédiée aux opérations bancaires et financières, c'est que son premier acte a été de proposer sur son site une liste d'arbitres de partout dans le monde, tous experts en matière bancaire et financière, liste librement disponible que l'on soit ou non utilisateur des services de Prime finance. Cette initiative a été reprise par d'autres institutions d'arbitrage. Le groupe de travail du HCJP propose de mettre en place une liste d'experts, liste de confiance à titre purement indicatif, sans obligation pour les parties à choisir un arbitre de la liste.

La vocation de ce rapport n'est bien sûr pas d'enrichir simplement l'étagère où sont positionnés les rapports sur l'arbitrage en matière bancaire et financière. Ce que souhaite vivement le Groupe de travail, c'est que ce rapport soit lu et débattu dans des conférences et des réunions des directeurs juridiques. Il est important que la voix soit portée pour faire connaître ce rapport qui a bénéficié de la contribution de régulateurs très engagés (AMF, l'ACPR, Trésor, Chancellerie) qui ont participé à une grande partie des séances de travail et ont soutenu ce rapport de manière totale. L'ambition est que la prochaine fois qu'un directeur juridique se voit demander par un comité de crédit de la banque son avis sur une clause d'arbitrage, il ait les moyens d'apprécier sa pertinence. Il est également important que soit initiée la liste de confiance, et l'on commence à proposer des noms d'arbitres connaissant la matière financière.

Quelques points additionnels issus des échanges avec le public

- Les banques sont aujourd’hui très au fait de l’intérêt et de la pratique de l’arbitrage, certaines s’étant dotées de guides internes sur le sujet.
- L’amélioration suggérée de la procédure arbitrale est un élément important pour que la Place financière de Paris apparaisse, à l’aube du Brexit, comme un hub juridictionnel complet qui puisse faire vraiment pendant à d’autres centres financiers dans un monde devenant polycentrique : en parallèle aux chambres internationales du Tribunal de Commerce et de la Cour d’appel de Paris, il peut y avoir maintenant un arbitrage efficace, basée sur une procédure accélérée et une liste de confiance d’arbitres, de nature à séduire les établissements financiers.
- Même si l’arbitrage reste encore à ce stade cantonné à certains domaines, sa progression est tout de même très significative. Si la formule n’était quasiment pas envisageable il y a 20 ans, la perception des obstacles (habitudes de la justice classique, coût et délais) a considérablement évolué ; en toute hypothèse, la combinaison coût/délai est à l’avantage de l’arbitrage, les décisions d’arbitrage étant dans l’immense majorité des cas directement exécutées.
- La liste de confiance, très intéressante dans son appellation même, est un argument déterminant pour convaincre les banques : si on veut développer un contentieux aussi spécifique, on a besoin de spécialistes. L’avantage de la liste d’arbitres apparaît bien supérieur au risque d’un certain corporatisme. Il est nécessaire que les banques s’impliquent

dans la constitution de cette liste, qui doit être réalisée de façon rigoureuse, en regardant notamment l’expérience de Prime Finance. L’indépendance et l’impartialité des arbitres constituent une condition fondamentale de crédibilité du dispositif.

- En s’appuyant sur la dynamique créée par ce rapport, il est intéressant de réfléchir à la mise en place d’un hub français de l’arbitrage, avec les différents acteurs de la Place.
- En réalité, au-delà de la Place de Paris, c’est l’efficacité de l’Europe qui est en jeu avec la nécessité de dispositions contractuelles dans les contrats-cadres financiers intégrant les évolutions issues du Brexit, et d’une palette de mécanismes efficaces de résolution des conflits, au sein de laquelle l’arbitrage a toute sa place.

Compensation des dérivés post-BREXIT : état des lieux ?

Corinna Schempp, Head of EU Policy & Regulation, FIA :
EMIR 2.2 implementation in a post Brexit background

Corinna Schempp présente l'action de la Futures Industry Association, association internationale d'opérateurs intervenant sur les marchés de dérivés pour promouvoir une bonne régulation des échanges. Elle regroupe des spécialistes de 48 pays, et sa mission est d'assurer des marchés ouverts, transparents et compétitifs, de protéger l'intégrité des systèmes financiers et de développer des hauts standards professionnels.

Selon les mots de Michel Barnier, négociateur en chef de l'UE pour le Brexit, le Brexit politique a eu lieu le 31 janvier 2020, et le Brexit économique aura lieu le 31 décembre 2020 (d'ici là le Royaume-Uni reste dans le marché unique et l'union douanière), à moins que le Royaume-Uni ne demande une prolongation de l'accord transitoire d'ici le 30 juin 2020.

Le Royaume-Uni est maintenant un pays tiers. Il n'y a pas de changement au statut du Royaume-Uni pendant la période de transition, mais après la fin de la phase de transition les CCP (Central CounterParties ou chambres de compensation) britanniques comme LCH Limited, ICE Clear Europe et LME devront être traitées comme des TC-CCP (Third Country CCP).

EMIR 2.2 est un dossier important pour le marché des dérivés post-Brexit. Le texte final de niveau 1 a été publié le 12 décembre 2019 et est entré en vigueur le 1er janvier 2020.

EMIR 2.2 a modifié EMIR en mettant l'accent sur les régimes d'autorisation et de surveillance des CCP de pays tiers. Pour les CCP de l'UE, il a introduit une approche plus paneuropéenne de la supervision afin d'assurer une plus grande convergence de surveillance et d'accélérer certaines procédures.

Un comité de surveillance sera chargé d'assurer une surveillance plus cohérente des CCP de l'UE ainsi qu'une surveillance plus robuste des CCP dans les pays tiers. La mise en place du Comité de surveillance est en cours et hautement prioritaire.

La détermination d'une CCP comme étant systématiquement importante est requise par l'ESMA lorsqu'elle examine une demande de reconnaissance. L'ESMA doit examiner un certain nombre de critères relatifs à, par exemple, la nature, la taille et la complexité des activités.

Si une CCP est classée comme CCP de niveau 2, un certain nombre de conditions supplémentaires doivent être remplies pour qu'elle soit reconnue et autorisée à fournir des services de compensation dans l'UE.

EMIR 2.2 introduit de nouveaux pouvoirs et devoirs de surveillance pour l'ESMA. Il s'agit de l'accès à l'information d'une CCP de pays tiers, de l'inspection sur place de la CCP et du partage d'informations avec les régulateurs, les superviseurs et les banques centrales compétents de l'UE.

EMIR 2.2 prévoit également la participation des banques centrales concernées à la reconnaissance et à la supervi-

sion des CCP de pays tiers en ce qui concerne les instruments financiers libellés en monnaies de l'UE qui sont autorisés dans une large mesure dans ces CCP.

L'UE (et vice versa le Royaume-Uni/Trésor) doit s'efforcer de procéder à des évaluations d'équivalence d'ici la fin du mois de juin. Nous ne nous attendons pas à des annonces d'ici là et cela ne signifie pas non plus que les décisions d'équivalence devront être prises d'ici là, seulement les évaluations.

Nous attendons maintenant les annonces de fin juin. Nous espérons des approches plus claires et pragmatiques pour la voie à suivre en matière d'équivalence (et soutenons activement le processus en répondant au prochain cycle de consultation EMIR 2.2), pour que le processus d'EMIR 2.2 soit finalisé. Si davantage de clarté et de sécurité juridique ne sont pas au rendez-vous, les membres de la FIA seront préoccupés par le fait que les CCP britanniques pourraient juger nécessaire de délivrer des avis de résiliation (fin septembre) à leurs membres avant la fin de 2020, afin de se conformer aux délais de préavis respectifs. Nous n'avons pas beaucoup de temps jusque-là.

Gilles Kolifrath, Avocat Associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP :

Comment négocier ses contrats sur dérivés OTC depuis le 1er février 2020 ?

Le processus de négociation a continué malgré le contexte du COVID et heureusement car le temps est compté.

D'où venons-nous ? la situation européenne pré Brexit : la conclusion des contrats sur dérivés OTC avec le mécanisme du passeport européen repose sur le principe de reconnaissance mutuelle et permet à un étab-

lisement agréé dans un pays membre de l'UE ou de l'EEE pour y fournir des services bancaires et financiers de les fournir également dans un ou plusieurs autres Etats membres, sans être contraints d'obtenir un agrément auprès de l'autorité compétente des pays d'accueil des concernés.

Cela vaut pour la liberté d'établissement et la libre prestation de services.

Aujourd'hui il y a en général un agrément dans le cadre de MIF.

Une question clé sur le devenir des chambres de compensation qui compensent les opérations les plus importantes : pourquoi cela change-t-il la donne ? Les chambres de compensation sont historiquement basées à Londres, avec une situation de quasi-monopole des CCP britanniques. Ces chambres pourront-elles intervenir demain ? Se pose donc la problématique de l'agrément pour certains types de contreparties et d'opérations.

Où en sommes-nous ? : Le Royaume Uni a mis en place une mesure transitoire pour permettre aux chambres de compensation étrangères de travailler sur son sol. En mars 2020 ont débuté les négociations sur les relations futures entre l'Union européenne et le Royaume-Uni, avec en point de mire en décembre où on espère voir aboutir un traité. L'approche anglaise repose plus sur une mécanique d'accord de coopération, sur le modèle de pays tiers (Canada, Japon), tandis que l'approche européenne repose sur le système de décision d'équivalence. Les deux parties veulent travailler sur un nouveau level playing field avec des standards élevés de coopération.

Le risque d'un cliff edge à l'issue de la période de transition qui doit s'achever le 31 décembre 2020 reste

présent. Durant cette période le droit de l'UE continuera de s'appliquer au RU.

En cas de perte des passeports des établissements britanniques se pose la question de la résiliation des contrats sur dérivés OTC. Quelles sont les solutions envisageables ? : Création d'une entité localisée en Europe, les opérations se relocalisant, ce qui permet de travailler dans l'UE, et possiblement transférer le portefeuille d'opérations sur cette entité. Si cette entité n'était pas mise en place, la réglementation a permis des exemptions pour certains contrats, avec une exemption aux obligations d'EMIR et une facilitation de la réplique des contrats cadre.

La tendance est donc à la création de nouvelles entités et la question se pose de savoir si on peut continuer à travailler avec le contrat cadre ISDA. Demeurer en droit britannique présente des inconvénients, et passer en contrat cadre ISDA de droit français est une option avantageuse avec le mécanisme de réplique des contrats cadre et l'absence de changements significatifs par rapport à la version britannique.

Le Haut Comité Juridique de Place a été saisi de ces problématiques.

Faute d'agrément, interdiction pour les utilisateurs de compenser via les CCP britanniques, et pour les régulateurs perte de tout accès à la supervision des CCP britanniques et à l'information sur les flux compensés. Il y a pour l'instant une reconnaissance temporaire des CCP britanniques par l'ESMA et par la Commission européenne (régime de l'équivalence) qui permet une continuité des opérations.

Ces points seront à aborder dans le Traité ou par des systèmes de reconnaissance.

Vers quels modèles nous dirigeons-nous ? : Mise en place d'un traité intégrant les dispositions en matière bancaire et financière. Ou bien possibilité de faire rentrer le RU dans un cadre préexistant qui est l'Espace Economique Européen (appliqué à l'Islande, Norvège et Liechtenstein). La troisième voie est la mécanique de la reconnaissance déjà évoquée, qui permet de travailler avec des directives et règlements européens, comme par exemple le régime d'équivalence de la bourse suisse. Mais cela ne concerne pas toutes la réglementation (16 sur 37 directives et règlements) et dépend d'un acte unilatéral et discrétionnaire. L'article 25 du Règlement EMIR en pose les conditions. Ce système est peu réalisable en pratique sur une période longue pour les services financiers.

La sortie du RU de l'UE nous oblige à repenser le système, l'UE étant plutôt hostile à tout changement de cadre, d'où la nécessité de faire des concessions et peut-être d'aller au-delà des réformes récentes (EMIR).

Il y aura probablement plusieurs places spécialisées en Europe, avec la question de la relocalisation de la compensation en Europe et le développement de nouveaux acteurs (Eurex). Ne faut-il pas notamment relocaliser les CCP très systémiques ?

Corentine Poilvet-Clediere, Head of RepoClear and CaLM SA, LCH :

Quel accès aux CCP et à la liquidité ?

Après ces présentations juridiques et politiques, elle souhaite donner le point de vue du business, avec une vision internationale et pas seulement entre Bruxelles et Londres.

Location policy est un terme très politique. La juridiction européenne ne peut pas relocaliser un business. Elle peut en revanche refuser de reconnaître ce business, ce qui veut dire

que les acteurs européens n'auront plus accès à ce service. Attention, car les acteurs privés n'auront plus le choix qu'ils ont aujourd'hui. Quand on parle de clearing dans le Brexit, on parle de libreaccès. C'est potentiellement ce qui se joue par rapport à des banques d'autres continents, et c'est la voix des clients qui compte sur la base de critères d'efficacité et pas seulement sur un marché captif.

Une chambre de compensation est un véhicule de mutualisation des risques, afin de réduire le risque de contrepartie et éviter la transmission de la crise avec le mécanisme de colatéralisation. Donc plus le pool de clearing est large, avec des profils différents et des cycles de business complémentaires, plus il y a de liquidité et moins les risques de liquidity crunch sont élevés. C'est un sujet clé dans le cadre du Brexit : comment accéder au clearing des swaps de taux d'intérêt, du repo euro ? LCH gère à travers ses opérations 18 monnaies dans 62 pays.

Le mécanisme d'équivalence n'existe pas dans tous les pays et il y a la possibilité d'avoir une licence locale pour un opérateur en appliquant les règles de la juridiction. Le clearing doit avoir un risk management totalement indépendant, avec une évaluation du risque mark to market plusieurs fois par jour, et des appels de marge si nécessaire. La contrepartie doit couvrir un breach of covenant. Le fonds de mutualisation et le capital de la chambre de compensation sont des garants supplémentaires. Les critères de membership et de gouvernance doivent être également très stricts. La taille et la liquidité du clearing font la qualité du service recherché par les opérateurs. Ainsi, sur le marché du repo, le poids de LCH est 30 fois celui d'Eurex. Attention donc à ne pas casser ces pools de clearing où le risque est très mutualisé entre les membres (près de 900 chez LCH).

LCH propose un large choix à ses clients à Paris avec un service de repo euro, et va ouvrir un service de sponsored clearing en partenariat avec le groupe Société Générale (développé ci-après).

Avec le Brexit, un système de reconnaissance temporaire (Temporary Recognition Regime) a été donnée par la Banque d'Angleterre afin de pouvoir continuer pour les Britanniques d'accéder au repo basé à Paris, valable trois ans après la fin de la période de transition.

L'offre de sponsored clearing va permettre aux institutions non bancaires (fonds, compagnies d'assurance) de rejoindre le pool de clearing et d'accéder à la liquidité.

Maintenant, comment garantir l'accès au clearing quand on est dans l'univers des swaps de taux d'intérêt, dont 95% sont clearés à Londres ? Le sterling ne représente en fait que 15% des flux (US dollar 45%), c'est un service international avec des clients dans 62 pays. L'euro représente 20 à 25% des volumes, mais seulement 7% sont le fait d'opérateurs de la zone euro. Beaucoup d'acteurs internationaux choisissent des IRS en euros car la monnaie est attractive. C'est un marché très différent du repo et donc la location policy aussi. SwapClear est aujourd'hui autorisé sous EMIR, qui est le régime le plus strict dans les critères internationaux, et donc répond aux critères de conformité. Si SwapClear n'était pas reconnu, ce serait donc pour des raisons politiques.

Que fait LCH pour maintenir son service dans le cadre du Brexit ? Il faudra trouver une alternative aux opérateurs européens pour cette part d'activité clearée à Londres, avec un pool plus petit (20 membres) et un risk management plus élevé.

Géraldine Trippner, Managing Director, Head of Financing Solutions, SG Global Markets

Rôle et position d'une grande banque, L'offre de Sponsored Repo-Clearing

Géraldine Trippner conclut cet atelier avec une touche très concrète en tant qu'opérateur de marché et présente l'offre de Sponsored Repo-Clearing qui prend tout son sens dans le contexte actuel de post Brexit. Le rôle de la banque est de financer l'économie réelle et d'apporter de la liquidité aux investisseurs et des solutions aux clients. Le Sponsored Repo-Clearing est un outil d'une grande efficacité pour y répondre, dans le respect des contraintes réglementaires de la Banque. Les clients ont des besoins de collatéral et de swaps, sont à la recherche de rendements et veulent s'assurer d'un marché suffisamment efficace pour placer leurs liquidités ou prêter leurs titres.

Il faut mesurer la capacité d'intermédiation des banques, c'est-à-dire la capacité à mettre leur bilan à la disposition des clients pour ces opérations, alors que les banques doivent réduire leur bilan pour des raisons prudentielles.

C'est une préoccupation de nombreux fonds de pensions et d'assureurs de répondre à cette problématique de pouvoir accéder à la liquidité et de ne pas être coincés sur une fin de trimestre par exemple. Il faut donc offrir à ces clients un marché qui jusque-là était réservé au marché interbancaire. Ce service est disponible aujourd'hui chez LCH Limited, la chambre de compensation étant la contrepartie, ce qui signifie être membre de la CCP. Le Code Monétaire et Financier a donc été amendé pour permettre aux assureurs, fonds de pension, et asset managers d'être membres de la CCP.

On voit à chaque événement disruptif

que le meilleur outil est la flexibilité pour pouvoir continuer à avancer. La liquidité est essentielle avec cette offre, qui donne la capacité des banquiers à « netter » une dette avec une autre. Dans le contexte du post Brexit possibilité par exemple de « netter » un OAT avec du Bund ou une autre dette gouvernementale européenne éligible à la plate-forme, ce qui va créer un énorme marché de liquidité et des prix plus stables sur le marché du repo.

Possibilité également pour des clients non continentaux d'intervenir sur cette plate-forme de LCH SA pour bénéficier de cette capacité de clearing.

SG s'est préparée dès le référendum sur le Brexit et offre à ses clients un double set up, à la fois au RU et continental, même si les processus d'onboarding prennent du temps.

Il est important de s'assurer de la stabilité de la liquidité dans les périodes disruptives comme celle sur la crise des dettes souveraines ou dans le contexte actuel avec le Brexit et la crise sanitaire qui rajoute de l'incertitude. L'offre de Sponsored Repo-Clearing y répond.



L'action de la Commission Européenne dans le domaine économique et financier en réponse à la crise du coronavirus

La crise du coronavirus a conduit à une mobilisation sans précédent de la Commission Européenne pour apporter une réponse, au-delà du domaine sanitaire, à des défis inédits sur le plan économique et financier.

De nombreuses initiatives ont ainsi été prises depuis l'émergence de la crise : mobilisation du budget de l'UE et la BEI pour préserver l'emploi et aider les entreprises frappées par la crise (mesures de soutien à la liquidité pour venir en aide aux PME, initiative d'investissement), règles temporaires en matière d'aides d'État afin que les gouvernements puissent injecter des liquidités dans l'économie pour soutenir les citoyens et les entreprises et préserver l'emploi dans l'UE, flexibilité du cadre budgétaire européen, mesures économiques pour compléter le programme de rachats d'urgence de la BCE de titres publics et privés, ou encore filtrage des investissements directs étrangers. Dans le secteur financier, un « paquet bancaire » a été adopté afin de faciliter l'octroi de prêts aux ménages et aux entreprises dans l'UE.

Surtout, la Commission a présenté le 27 mai, pour contribuer à réparer les dommages économiques et sociaux causés par la pandémie, stimuler la relance européenne et protéger les emplois, un vaste plan de relance pour l'Europe. Pour mobiliser les investissements nécessaires, la Commission organise une réponse double portant la force de frappe financière totale du budget de l'UE à 1.850 Md€ : Next Generation EU, un nouvel instrument de relance doté d'un budget de 750 Md€, permettant d'augmenter le budget de l'UE grâce à de nouveaux financements levés sur les marchés financiers pour la période 2021-2024 ; et par ailleurs, des renforcements ciblés du budget de l'UE à long terme pour la période 2021-2027 pour un montant global de 1.100 Md€.

Combinées aux trois importants filets de sécurité pour les travailleurs, les entreprises et les États, approuvés par le Conseil européen en avril sous la forme d'un paquet doté de 540 Md€, ces mesures exceptionnelles prises au niveau de l'Union représentent près de 2.400 Md€.

Edouard-François de Lencquesaing, Président d'Honneur de l'EIFR

Cette session est absolument clé pour appréhender à leur juste mesure les événements récents du cheminement européen. La presse ne semble pas avoir mesuré parfaitement ce qui vient de se passer en Europe. La crise, comme souvent en Europe, a permis une sorte de rupture dans la manière dont l'Europe progresse pour servir ses entreprises et ses citoyens. Le fait qu'il y ait eu un accord avec l'Allemagne pour un engagement très significatif d'aide financière et surtout pour

le principe de son financement par l'émission de dette commune européenne constitue un événement extrêmement important pour la capacité de l'Europe à mettre en œuvre un mécanisme de solidarité pour conduire ses priorités stratégiques essentielles axées sur le soutien à son économie, la révolution numérique ou la finance durable. Le moment que nous vivons constitue un grand pas pour la consolidation européenne, essentiel pour les nouvelles générations, comme l'indique l'appellation de Next Generation EU retenue pour le plan de relance.

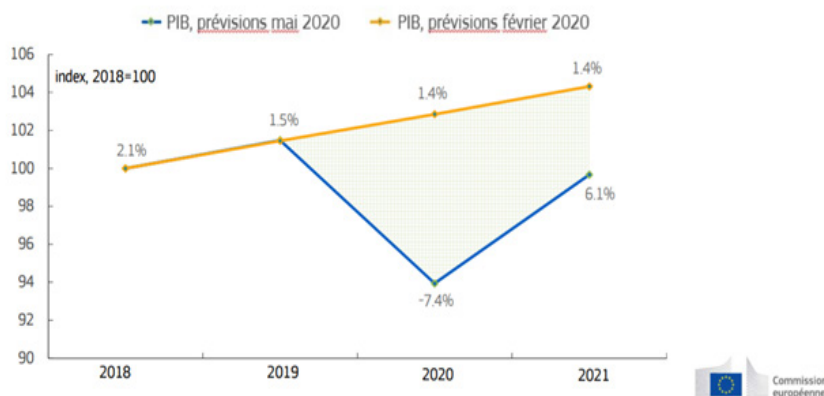
**Camille HUBAC, Conseillère économique (European Semester Officer),
Représentation en France de la Commission Européenne.**

Une crise sans précédent

Nous rencontrons aujourd'hui un choc majeur sur l'activité économique dans toute l'Europe. Les prévisions économiques publiées en février 2020, avant que la crise se matérialise entièrement, sont très différentes de celles publiées en mai 2020, qui tiennent compte de l'impact covid-19. La Commission Européenne prévoit une baisse du PIB de 7,5% pour l'année 2020. Le PIB devrait tendre significativement à la hausse en 2021, mais restera largement en dessous des niveaux de PIB de 2019 et même 2018.

Un choc majeur, une reprise partielle

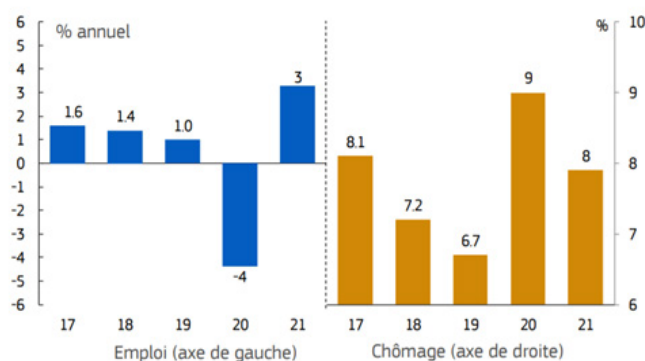
Malgré la reprise, le PIB de l'UE serait toujours inférieur à son potentiel en 2021



L'impact de cette crise est également social : nous avons assisté à un arrêt de l'emploi très marqué depuis le début de la crise et du confinement. Parallèlement, une forte prévision d'augmentation du chômage, à savoir 9% en 2020 pour l'Union Européenne alors même que fin 2019 nous étions à 6,5%, qui était le plus bas taux de chômage des 20 dernières années de l'UE. Il y aura inévitablement une forte répercussion sociale.

Un net impact social, malgré des mesures fortes

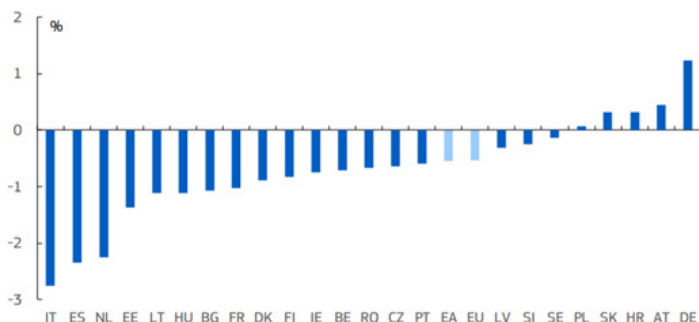
Arrêt de l'emploi et hausse du chômage dans l'UE



Ce choc est dit « symétrique » par les économistes, car il est comparable en nature et en ampleur dans tous les Etats membres de l'UE, même si l'impact sera différencié, car chaque économie a une spécialisation qui l'expose à cette crise de manière plus ou moins marquée. Cependant, nous pouvons observer que tous les Etats de l'UE seront en récession (-4 à -8%). L'Union affronte donc un choc majeur, mais sur la base d'une situation relativement assainie grâce aux importants efforts des dernières années en termes de dettes publiques, de déficits ou d'emploi.

Les risques d'une reprise inégale

Niveau du PIB réel fin 2021 par rapport à fin 2019 (dernier trimestre de chaque année)



7



On redoute tout de même une reprise inégale entre les pays de l'UE, qui générerait des risques de divergence, de fragmentation du marché intérieur, mais également de déséquilibre de la monnaie unique, qui constituent un défi majeur pour l'Union et nécessite en conséquence une réponse économique coordonnée.

Des besoins de financement majeurs

Investissement (niveau macro)	Fonds propres des entreprises	Refinancement dette publique
(min.) € 1 500 mds sur 2020/21	de € 720 à 1 200 mds en 2020	€ 1 700 mds extra en 2020/21
<i>Nouveaux besoins, surtout secteur privé (€ 850 mds sur 2020/21)</i>	<i>Besoins varient selon les scénarios ("de base" et "dégradé")</i>	<i>Effet automatique de la crise : moins d'impôts, plus de dépenses</i>
<i>Des besoins pré-existants pour la transition verte et numérique (€ 1 250 mds sur 2020/21)</i>	<i>Sans soutien, 25-35% des entreprises auront usé leurs marges d'ici fin 2020 (35-50% dans un scénario "dégradé")</i>	<i>Ces besoins ne tiennent pas compte du risque de sous-investissement public ou de pertes de garanties</i>
<i>Certains besoins se recoupent : estimation € 1 500 mds conservatrice</i>	<i>Un enjeu clair : soutenir les entreprises viables et restaurer leur capacité à investir</i>	<i>Dettes publiques en hausse, mais conditions de financement toujours très favorables</i>



Parmi les éléments publiés le 27 mai figure le Staff Working Document élaboré par la Commission pour répondre aux demandes des chefs d'Etats et de gouvernements, et qui a pour but d'estimer les besoins de l'UE engendrés par cette crise économique et financière. Ce document apporte toutes les analyses économiques et les différents scénarii, dont un besoin d'investissements au niveau macroéconomique de 1.500 Md€ pour 2020 / 2021. Ce montant extrêmement élevé est à mettre en parallèle avec les besoins de fonds propres des entreprises estimés à environ 1.000 Md€ (entre 720 et 1.200 Md€ en fonction des scénarii) en 2020. La Commission estime qu'un tiers des entreprises auront entièrement utilisé leurs marges fin 2020 en l'absence de soutien spécifique, avec en conséquence un risque significatif de faillites pour ce tiers des entreprises, situation gravissime inconnue jusqu'ici. Il y aura également un besoin de refinancement de la dette publique de 1.700 Md€ en 2020 / 2021. On se situe donc sur des chiffres de très grande ampleur, justifiant une réponse adaptée.

Trois mois, trois temps



Premièrement, une réponse à l'urgence a été formulée dès le mois de mars, puisque le 13 mars la Commission a complètement « flexibilisé » les fonds structurels européens (70 Md€ qui étaient encore disponibles), en permettant d'y recourir sans respecter les règles de cofinancement et en autorisant des arbitrages entre les différents fonds structurels, afin d'obtenir des réponses très urgentes et opérationnelles (achats de masques par exemple). La Commission a su proposer en seulement 9 jours cette « flexibilisation » qui a trouvé un accord entre le Parlement Européen et le Conseil : il s'agit d'une première européenne tout à fait remarquable, puisque le processus décisionnel requiert habituellement beaucoup de temps. Le 18 mars, la BCE a annoncé son programme de rachats d'urgence. Il y a également eu à la mi-mars une activation par la Commission d'un cadre temporaire pour les aides d'Etat. Enfin, le 20 mars, a été activée la clause dérogatoire du Pacte de stabilité.

Deuxièmement, début avril 2020 la Commission a mis en place de nouveaux pare-feu, notamment via le programme SURE soutenant le chômage partiel et les nouveaux outils anti-crise du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), qui peuvent être utilisés depuis le 1er juin. Enfin, une fois faite la réponse à l'urgence, la Commission a proposé le 27 mai son plan de relance, basé sur une proposition modifiée du cadre pluriannuel 2021-2027.

Une réponse immédiate face aux urgences

Tous les Etats membres n'étaient pas dans la même situation de départ, et ne pourront donc pas soutenir leurs entreprises de la même manière, ce qui génère un risque de fragmentation de la situation économique européenne. Typiquement, les aides d'Etat mises en place par l'Allemagne en réponse à la crise du Covid-19 représentent à elles seules presque 50% des aides d'Etat de l'ensemble de l'UE. Pour ce qui concerne la France, la flexibilité du Pacte de stabilité a permis de mettre en place un plan d'urgence économique de 110 Md€ (4,6% du PIB) pour soutenir les entreprises et assurer des revenus à tous ceux qui ne peuvent plus travailler partiellement ou totalement ; dans le cadre de l'assouplissement des règles d'Etat, la France a obtenu un accord pour aider ses entreprises, avec les Prêts Garantis par l'Etat de 300 Md€, un prêt à Air-France de 7 Md€, et un prêt à Renault de 5 Md€ ; enfin, la Corona Response Investment Initiative a permis la mobilisation de 320 M€ par les régions au titre du FEDER et 180 M€ par l'Etat au titre du FSE.

En avril la BCE a annoncé un plan de rachats de 750 Md€, porté à 1.350 Md€ le 4 juin, et prolongé de juin 2020 initialement à juin 2021. La flexibilisation des fonds structurels non dépensés a ensuite été entérinée, avec notamment la possibilité de passer d'un fonds à un autre ou la suspension des règles de cofinancement.

De nouveaux pare-feu déjà en place

Ce sont 3 nouveaux instruments de protection et de soutien, basés sur des prêts visant 3 types d'acteurs

(travailleurs, PME et finances publiques) et gérés par 3 institutions différentes qui ont été mis en place pour au total un potentiel de 540 Md€ déjà mobilisables.

- Pour les travailleurs : le mécanisme SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) est un soutien à l'emploi via un financement de prêts aux Etats membres, pour qu'ils puissent financer des mesures de chômage partiel dans le cadre de régimes nationaux et pour lesquels ils peuvent faire appel à la Commission en vue d'obtenir un prêt allant jusqu'à 100 Md€ sur la base d'une garantie de 25 Md€. Il s'agit d'un mécanisme mis en place de façon très rapide et très innovant, car même si la Commission emprunte déjà sur les marchés, elle ne l'avait pas fait pour des montants aussi importants ni pour cet objet de financement du chômage partiel, et qui représente ainsi un grand pas en avant pour le fonctionnement de l'Union.

- Pour les PME : la BEI a mis en place un fonds de garantie paneuropéen, doté de 25 Md€ et pouvant potentiellement atteindre 200 Md€ de garanties.

- Pour les finances publiques : le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) a élaboré un système de garanties pour pouvoir prêter aux Etats membres de la zone Euro qui le souhaiteraient jusqu'à 2% de leur PIB, avec des conditionnalités beaucoup plus souples que celles imposées jusqu'alors.

Un plan de relance européen historique

Ce plan, présenté le 27 mai 2020 par la Commission, peut être qualifié d'historique car les montants en jeu et l'impact économique sont d'une ampleur sans précédent. Il est ciblé sur les priorités

d'avenir déjà partagées au sein de l'Union, en les confirmant plutôt que définir de nouvelles : le Pacte vert, la transition numérique, et l'Europe sociale. C'est également un programme relativement inédit par rapport aux instruments utilisés, mais avec une mise en œuvre sur base de programmes déjà connus : il était en effet important qu'il soit établi sur le cadre budget de l'UE et de programmes existant ayant prouvé leur efficacité pour garantir la transparence et la confiance entre les différents acteurs.

Le plan représente un potentiel total de 2.400 Md€ : 540 Md€ pour les nouveaux pare-feu SURE/MES/BEI en place jusqu'à fin 2022, 750 Md€ pour le plan de relance jusqu'à fin 2024, et 1.100 Md€ pour le cadre financier pluriannuel de l'UE pour 2021-2027.

Le principe de base du plan de relance est de pouvoir augmenter le plafond des ressources propres de l'UE, c'est-à-dire la capacité d'engager ses ressources au-delà du cadre financier pluriannuel, soit au-delà du budget prévu : temporairement, la Commission va augmenter jusqu'à 2% du Revenu National Brut de l'UE le plafond des ressources propres, qui seront ensuite établies de façon permanente à un maximum de 1,4% du RNB au lieu du plafond actuel de 1,2 %. Cette marge permettra d'emprunter pour financer le plan de relance avec les modalités suivantes : un emprunt au nom de l'UE (bénéficiant de sa notation favorable AAA), sur des maturités longues (jusqu'à 30 ans), un remboursement différé dans le temps de 2028 à 2058 sur la base de nouvelles ressources propres qui alimenteront le budget et permettront de refinancer les prêts.

L'objet du financement est un plan de relance en 3 piliers. En premier

lieu, un appui direct aux Etats membres avec :

- une Facilité pour la reprise et la résilience, représentant 560 Md€ (310 Md€ de subventions, 250 Md€ de prêts) : elle s'appuie sur des discussions depuis 2 ans au sein de l'Eurogroupe sur un programme d'appui aux réformes, et ne constitue donc pas un nouveau dispositif ; elle s'inscrit dans le cadre du Semestre européen, cet exercice annuel de révision des politiques économiques, sociales et budgétaires entre les Etats membres dans lesquels un diagnostic est fait des besoins spécifiques des différents Etats membres pour des réformes structurelles de leurs économies

- le programme REACT-EU (fonds structurels) qui s'appuie sur les fonds structurels pour 50 Md€ dont 5 Md€ dès 2020 pour une réponse dans l'urgence, avec les mêmes priorités de relance verte et d'investissement dans la transition numérique, mais aussi de choses très pragmatiques par rapport aux besoins sanitaires

- le renforcement du Fonds de transition juste, proposé en début d'année dans le cadre du Pacte vert pour l'Europe pour pouvoir accompagner les régions dans la transition climatique (+ 30 Md€), et du Fonds développement rural (+ 15 Md€) pour accompagner la transition du monde rural en accord sur la stratégie européenne sur la biodiversité et la stratégie spécifique « farm to fork » pour aider l'adaptation du monde rural à l'ambition européenne de transition écologique et et climatique.

Le 2e pilier est un appui à l'investissement privé, passant essentiellement par la BEI et des banques nationales de développement, comme la Bpi en France, avec 2 instruments :

- un Instrument de solvabilité via l'EFSI (nouvelle appellation du

Plan Juncker), qui vise à renforcer les fonds propres des entreprises touchées par la crise sanitaire mais demeurant viables (26 Md€ dont 5 Md€ en 2020, et un potentiel de 300 Md€) avec l'idée d'envoyer un signal de garantie et de relancer ainsi l'investissement privé

- une Facilité d'investissement stratégique sous InvestEU (plan successeur du Plan Juncker) de 15 Md€ avec un potentiel de 150 Md€, qui constituerait un 5e volet d'InvestEU (aux côtés de l'infrastructure, des PME, de l'innovation et du social), avec l'objectif de prise de participations stratégiques dans des entreprises se situant dans des chaînes de valeur identifiées comme prioritaires pour l'UE.

Le 3e volet, c'est Tirer les leçons de la crise, avec un renforcement considérable du Programme « L'UE pour la santé », du Mécanisme protection civile « RescEU », du Programme « Horizon Europe » dans le domaine de la R&D typiquement trouver des vaccins, de la coopération internationale, et d'autres programmes de l'UE (numérique, Erasmus, ...) utiles dans un cadre post-crise.

Dans le Staff working document est esquissée une estimation de l'impact économique du plan de relance de 750 Md€ (450 Md€ de subventions à l'investissement, 50 Md€ de provision pour des instruments financiers et 250 Md€ de prêts à l'investissement) : c'est un montant très élevé (plus de 5% du PIB de l'UE), mais la mobilisation attendue est en réalité plus forte grâce à un effet de levier. Cela devrait conduire à un impact positif sur le niveau du PIB de 2% d'ici à 2024, avec la création de 2 millions d'emplois, des effets positifs sur la croissance de chaque Etat membre, et un impact très positif pour la convergence au

niveau de l'UE. L'orientation générale du plan est bien sûr une démarche vertueuse de relance et de génération de recettes fiscales aboutissant à un quasi-autofinancement.

La Commission a proposé une répartition de la Facilité pour la reprise et la résilience sur sa partie subvention (310 Md€), sur la base d'une clé liée à la population, au taux de chômage et au PIB/habitant. Pour la France, cela donne un potentiel de 32 Md€ de subventions. La répartition n'est en revanche pas encore décidée pour la facilité REACT-EU de 55 Md€.

*

Les prochaines étapes sont de conclure en juillet un accord d'ensemble au niveau des chefs d'Etat et de gouvernement, ce qui laisserait encore quelques mois pour négocier les 30 programmes européens et avoir tout en place pour début 2021. En parallèle, se pose la question délicate du relèvement des ressources propres, avec un processus décisionnel à l'unanimité des Etats membres, avec une ratification nécessitant dans la plupart des cas un accord du Parlement national.



La réponse des régulateurs financiers à la crise du Covid-19

La crise sanitaire et l'anticipation d'une crise économique de grande ampleur ont conduit les régulateurs financiers européens et internationaux à réagir par diverses mesures d'adaptation de nature à permettre aux établissements financiers de mieux faire face à une situation dangereuse totalement inédite :

- la BCE, au-delà de mesures monétaires d'achat de dette publique et privée, s'est rapidement positionnée pour une utilisation des marges de manœuvre qu'offre le cadre prudentiel existant pour donner aux banques les moyens de poursuivre efficacement leur rôle d'intermédiation
- l'EBA a publié une guidance sur la définition du défaut et l'application de la norme IFRS9 dans le contexte du covid 19, tandis que dans le même temps l'ESMA publiait un statement sur la mise en œuvre d'IFRS9 par les banques, complété par celui de l'IASB
- enfin, le Comité de Bâle a pour sa part décidé le report d'un an de l'application des réformes Bâle 3.

C'est ainsi la voie d'une approche souple et coordonnée des règles prudentielles et comptables, et d'une latitude laissée aux établissements pour l'application de ces règles, qu'ont retenue les régulateurs européens et les standard setters internationaux pour alléger la pression s'exerçant brutalement sur le secteur bancaire en raison des conséquences économiques de la pandémie.

Mais où en est-on aujourd'hui de ces orientations ? Quelle est leur nature, leur portée et leur pérennité ? S'agit-il d'un changement de doctrine ou d'esprit dans la mise en œuvre des règles comptables et prudentielles, d'une approche circonstancielle temporaire dictée par l'urgence, ou d'une simple application de marges de manœuvre prévues pour ce type de situations ? Les régulateurs financiers pourraient-ils en faire davantage pour soutenir le secteur bancaire ? Et quelle sera dans ce cadre l'attitude des superviseurs nationaux et européens ?

Pour répondre à ces questions fondamentales pour les acteurs du secteur, deux intervenants aux regards complémentaires : Alain LAURIN détaille et analyse les mesures adoptées, tandis que Frédéric HERVO commente l'approche retenue par les régulateurs et superviseurs et ses applications.

Alain LAURIN, Associate Managing Director, Moody's

Si l'on veut caractériser l'action des autorités publiques en matière de régulation et de supervision dans le contexte de la crise du covid, on peut dire que la **réponse a été très coordonnée, empreinte d'une très grande réactivité, et très lisible**. Ce dernier point est particulièrement important, les acteurs de marché ayant besoin d'une communication claire sur les objectifs, les intentions, les contraintes et les modalités

d'intervention. Jusqu'à présent - et on verra pour l'avenir -, on peut donc considérer que la réponse des autorités a été disciplinée, et que nous sommes en face d'une gestion parfaitement maîtrisée d'une crise naissante.

Trois temps peuvent déjà être distingués.

1. Il y a d'abord eu les quelques semaines au cours desquelles il y a eu une intense coordination entre toutes les autorités prudentielles impliquées (Comité de Bâle, IOSCO,

ESMA, BCE, Bank of England, ...). Ces institutions ont communiqué au marché, et à aucun moment on n'a eu une impression de contradiction ou d'incohérence. C'est le produit de la crise précédente, qui avait donné une expérience complète face à ce type d'évènement. Cela a été le temps de la flexibilité, les autorités rappelant que le cadre prudentiel n'est pas totalement rigide, qu'il est prévu dans ce cadre plusieurs éléments de flexibilité, et que celle-ci peut et doit être mise à profit dans une situation difficile.

2. On est rentré dans le deuxième temps avec les modifications réglementaires appelées « CRR2 quick fix » : on accélère le calendrier, mais également on modifie des règles du cadre prudentiel pour que ça marche au mieux pour les mois qui viennent.

3. On va très vite entrer dans le 3e temps, celui de la préparation des manifestations de la crise elle-même. Aujourd'hui, on travaille à éviter qu'il n'y ait une explosion des prêts non performants dans les comptes des banques, et pour qu'il n'y ait pas de mouvement dans les différentes catégories comptable IFRS9. Mais tout le monde sait qu'à la fin, il y aura des dommages, des défaillances, des faillites, et qu'il va falloir traduire ces difficultés dans les comptes des banques. Aujourd'hui, les banques apparaissent comme la solution de la crise, mais peut-être que demain certaines d'entre elles deviendront le problème ou au moins un problème. Dans cette phase 3, il faut réfléchir au proche avenir, et c'est ce qui est fait, même si la communication à ce sujet demeure assez lacunaire.

Les mesures qui ont été prises ont été nombreuses et variées. Le **message initial est celui de la flexibilité**, la BCE incitant les banques à utiliser leur capital buffer et à gérer leur LCR avec souplesse. On assiste aujourd'hui à quelque chose d'assez inhabituel : les superviseurs regrettent que cette flexibilité ne soit pas davantage utilisée par les banques, alors qu'elle a été justement prévue pour que l'économie réelle demeure financée et que le choc de demande et d'offre soit surmonté. Moody's n'a pourtant pas l'impression à ce stade que les banques répugnent à prêter aux entreprises et aux ménages de peur de voir leur CT1 baisser, et il ne semble pas que la préoccupation légitime de maintenir des fondamentaux

solides aboutisse aujourd'hui à ce qu'une banque décide de ne plus ou de moins prêter

Beaucoup de **mesures d'allègement des contraintes** ont été prises : report par le BCBS de la mise en œuvre de Bâle III, décalage des stress tests de l'EBA à 2021, suppression des coussins contracycliques dans la plupart des pays européens, demande des autorités aux banques et compagnie d'assurance de suspendre les dividendes et de retarder les rachats d'actions, report de la révision de Solvency II, et ajustement des attentes du SRB. Les autorités prudentielles ont souhaité ainsi alléger la charge administrative des banques pour les laisser se concentrer sur l'essentiel, qui est la gestion de la crise.

Un mot sur le « **stigma** » lié à l'utilisation par les banques de la flexibilité du cadre prudentiel : les marchés peuvent se dire que si une banque utilise la souplesse offerte, c'est qu'elle en a absolument besoin, et ils vont la comparer avec celles qui proclament des fondamentaux solides, avec le risque d'aboutir à une fragmentation de la population des banques entre les plus fortes et les moins fortes. Le jeu est d'inciter toutes les banques à opter pour la flexibilité que donnent les superviseurs pour éviter cet effet de stigma.

Il y a eu par ailleurs beaucoup de bruit dans le marché sur la discussion sur le MDA (Maximum Distributable Amount) et la suspension du paiement des coupons, alors que ce sujet est en réalité assez secondaire. L'objectif des superviseurs est que les banques augmentent leurs fonds propres, et il est plus efficace de ne pas payer de dividendes que de ne payer les coupons. La BCE a été très claire sur le fait que ce n'est pas un outil sur lequel elle va pousser fortement.

Les superviseurs anticipent un **choc sur 2020 et peut-être 2021**, puis un rebond. C'est également la vision de Moodys qui, avant de prendre des actions de notation, regarde si la banque est en mesure d'absorber le choc et si son positionnement relatif par rapport à ses pairs risque d'être modifié à l'issue du rebond.

IFRS 9 est un sujet fondamental, au cœur de la gestion de la crise. Les banques doivent prendre tous les jours, ou au moins trimestriellement, des décisions sur la classification de leurs risques : mouvement vers stage 2 justifié par une augmentation significative du risque, impairment ... Les autorités prudentielles et comptables ont donné une flexibilité pour une application non-mécanique d'IFRS 9, basée sur des décisions éclairées au regard de la capacité d'un emprunteur à rembourser sa dette. L'EBA a rappelé tout de même que les chiffres ne doivent pas être « manipulés », un moratoire qui tourne mal conduisant inévitablement à un impairment. On note ainsi dans les comptes du premier trimestre 2020 une forte augmentation du coût du risque : sur un échantillon de 23 banques en Europe, le coût du risque avoisine actuellement 90 pb, en hausse très significative dès les comptes du 1er trimestre.

Le **state aid framework** est très important car si certaines banques ne sont pas en mesure de faire face à la crise, si l'utilisation de la flexibilité en matière de capital et de liquidité n'est pas suffisante, si les fondamentaux se dégradent fortement, il faudra trouver des solutions. La mise en place d'une bad bank est évidemment un des outils susceptibles d'être utilisés pour gérer l'afflux de prêts non performants, mais une bad bank n'est qu'un outil de gestion de crise. La question finale est de savoir si la good bank demeure solide et si elle ne va pas avoir besoin de capital pour pouvoir se délester

d'actifs compromis. On pense immédiatement à des fonds publics : on voit bien aujourd'hui en Italie que chaque fois qu'une banque petite ou moyenne a des difficultés, on fait appel à l'Etat pour gérer cette situation difficile. Le state-aid framework tel qu'aujourd'hui permet aux pouvoirs publics, par exemple sous forme de recapitalisation de précaution, d'apporter un soutien.

En ce qui concerne **CRR2 quick fix**, certaines mesures sont assez techniques avec un impact réduit, d'autres mesures sont en réalité l'anticipation de ce qui était déjà dans CRR2, notamment le SME factor qui peut avoir un impact significatif sur le CT1 des banques. Deux mesures sont d'une importance particulière. D'abord IFRS9 : on prolonge de 2 ans le calendrier, et surtout on permet aux banques de déduire 100 % des provisions supplémentaires de niveau 1 et de niveau 2 (pas s'il s'agit d'impairment évidemment), la BCE poussant pour que toutes les banques optent pour les mesures transitoires. En réalité aujourd'hui de très nombreuses banques ne sont pas sous mesure transitoire : elles ont fait du front loading d'IFRS9 en 2018. Quelques grandes banques ont tout de même décidé d'opter pour les mesures transitoires, comme BNP Paribas ou Rabobank.

Autre mesure très importante, notamment pour les banques italiennes : le **traitement des titres de la dette publique** qui sont bookés en fair value sous OCI. Quand les titres sont dans cette catégorie comptable, les variations de prix affectent directement l'equity et le CT1. On a donc réintroduit un filtre prudentiel qui permet en cas de problème de neutraliser en 2020 à hauteur de 100 % l'impact prudentiel des variations de prix. Cela peut avoir un impact très important pour les banques italiennes qui ont l'exposition la plus forte à leur dette souveraine ? (11 %

des actifs bancaires).

On a ainsi eu jusqu'à présent une gestion disciplinée, et on peut s'en féliciter. Mais si les choses évoluent défavorablement, il pourrait y avoir nécessité pour les superviseurs de faire autre chose : au-delà des solutions de bad bank, peut se poser la question d'une **consolidation bancaire**. A la faveur d'une crise, les banques qui ont un business model ou des fondamentaux faibles vont être les plus affectées. On peut s'attendre, peut-être pas à une vague, mais à un mouvement de consolidation.

Frédéric HERVO, Directeur des Affaires Internationales, ACPR

Une crise dont la source est exogène au secteur financier

Le diagnostic immédiat des autorités de supervision a été que, contrairement à la précédente grande séquence de crise de 2007-08, la crise économique et financière actuelle ne trouve pas sa source dans le secteur financier. On s'interrogeait bien sûr ces dernières années sur ce que pourrait être l'origine d'une probable future crise financière. Il est très clair qu'il s'agit ici d'une crise pandémique, avec un effet de diffusion opposé à celui de la crise précédente, allant cette fois de l'économie réelle vers le secteur financier. Les leçons de la crise précédente avaient permis de renforcer très significativement les positions en solvabilité et liquidité des banques. La crise est toutefois sévère, avec pour illustration un coût du confinement été estimé à 1,5 pts de PIB par semaine. Compte-tenu de l'impact élevé sur l'économie réelle et l'incertitude du scénario de reprise, les autorités ont clairement établi une priorité aux mesures permettant de soutenir les acteurs financiers dans leur rôle de financement de l'économie réelle,

les banques apparaissant clairement cette fois comme une/la solution du problème.

La première priorité a été d'assurer la continuité opérationnelle du secteur financier. Cette crise a été un test de résilience opérationnelle d'une ampleur considérable, et il s'agissait d'abord de s'assurer de la capacité des différents acteurs à assurer la continuité de leurs opérations dans un environnement très dégradé. Pour cela, il fallait permettre aux acteurs financiers de concentrer leurs ressources sur les priorités de la crise tout en demeurant vigilant face au risque cyber, et les superviseurs ont ainsi choisi d'alléger les contraintes qui auraient pu entrer en conflit avec les priorités opérationnelles :

- en allégeant les demandes de reporting réglementaire, ou en reportant les stress tests de l'ABE
- en reportant certains chantiers réglementaires : l'application de Bâle III a ainsi été décalée d'un an, dans une logique de décalage d'ordre opérationnel pour permettre de se concentrer sur les priorités, mais sans message de remise en cause du contenu, puisqu'il apparaît encore plus clairement que le renforcement du secteur financier opéré par étapes depuis la crise précédente est un atout majeur pour faire face aux crises.

La 2e réponse a été, dans le cadre de cet objectif majeur de soutien du financement de l'économie, **d'utiliser la flexibilité du cadre existant**, et pour cela :

- encourager les banques à utiliser les coussins de capital et de liquidité
- pour les autorités prudentielles nationales, réduire le coussin contracyclique (CCyB) face au retournement du cycle. A ce su-

jet, certains commentaires ont indiqué que les superviseurs prenaient des mesures pour alléger le cadre de solvabilité ou de liquidité : en réalité, le cadre prudentiel incorpore pleinement des mesures de flexibilité micro ou macro-prudentielles pour justement viser un effet contracyclique, avec des coussins mis en œuvre en haut de cycle mais destinés à être utilisés lorsque les circonstances le justifient. Il s'agit donc de l'application, pour la première fois dans un test en grandeur réelle, de la logique du cadre mis en place dans le sillage de la crise de 2008.

- limiter les distributions de dividendes pour préserver les fonds propres et ainsi la capacité de financement de l'économie.

Toujours dans la logique du soutien au financement de l'économie, et au-delà de l'utilisation immédiate et réactive des flexibilités incorporées dans le cadre existant, il fallait aussi **assurer un traitement prudentiel adéquat des dispositifs de crise**, notamment par :

- la reconnaissance prudentielle du bénéfice des moratoires, sur la base d'orientations de l'ABE sur les moratoires de nature législative et non législative et d'une communication de la Commission européenne qui conforte l'interprétation retenue par l'ABE et les autres autorités de supervision
- la reconnaissance de la garantie d'Etat dans les mécanismes de prêt garantis mis en place dans les différents Etats (PGE en France), avec la possibilité dans le cadre du filet de sécurité NPL du quick fix d'étendre le bénéfice de garantie crédit export à l'ensemble des prêts garantis par l'Etat.

Le soutien à l'économie passe en

fin par un **ajustement temporaire du cadre réglementaire de façon réactive** (quick fix CRR), avec notamment :

- l'anticipation du calendrier de CRR2 sur un certain nombre de points de facilitation du financement de l'économie, comme les facteurs de soutien aux PME et aux infrastructures, ou l'accélération sur le traitement prudentiel des logiciels
- des ajustements sur le Ratio de levier, avec la révision du mécanisme d'exclusion des réserves Banque Centrale pour améliorer son efficacité.

Il y a eu également toute une série de réflexions sur le traitement des enjeux de procyclicité

- des normes comptables, en visant à promouvoir une application non mécanique d'IFRS 9, et en instaurant un mécanisme transitoire pour l'impact des provisions sur les fonds propres (quick fix CRR)
- des normes prudentielles pour limiter l'impact de la volatilité sur les exigences au titre du risque de marché (cf. la revue dans le quick fix CRR des éléments multiplicateurs en cas d'échec au back-testing qui permettent de limiter la procyclicité de la norme en période de grande volatilité, et les mesures prise par le MSU sur la partie qualitative des multiplicateurs).

Parmi les enjeux de procyclicité figure le rôle des notations de crédit. Il faut se préoccuper de la question de l'effet « stigma » et de son impact sur l'utilisation des coussins par les banques : comme indiqué par A. Laurin, les acteurs incorporent dans leur comportement le risque d'effet stigma, et ça peut conduire à des réticences à utiliser les flexibilités offertes. Ceci n'a pas vraiment été constaté sur l'allègement

des coussins de solvabilité, mais un peu plus sur l'utilisation du LCR, et ceci constitue une préoccupation pour les autorités de supervision. Il faut donc réfléchir à la façon dont on peut dans le cadre prudentiel ajuster en tant que de besoin ce qui apparaîtrait comme trop mécanique entre les notations de crédit et le cadre prudentiel ; cela ne veut pas dire bien sûr qu'il faille se passer de toute référence aux notations de crédit dans le cadre prudentiel, mais il convient d'éviter les liens qui seraient trop mécaniques avec les notations dans le cadre prudentiel qui peuvent avoir un effet procyclique.

Il faut continuer à promouvoir des réponses coordonnées.

Une des leçons de la crise précédente est qu'il est absolument indispensable d'avoir des réponses coordonnées et des messages convergents dans les différentes enceintes, au niveau international (FSB, Comité de Bâle, IOSCO), européen (Commission, Parlement, Conseil, BCE, EBA, ESMA) et français (ACPR, AMF, Trésor). Les réponses peuvent ne pas être absolument identiques (ex : sur l'exclusion du ratio de levier des prêts garantis par les Etats, on n'a pas cette mesure dans le quick fix européen alors que c'est le cas dans certains programmes américains). Au-delà de quelques différences techniques, la nature des grands messages a été convergente et cohérente, ce qui constitue un élément extrêmement important de confort et de visibilité fourni aux acteurs.

Il convient aussi maintenant d'anticiper les conséquences et leçons de la crise à moyen terme. Les réflexions sont bien entendu déjà engagées au niveau européen et international, et visent à

- préparer une sortie des mesures transitoires de façon coordonnée en évitant des effets de falaise

- tirer les leçons de l'application du cadre prudentiel dans le contexte de crise, en s'interrogeant particulièrement sur la procyclicité, le risque cyber et la résilience opérationnelle, et l'utilisation des coussins : faut-il simplement renforcer la communication sur quelques points, ou introduire des ajustements sur des sujets de plus long terme devant faire l'objet d'ajustements ?
- suivre les impacts à moyen terme de la dégradation de l'environnement de crédit : les effets de second rang de la dégradation de l'environnement de crédit sur le secteur financier doivent de façon évidente faire l'objet d'une surveillance renforcée par les autorités.



Crise du coronavirus et régulation bancaire : cadre actuel, réponse des autorités et perspectives

Martin Merlin, Directeur Banques, Assurances et Criminalité Financière, DG FISMA, Commission Européenne

Les mesures sanitaires prises pour endiguer la pandémie ont créé un choc économique soudain et majeur. Contrairement à la crise de 2008, la crise actuelle ne trouve pas son origine dans le secteur bancaire et financier. Le secteur bancaire européen est nettement plus solide qu'à l'entame de la précédente crise : en particulier, le niveau de capital et les coussins de liquidité sont beaucoup plus élevés. Les banques ont ainsi assuré la liquidité des entreprises touchées par la crise. Le cadre réglementaire actuel a grandement facilité la résilience de l'économie dans son ensemble. On peut donc se féliciter des réformes mises en œuvre depuis 2008. Le capital réglementaire a joué tout son rôle, et il n'est clairement pas l'ennemi des banques.

Les banques européennes seront cependant affectées par les difficultés de leurs clients, alors que leur rentabilité est déjà faible, en contraste avec leur situation bilantielle forte. Rejeter cette faible rentabilité sur le cadre réglementaire serait une erreur. Elles peuvent profiter des économies d'échelle que procure le marché intérieur, et cette crise pourrait amener davantage de consolidation dans le paysage bancaire. Les projets d'Union Bancaire et d'Union des Marchés de Capitaux sont essentiels pour mener à bien cette intégration. Mais améliorer la rentabilité des banques en assouplissant le cadre prudentiel semble illusoire et n'apporterait aucune réponse structurelle. Un assouplissement temporaire et ciblé tel qu'il a été mis en place est seul envisageable.

Cette crise risque de développer la fragmentation entre les pays avec des écarts de développement économique significatifs. Les mécanismes de résolution ont contribué à améliorer le traitement des défaillances bancaires, mais il faut veiller à ce que le cadre européen de résolution ne se prête pas à des contournements. Une évaluation des règles existantes aura lieu au cours des prochains mois. Il faut s'assurer également que les liquidités seront fournies aux banques au moment de

la résolution.

Il faut reconnaître que les discussions sur l'achèvement de l'Union Bancaire sont difficiles, notamment sur la garantie des dépôts, mais elles constituent une priorité pour la présidence allemande de l'Union européenne.

Les autorités ont pris au début de la crise quelques mesures rapides et fortes pour faciliter le rôle d'intermédiation des banques ; les banques centrales ont fourni la liquidité nécessaire et par leur programme de rachat d'actifs contribué au soutien de l'économie. La Commission a utilisé la flexibilité contenue dans le Pacte de stabilité et de croissance, les superviseurs bancaires ont mis en place un allègement temporaire des exigences en capital, en liquidité et opérationnelles. L'effet combiné de ces mesures est significatif.

Les enseignements de cette crise, même s'il est trop tôt pour tirer un diagnostic complet, montrent :

1. que les banques ont su faire face à la demande de liquidités de leurs clients et cette résilience plaide en faveur du système de coussins
2. qu'il existe déjà une certaine flexibilité dans le cadre prudentiel et les normes comptables qui donnent une marge de manœuvre pour aborder les situations de crise.

L'Autorité Bancaire Européenne fera le point sur les différentes garanties publiques mises en place. La Commission présentera également des mesures pour assouplir la réglementation des marchés de capitaux afin qu'ils puissent contribuer à la reprise économique, notamment en relançant le marché de la titrisation et plus particulièrement des prêts non performants.

Véronique Ormezzano, Directrice des Affaires réglementaires, BNP Paribas

V. Ormezzano souscrit à la présentation très complète de M. Merlin, en apportant quelques nuances. Les banques européennes ont abordé la crise avec des niveaux de capital et de liquidité satisfaisants : en moyenne un ratio de capital de 15% et un ratio de LCR de 140% (source EBA), au-dessus des exigences réglementaires.

taires minimales.

On a vu en mars une augmentation phénoménale des encours de crédit avec plus de 100 Md€ de nouveaux crédits, alors que le niveau moyen habituel s'établit à 20/ 30 Md€ par mois. Ainsi chez BNP Paribas, 500 personnes ont été mobilisées pour l'octroi de prêts garantis par l'Etat, ainsi que les équipes de BNP Paribas Consumer Finance, pour faire face à ce choc de liquidités. A fin mai il y a 250 Md€ en plus dans les bilans des banques.

Un point à souligner est la crainte des banques sur l'utilisation des coussins en fonds propres, question posée par les régulateurs et superviseurs. Pour l'instant, on ne voit pas les banques les utiliser. La décision de les rendre utilisables est en effet une flexibilité pour l'Europe. Ce chiffrage de la flexibilité réglementaire n'est cependant qu'un axe des contraintes réglementaires, d'autres indicateurs sont à considérer comme le ratio de levier et l'exposition de levier, contraintes qui pèsent sur le financement et notamment sur le financement des entreprises. Il faut donc avoir une analyse rationnelle et équilibrée de cette liquidité introduite pour le soutien de l'économie.

Toutes les mesures de flexibilité ont été bienvenues et les banques vont pouvoir profiter de ces allègements dès le 30 juin, que ce soit sur IFRS 9 ou le ratio de levier. Propos à nuancer cependant car, en comparaison internationale, ces mesures sont un pas en retrait de ce qui est constaté au niveau international, par le Comité de Bâle ou aux USA.

Pour le futur, V. Ormezzano distingue trois horizons : un horizon immédiat où il faut faire en sorte que toutes les mesures prises fonctionnent ; il subsiste des incertitudes réglementaires sur les moratoires et leur exigibilité, non tranchées par l'EBA. Au-delà de 2020, ces allège-

ments sont fondamentaux. On relève également avec cette crise le changement du parcours client qui passe de moins en moins par les agences, et des problématiques de cybersécurité. Sujet également urgent, la thématique de la fragmentation avec des formes de garanties particulières dans chaque Etat membre, source d'inégalité de traitement pour les banques et pour les Corporates. Cela a un impact sur le collatéral de la BCE.

Deuxième horizon : se préparer à la deuxième phase de la crise. L'augmentation des prêts non performants n'est pas encore frappante et est devant nous. Il se pose la question de leur gestion et de leur différé de provisionnement. Il convient que cette gestion soit résolue de la façon la plus socialement responsable dans une approche ESG. Il faut se préparer également une injection de capital en passant d'un soutien en liquidité à un soutien en solvabilité. Mais aussi relancer la CMU déjà évoqué par Martin Merlin, et pouvoir être en mesure d'absorber les chocs de marché pour assurer la liquidité des dettes souveraines et du marché actions. La titrisation sera une solution pour réduire le bilan des banques.

Sur un horizon plus lointain, quelles perspectives ? Les principaux défis sont le financement de la relance, le niveau de rentabilité des banques qui doivent rester « investissables », et la fragmentation déjà évoquée.

En conclusion, un cadre réglementaire doit résister à la crise et ne doit pas être démonté. Pour cela, il doit bénéficier d'un certain nombre de flexibilités : certaines existent déjà, mais il y a d'autres domaines où elles mériteraient d'être plus importantes.

Contentieux de la conformité : les procédures de sanctions

Propos introductif du Président d'honneur de l'EIFR, Edouard-François de Lencquesaing

Il ne peut y avoir de régulation sans mise en place de procédures répressives et de sanctions à l'encontre des contrevenants. Tout cela évolue en permanence, avec en toile de fond les terrains bien connus des infractions classiques au droit financier ainsi que le blanchiment et le financement du terrorisme, domaines étroitement surveillés par l'ACPR et l'AMF, mais aussi plus récemment la thématique de la corruption, domaine de l'AFA (Agence Française Anticorruption), plus récemment créée. Le sujet, vaste et complexe, mérite qu'on s'y attarde pour une meilleure compréhension, gage d'une plus grande confiance entre les différents acteurs, régulateurs et établissements régulés, dans l'intérêt du bien commun.

LES PROCEDURES REPRESSIVES DEVANT L'AMF ET L'ACPR

Laurianne Bonnet, Représentante du Collège de l'AMF, Direction des affaires juridiques, AMF

En guise d'introduction, il convient de mentionner que l'AMF n'a pas simplement un rôle de sanction mais aussi celui d'accompagnement des acteurs. Si le propos est ici centré sur le traitement des sanctions répressives à l'issue d'investigations et peut paraître quelque peu anxi-

ogène, les interventions de l'AMF sont clairement à replacer dans un cadre plus large.

À l'issue d'investigations, plusieurs suites sont envisageables : classement sans suite, engagement de poursuites sur la base de notifications de griefs et saisine de la Commission des sanctions de l'ACPR ou de l'AMF, ou mise en place d'une procédure de transactions (seulement dans le cadre de l'AMF). Vont être ici détaillées les procédures de sanctions, et les différences entre l'ACPR et l'AMF.

Domaines d'intervention

Différents types de sanctions sont prononcés par le régulateur et dans différents domaines. Depuis sa création, l'ACPR a rendu 83 décisions, dont plus de 43 en matière de Lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB-FT), domaine qui est vraiment au cœur de l'activité répressive de la Commission des sanctions de l'ACPR. Dans le cadre du scandale du blanchiment de la Danske Bank, on a donné davantage de pouvoir à l'Autorité Bancaire Européenne pour coordonner l'activité répressive des différents régulateurs nationaux. Néanmoins, le prononcé de la sanction relève encore à ce jour de la compétence de l'ACPR.

L'AMF qui impose une vingtaine de sanctions par an, soit deux fois plus que l'ACPR, intervient dans des domaines plus variés : abus de marché

(manquements d'initiés, divulgation illicite d'informations privilégiées et manipulations de marché) pour environ la moitié, manquement aux obligations professionnelles dans les domaines de la gestion d'actifs et du conseil en investissement financier (PSI, CIF...) pour l'autre moitié.

Personnes sanctionnées

Les deux autorités peuvent sanctionner tant des personnes morales que physiques. La jurisprudence indique que l'ACPR sanctionne essentiellement des personnes morales : sur 83 décisions de l'ACPR, seules 6 ont concerné des personnes physiques, en général intermédiaires d'assurance à titre personnel. On observe davantage d'équilibre du côté de l'AMF avec en 2019 27 personnes morales condamnées pour 15 personnes physiques. La responsabilité des dirigeants est ainsi plus facilement engagée par l'AMF, aussi bien en matière de manquement d'information financière (cf. la sanction récente d'EDF pour information imprécise dans le cadre de différents projets de restructuration de la filière nucléaire, et l'engagement de la responsabilité de son dirigeant au moment des faits) qu'en matière de contrôles, en particulier pour tout ce qui a trait aux PSI et à la gestion d'actifs (cf. une décision récente où a été engagée la responsabilité de la société en tant que personne morale, mais aussi celle de son dirigeant).

Typologie des sanctions pronon-

cées.

La majorité des sanctions prononcées tant à l'AMF qu'à l'ACPR sont des sanctions pécuniaires. Les montants peuvent beaucoup varier pour l'ACPR, avec un montant annuel de 5 M€ à 70 M€ sur les 5 dernières années (en 2018, La Banque Postale a été condamnée à une sanction record prononcée de 50 M€, représentant à elle seule 3/4 du montant cumulé des sanctions de l'année). Les montants apparaissent moindres à l'AMF, car ce sont souvent des personnes physiques qui sont condamnées à les verser. Quelques décisions récentes de l'AMF avec tout de même des montants significatifs : Natixis AM (2 M€ à l'encontre de Natixis AM International et 1 M€ à l'encontre de Natixis AM Finance, sanctions très importantes en matière de contrôle, notamment sur l'obligation d'information des porteurs), Morgan Stanley (20 M€ pour manipulation de cours sur des OAT, une première devant la Commission des sanctions), Bloomberg (5 M€ pour diffusion d'informations non vérifiées ayant entraîné la chute du cours de Vinci de 40 % en une journée).

Les sanctions pécuniaires sont souvent assorties de sanctions disciplinaires. A l'ACPR, des blâmes accompagnent souvent des sanctions pécuniaires. En revanche, on observe rarement des interdictions d'exercer qui signeraient la mort de la personne morale. Cela peut néanmoins se produire quand les faits sont très graves : en 2020, Viva Conseil a été interdite de commercialiser des contrats d'assurance-vie pendant deux mois, le temps de se mettre en conformité (procédures, information des porteurs...), la sanction n'étant pas considérée comme disproportionnée et constituant plutôt une chance donnée à la société pour prendre un nouveau départ respectueux de ses clients et partenaires.

A l'AMF, les sanctions disciplinaires existent aussi et prennent la forme d'avertissements, de blâmes et d'interdictions d'exercer.

- L'avertissement est prononcé quand le régulateur souhaite attirer l'attention sur de nouvelles règles et quand la société n'a pas fait l'objet précédemment de sanctions (Ex : application de la directive AIFM à des FIA, et notamment à des groupements d'intérêts forestiers pour lesquels il s'agissait d'une nouveauté, c'est un message donné du régulateur au marché ; décision Hedios Patrimoine où un problème de droit était soulevé par les avocats de la défense considérant que les règles de bonne conduite n'avaient à s'appliquer si et seulement si le prestataire faisait une recommandation personnalisée à son client, mais la Commission des sanctions a considéré que ces règles s'appliquent dès l'entrée en relation et prononcé un avertissement).
- Le blâme est prononcé lorsqu'il y a eu des précédents (Ex : GSD Gestion, condamnée deux fois auparavant : il n'a pas été prononcé d'interdiction d'exercer pour la SGP, la Commission des sanctions étant consciente que les actifs doivent continuer à être gérés ; en revanche, il a été prononcé une interdiction d'exercer à l'encontre de son dirigeant, depuis 30 ans dans le domaine, et de plus en récidive).
- L'interdiction d'exercer est plus délicate à prononcer : représentant 5% des sanctions, essentiellement à l'encontre de CIF, sa durée est variable, allant de 2 mois à une interdiction définitive ; récemment, des interdictions de 5 ans voire 10 ans ont été prononcées pour des faits très graves ; la peine perpétuelle n'étant pas accep-

tée par la Cour Européenne des Droits de l'Homme, cette durée peut être relevée à terme sous certaines conditions.

Le régulateur attend de la coopération en matière de contrôle dans la mesure où il ne peut faire de saisies. Constatant que parfois il y avait un manque de coopération, le régulateur ne s'est pas contenté de le souligner comme facteur aggravant de la sanction, mais a souhaité le condamner en tant que comportement tel qu'un manquement. Une jurisprudence se développe autour du manquement administratif d'entrave, c'est-à-dire le refus de communiquer des pièces en dépit des demandes. 3 jurisprudences sont assez révélatrices en la matière : dans la décision « Montagne Neige et Développement » de 2018, la personne mise en cause a effacé 38 courriels demandés en prétendant un problème informatique ; dans l'affaire récente « Novaxia », ont été sanctionnées non pas des personnes assujetties au contrôle mais des tiers : Novaxia appartenant à un groupe de trois entités, il a été demandé à chacune d'entre elles des informations qu'elles ont refusées de communiquer arguant qu'elles ne relevaient pas du champ de compétence de l'AMF, or cette demande d'information du régulateur s'adresse à toutes personnes, y compris aux tiers en lien avec l'objet du contrôle ; dans la décision « Elliott » en dépit du nombre de documents transmis, la société a noyé le régulateur sous le poids de documents n'ayant rien à voir ou peu de choses à voir avec les informations souhaitées.

Le manquement administratif d'entrave est propre à l'AMF, tout comme, la violation de l'obligation professionnelle d'apporter son concours avec diligence et loyauté. Ces deux dernières années, une jurisprudence se développe en la matière. Dans la décision « Novaxia », la

société qui relève de la compétence de l'AMF a été sanctionnée non pas pour refus d'information mais pour des réponses imprécises, incomplètes, incompréhensibles malgré la réitération des demandes de précisions. L'obligation de coopération attendue de la part des établissements n'est cependant pas propre à l'AMF ou l'ACPR : on voit ce même mouvement se développer devant l'Autorité de la concurrence, notamment à travers une décision du 17/12/2017 condamnant à 30 M€ une société pour obstruction à l'instruction.

Pourquoi cette différence entre l'AMF et l'ACPR sur cette entrave, alors qu'elle peut se retrouver dans les deux domaines ? On n'a pas de texte à l'ACPR permettant de sanctionner le manquement d'entrave. On a seulement le délit d'entrave qui relève d'une compétence pénale comme le délit d'entrave à l'AMF. Mais il est très rare que les autorités de régulation saisissent le juge pénal pour sanctionner ces délits. En revanche, l'ACPR a déjà sanctionné le non-respect de mise en œuvre. Le régulateur a mis en demeure la personne de respecter la régulation. Or, elle ne respecte pas cette mise en demeure en plus du manquement sous-jacent qui a justifié la mise en demeure. Ce sont des autorités qui se ressemblent mais on voit bien que les textes sont écrits différemment, c'est pourquoi on observe des différences de jurisprudence et des tendances qui se développent plus ou moins.

Les critères de détermination de la sanction

- La gravité et la durée des manquements. Un seul manquement peut être grave en soi, ou c'est l'accumulation de plusieurs manquements. La gravité doit être prouvée au regard des circonstances, des faits, du comportement.
- La qualité et le degré

d'implication de la personne mise en cause. On regarde son « pédigrée ». Il est, par exemple, inacceptable que des professionnels ayant 30 ans d'expérience ne connaissent pas les règles de base de la réglementation. On regarde aussi le degré d'implication de la personne, notamment pour les personnes physiques. On fait bien la distinction entre celles qui ont structuré le montage litigieux et celles qui se sont contentées d'exécuter. Les manquements sanctionnés par l'AMF comme l'ACPR sont des manquements objectifs. Pour condamner, on n'a pas besoin de prouver l'intention contrairement à ce qui relève de la compétence du juge pénal. Néanmoins, quand on constate le caractère intentionnel des faits avec la volonté de contrevenir à la réglementation, il s'agit d'un facteur aggravant de la sanction.

A titre d'exemple, on a pu voir ce caractère intentionnel dans la décision de l'ACPR à l'égard de La Banque Postale dans le cadre du gel des avoirs. On observe que les dirigeants ont fait le choix de ne pas mettre en place immédiatement des mesures de remédiation en faisant un calcul coût/avantage, à savoir « analyse du coût de mise en place de procédures » pour être conforme à la réglementation contre « avantages à tenter d'y échapper ». C'est aussi une raison pour laquelle le montant des sanctions est important pour dissuader les établissements de faire ce type de calcul.

- La situation et la capacité financière de la personne mise en cause, au vu notamment de son patrimoine. La Commission des sanctions analyse la situation patrimoniale le jour où elle statue et non pas le jour où les manquements ont eu lieu. En-

tre ces deux dates, les revenus ont pu évoluer. Cet aspect est d'autant plus important pour les personnes physiques. Coté personne morale, il est analysé la situation de la société sanctionnée et non pas celle du groupe, contrairement à ce que fait l'Autorité de la concurrence.

- Les avantages/gains du manquement ou de la non-conformité vis-à-vis de la réglementation/ Dans la cadre d'un abus de marchés, l'utilisation d'une information privilégiée a permis de passer des transactions, de faire des gains économiques facilement calculables. Par gains, ce peut être aussi une « économie de pertes » s'il s'agit de vendre des actions avant la diffusion de l'information au public. C'est une base qui va servir à l'établissement de la sanction à laquelle on va appliquer un multiplicateur. L'interprétation des gains est large. Elle va bien au-delà de l'aspect économique : la volonté de favoriser certaines sociétés du groupe, l'espoir à terme d'en retirer un bénéfice professionnel (nouveau poste) sont considérés comme des avantages à prendre en compte dans la détermination de la sanction.
- Les pertes subies par un tiers. Ce peuvent être les pertes subies par des investisseurs. Là encore, l'AMF va avoir une interprétation souple car il va falloir caractériser qu'il s'agit d'une perte subie par un tiers sans pour autant qu'elle soit chiffrée. C'est un facteur aggravant en soi si des tiers ont subi des pertes quand bien même on ne puisse exactement les évaluer.
- Le degré de coopération. On peut le prendre comme facteur aggravant du manquement. On regarde aussi s'il y a des précédents. En 2019, pour la première fois, l'AMF a retenu cette circonstance aggravante

contre la société GLB Gestion en soulignant deux précédentes sanctions prononcées par l'AMF en 2004 et 2012. Contrairement au pénal où la récidive est fixée à 5 ans maximum, on ne parle pas de récidive à l'AMF, mais de « manquement commis » sans limite de temps. La Commission des sanctions a admis qu'on pouvait faire référence à des sanctions remontant à plus de 10 ans. Dans le cadre de matières régulées, on considère qu'il est extrêmement grave qu'une société de gestion soit renvoyée pour la troisième fois devant la Commission des sanctions de l'AMF.

- L'existence de mesures de remédiation. Entre le moment où les griefs sont notifiés et le moment où la Commission sanctionne, il est souhaitable que la société ait anticipé des mesures correctrices pouvant être prouvées. A l'ACPR, il est demandé que les mesures de remédiation soient auditées par un prestataire externe et que le coût soit déterminé, facture à l'appui. Il s'agit aussi de prouver l'effectivité des évolutions et la bonne foi de l'établissement. Dans ce cas, la sanction peut être diminuée, l'objectif n'étant pas de sanctionner pour sanctionner mais de faire en sorte que la place financière soit bien régulée.

La publicité des procédures répressives

Il convient de distinguer la publicité des audiences, autrement dit des séances de la Commission des sanctions, et la publicité des décisions, notamment dans la presse. Concernant la publicité des séances, en droit tant pour l'AMF que l'ACPR, les audiences sont publiques par principe. Néanmoins, dans la pratique, les séances devant l'ACPR sont quasi-systématiquement non publiques : les établissements qui demandent

des audiences non publiques se le voient accorder facilement. Pourquoi l'ACPR accepte-t-elle facilement des audiences non publiques ? Par exemple, en matière de LCB-FT et notamment de dispositifs mis en place pour lutter contre le financement du terrorisme, si on expose à des personnes mal intentionnées dans le public les moyens de défense pour détecter les financements du terrorisme, les établissements vont se retrouver avec des dispositifs inefficients. L'objectif est aussi de protéger leurs dispositifs afin qu'ils restent efficaces. En revanche, devant l'AMF, les audiences sont publiques et rarement à huis clos.

Les décisions sont systématiquement publiées sur les sites respectifs de l'ACPR ou de l'AMF. Quelques exceptions sont prévues en droit, notamment lorsque la décision pourrait poser un préjudice disproportionné pour la personne mise en cause, ou encore lorsque cela entraînerait un manque de stabilité pour le système financier global. Par exemple, lors d'une fusion-absorption, si une société en reprend une autre au comportement répréhensible, la société absorbante n'a pas à encourir un risque réputationnel négatif. La sanction est alors anonymisée.

Sur la communication des régulateurs sur les décisions de sanction, là encore, on note une divergence entre l'AMF et l'ACPR. Depuis le 1er janvier 2020, l'AMF rend systématiquement des communiqués de presse sur les décisions de sanction. A l'ACPR, le communiqué de presse dépend de l'analyse de la gravité et de l'intérêt d'un tel communiqué. Dans un contexte international, on essaie de les traduire en anglais. Le droit à l'oubli s'applique aussi pour les personnes condamnées. A l'AMF, toutes les décisions sont anonymisées au-delà de 5 ans.

Peut-il y avoir cumul de sanctions AMF et ACPR ? Un cas s'est posé sur cette répartition des compétences pour un établissement qui avait vendu de la dette soit sous forme d'OPCVM, vente en direct qui relève de la compétence de l'AMF, soit sous forme d'unités de compte dans le cadre de l'assurance-vie ce qui relève de la compétence de l'ACPR. Elle a été sanctionnée par les deux, car ce ne sont pas les mêmes faits : dans un cas, l'établissement intervient en qualité de conseiller en investissements, et dans l'autre en qualité d'intermédiaire en assurances. L'établissement invoquait les mêmes faits. En réalité, ce ne sont pas les mêmes clients, pas plus que les mêmes règles qui s'appliquent. Pour les abus de marchés, grâce à la procédure d'aiguillage, une personne ne peut plus être condamnée par le pénal et par l'AMF : c'est soit l'un, soit l'autre.

Le produit des sanctions va au Trésor public, et non au budget de l'AMF, ni à celui de l'ACPR, et les représentants du Collège de l'AMF ou de l'ACPR n'ont évidemment pas de bonus sur les montants de sanctions prononcées ! Idem pour les procédures transactionnelles.

LA POURSUITE DES INFRACTIONS DE DROIT PENAL DEPUIS LA LOI SAPIN II

La convention judiciaire d'intérêt public (CJIP), outil de justice pénale négociée

Julia Minkowski, Avocat associé au sein du cabinet Temime

Historique

La loi du 9 décembre 2016, dite Loi Sapin 2, a créé une procédure permettant au procureur de la République de conclure une convention judiciaire d'intérêt public avec une personne morale mise en cause pour des faits d'atteintes à la probité. Cette mesure alternative aux

poursuites est applicable aux entreprises, associations, collectivités territoriales, etc. mises en causes pour des faits de corruption, trafic d'influence, fraude fiscale, blanchiment de fraude fiscale et toute infraction connexe. Elle a pour effet d'éteindre l'action publique si la personne morale mise en cause exécute les obligations auxquelles elle s'est engagée dans la convention. Ces obligations, alternatives ou cumulatives, peuvent consister : dans le versement d'une amende d'intérêt public à l'Etat dont le montant ne peut excéder 30% du chiffre d'affaires moyen annuel, dans la mise en œuvre, sous le contrôle de l'AFA, d'un programme de mise en conformité de ses procédures de prévention et de lutte contre la corruption pour une durée maximale de 3 ans, ou dans la réparation du dommage de la victime.

C'est un outil de transaction pénale, le seul existant jusqu'alors étant la comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (CRPC), procédure permettant de juger rapidement l'auteur d'une infraction qui reconnaît les faits reprochés. La CJIP est inspirée du Deferred Prosecution Agreement anglo-saxon. À ce jour, 11 CJIP ont été signées entre Parquets et personnes morales.

Régime

- La CJIP peut être proposée à une personne morale de droit privé ou de droit public, pour des infractions de corruption, trafic d'influence, de fraude fiscale et de blanchiment de fraude fiscale.
- La CJIP impose des obligations à la personne morale : le versement d'une amende d'intérêt public au Trésor public, limitée par un plafond, et divisée en deux volets : une partie relative à la réparation et l'autre dans un aspect punitif ; la soumission à un programme de mise en conformité sous le contrôle

de l'AFA ; la réparation du préjudice de la victime identifiée.

- La CJIP peut être mise en œuvre dans tous les modes de poursuite, aussi bien durant l'enquête de police que durant l'instruction, avec pour cette dernière une légère différence procédurale.
- La convention est soumise à la personne morale, qui une fois qu'elle l'accepte, doit faire l'objet d'une validation par le président du Tribunal judiciaire.
- L'action publique s'éteint lorsque les obligations susmentionnées sont dument remplies. Elle n'entraîne pas les effets d'une décision de condamnation et n'est pas mentionnée au casier judiciaire, car elle ne vaut pas déclaration de culpabilité.

Points positifs

- Elle est dotée d'une efficacité certaine et la volonté politique qui en était sa source est pleinement satisfaite aujourd'hui. L'ensemble des CJIP conclu a permis à l'État français de prononcer des amendes pour un total de plus de 3 milliards d'euros, ce qui est plus que le Serious Fraud Office (SFO) britannique, dont le DPA existe depuis plus longtemps.
- Elle est en adéquation avec la continuité économique de l'entreprise en ce qu'elle n'est pas une décision de condamnation et ainsi, elle permet d'éviter pour l'entreprise s'étant adonnée à de la corruption, d'être exclue des marchés publics. De même, elle expose l'entreprise à un risque moins important qu'une procédure longue se terminant par un procès dont le résultat est incertain.
- Elle remet la France dans les standards internationaux élevés de lutte contre la corruption transnationale et lui donne une crédibilité certaine. Pour exemple, l'infraction de corrup-

tion d'agents publics étrangers, existante en droit français depuis 20 ans, n'avait été prononcée définitivement qu'une seule fois par les juridictions françaises (contre Total dans l'affaire Pétrole c/ Nourriture en 2018) et avait donné lieu à de faibles amendes. La CJIP Airbus, condamnant la société à 2 Md€ au titre de l'amende d'intérêt public (plus de 3,6 Md€ au total avec les sanctions britanniques et américaines) est fondée sur cette infraction.

- Elle permet aussi à la France, à la suite de l'extension du champ d'application de la CJIP à la fraude fiscale, de mieux lutter contre l'évasion fiscale et particulièrement celles des « GAFA ». A ce titre, la CJIP Google est un exemple incontestable.
- Elle permet une meilleure prévisibilité du risque pour l'entreprise avec la publication de circulaires mais aussi et surtout de lignes directrices, conjointement signées entre le PNF et l'AFA sur la procédure de CJIP.
- Elle permet à la France de développer sa coopération avec les services de justice et de police internationaux. En effet, des enquêtes ont permis des coopérations intéressantes et inédites avec le Serious Fraud Office - SFO (CJIP Airbus) et le Department of Justice - DoJ (CJIP Airbus et Société Générale). Il faut notamment en tirer les enseignements suivants :
 - . Respect de la loi de blocage de 1968 dans l'échange de preuves avec les différentes autorités. Ainsi, dans la CJIP Airbus, le DoJ et le SFO n'ont reçu les preuves que du PNF et non directement d'Airbus (certaines informations pouvant toucher au secret défense notamment) ;
 - . Protection économique des sociétés françaises accrue et retour de la souveraineté en la matière face à l'extraterritorialité du droit américain. En effet, dans la CJIP Airbus,

le monitoring du programme de conformité est assuré par l'AFA, le DoJ ayant expressément reconnu sa crédibilité et ainsi ne permettant pas aux États-Unis de récupérer des informations économiques comme cela pouvait être le cas auparavant dans le cadre des différents DPA avec des sociétés françaises.

. Renforcement de la crédibilité de la France aux yeux des pays anglo-saxons, notamment au vu des amendes d'intérêt public infligées dans le cadre des différentes CJIP. Par exemple, pour la CJIP Société Générale, le montant de l'amende et le même que celui du DPA américain. Plus intéressant encore, la supériorité française dans la CJIP Airbus car 58% du montant total de l'amende étant pour le Trésor public français, les 42% restant étant divisés entre les Britanniques et les Américains.

Points négatifs

- La conclusion d'une CJIP est un poids particulièrement lourd pour l'entreprise qui doit entreprendre une enquête interne approfondie pour prouver sa bonne foi et sa coopération à la recherche de la vérité, cela tendant en partie à une privatisation de la recherche de la preuve.
- Le caractère discrétionnaire dans la fixation de l'amende d'intérêt public, celle-ci résultant d'une part du remboursement de l'avantage retiré de l'infraction, et d'autre part de la pénalité complémentaire dans sa logique punitive. Par ailleurs, la pénalité complémentaire donne lieu à l'application de coefficients minorants (comme la dénonciation au Parquet ou la coopération accrue de la personne morale) et aggravants (la durée des faits, leur caractère systématique ou encore la gravité de l'infraction). A ce titre, on peut noter que certaines peines complémentaires peuvent être

équivalentes, voire supérieures aux avantages retirés (CJIP Google, Airbus et Carmignac Gestion).

- La coopération attendue de l'entreprise n'est pas suffisamment claire et pose diverses problématiques :

. Elle ne permet pas une effectivité certaine car les enquêtes internes doivent permettre de mettre en exergue les responsabilités individuelles. Or, il est possible de douter qu'un dirigeant se dénonce et coopère alors que sa responsabilité pénale va aussi être recherchée.

. L'auto-dénonciation ne permet pas, à coup sûr, la conclusion d'une CJIP, car les lignes directrices ne posent pas de principe en la matière. Cela crée un risque pour le dirigeant et ne le pousse pas à dénoncer des faits délictueux.

. Le délai même dans lequel cette dénonciation doit avoir lieu est un « délai raisonnable » et à la discrétion du Parquet, ce qui est déjà un risque potentiel d'aggravation pour l'entreprise en cas d'amende. De plus ce délai peut aussi se retrouver en contradiction avec d'autres recommandations des lignes directrices. Par exemple, l'information délivrée au Parquet sur les faits doit être circonstanciée, ce qui nécessite de toute façon une enquête interne, or celle-ci peut durer plus ou moins longtemps selon la complexité des investigations à mener, pouvant ainsi dépasser ce délai raisonnable. De nombreux autres points de discordance sont relevés par la doctrine.

. La problématique résultant des documents et informations ayant été communiqués durant la négociation de la CJIP non aboutie. Si une partie de la question est réglée, à savoir que tout ce qui est postérieur à la proposition de CJIP ne pourra pas être utilisé par la suite, notamment dans le cadre d'une enquête ou d'une instruction, tout ce qui lui précède pourrait être utilisé. Or, pour dénoncer des faits circonstanciés, il faut bien disposer d'éléments

matériels à remettre au Procureur. De nombreuses interrogations se posent sur ce sujet, de même s'agissant de la possible pratique de l'exploitation de ces documents dans le cadre de l'engagement de la responsabilité de la personne physique dirigeante ou salariée.

- La responsabilité du dirigeant personne physique va être quasiment systématique car comment pourrait-il plaider une relaxe alors que l'employeur lui-même aura reconnu les faits objets de la poursuite ? Il pourra simplement tenter d'atténuer sa responsabilité en faisant valoir certaines circonstances comme la présence d'un programme de conformité adéquat et sa coopération durant la négociation. Ainsi, il sera opportun d'envisager pour lui une procédure de CRPC (CJIP HSBC, l'ancien dirigeant a été condamné à 1 an d'emprisonnement avec sursis et 500 000 € d'amende sur la base d'une CRPC et d'une non-inscription de la condamnation au B2). Toutefois, il faut remarquer que si le(s) dirigeant(s) ne sont plus en place, notamment à la suite d'un changement de direction, cela sera bien plus compliqué.

- La mise en œuvre d'obstacles particulièrement flous à la conclusion d'une CJIP en ce que les lignes directrices énoncent qu'il ne sera pas possible de conclure une telle convention si « pour la personne morale ou l'une de ses filiales, voire l'un de ses dirigeants, d'avoir fait l'objet de sanctions antérieures pour des faits pouvant être qualifiés d'atteinte à la probité, que ce soit par une juridiction française ou par une autorité étrangère ». Les termes ainsi utilisés peuvent donner lieu à interprétation, que ce soit sur la « filiale » ou encore l'« atteinte à la probité ». De même, la con-

clusion d'une CJIP précédente ne permettra pas la conclusion d'une autre CJIP. A ce titre, qu'en est-il du cas où une première CJIP porte sur des faits de corruption et par la suite, la PM est mise en cause pour fraude fiscale ?

Perspectives

- Il est envisageable, à l'instar de ce qui a été fait en matière de fraude fiscale, de voir la CJIP étendue à de nouveaux délits. A ce titre, il peut par exemple être fait référence à la prise illégale d'intérêts ou encore au délit de favoritisme.
- Au-delà d'être étendue, une proposition de loi récente envisageait de créer une sorte de CJIP environnementale, dédiée aux infractions au droit de l'environnement. Toutefois, au regard du nombre de condamnations prononcées et du quantum des peines en la matière, il est fort probable que son utilité soit, en l'état, limitée. Il faudrait ainsi, trouver un levier, comme il existe dans la CJIP classique avec l'exclusion des marchés publics.
- Le rôle de l'avocat et in fine, du secret professionnel, va être amené à évoluer avec la pratique des CJIP, car ce dernier peut mener l'enquête interne. Dans ce cadre, il sera ainsi amené à échanger avec la société et ses représentants.

LA PROCEDURE DISCIPLINAIRE DEVANT L'AGENCE FRANCAISE ANTICORRUPTION

David Masson, Avocat Associé, et Thibault Jézéquel, Avocat Counsel, Cabinet Racine

Remarques liminaires

- L'AFA est de création récente (loi n° 2016-1691 du 9/12/2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et

à la modernisation de la vie économique, dite Sapin 2) et il y a peu de recul sur sa jurisprudence.

- Les professionnels de la banque et de la finance sont impactés par les mesures anticorruption sous réserve d'être au-dessus des seuils prévus par l'article 17 de la loi Sapin 2.
- L'AFA n'a pas un statut identique à celui de l'AMF et de l'ACPR : il s'agit d'un service à compétence nationale à double rattachement hiérarchique (Ministre de la Justice et Ministre chargé du budget).
- Il y a une répartition des compétences entre l'AFA et le Parquet National Financier (PNF).
- La Commission des sanctions de l'AFA s'est, à ce stade, contentée de traiter les questions de fond des affaires sur lesquelles elle a eu à se prononcer (c'est-à-dire l'examen de la robustesse des programmes de conformité anticorruption), mais ne s'est pas réellement prononcée sur les problématiques soulevées dans le cadre des procédures de contrôle qu'elle a mise en œuvre (le juge administratif se prononcera certainement à l'avenir sur ces éléments).
- Deux sanctions ont été à ce stade prononcées par la Commission des sanctions de l'AFA :
 - . la première sanction du 4/7/2019 s'est soldée par une absence d'injonction et de sanction pécuniaire à l'égard de la société contrôlée et de sa représentante (décision anonymisée) ;
 - . la seconde décision datée du 7/2/2020 a résulté en deux injonctions concernant deux des piliers du programme anticorruption de l'entité concernée (l'AFA se prononcera à une date postérieure aux échéances d'exécution de ces injonctions sur la persistance, ou non, des deux manquements) et aucune sanction pécuniaire n'a été prononcée à l'égard de la société et

de son représentant (décision anonymisée).

Rappel relatif au champ de compétences de l'AFA

L'article 1er de la loi Sapin 2 dispose que : « l'Agence française anticorruption est un service [...] ayant pour mission d'aider les autorités compétentes et les personnes qui y sont confrontées à prévenir et à détecter les faits de corruption, de trafic d'influence, de concussion, de prise illégale d'intérêt, de détournement de fonds publics et de favoritisme ».

Trafic d'influence

Le trafic d'influence se définit comme le fait, par une personne dépositaire de l'autorité publique, chargée d'une mission de service public, ou investie d'un mandat électif public, de solliciter ou d'agréer, sans droit, à tout moment, directement ou indirectement, des offres, des promesses, des dons, des présents ou des avantages quelconques pour elle-même ou pour autrui : soit pour accomplir ou avoir accompli, pour s'abstenir ou s'être abstenue d'accomplir un acte de sa fonction, de sa mission ou de son mandat ou facilité par sa fonction, sa mission ou son mandat ; soit pour abuser ou avoir abusé de son influence réelle ou supposée en vue de faire obtenir d'une autorité ou d'une administration publique des distinctions, des emplois, des marchés ou toute autre décision favorable. Le délit de trafic d'influence est prévu par l'article 432-11 du code pénal.

Corruption

La corruption se définit comme l'agissement par lequel une personne investie d'une fonction déterminée, publique ou privée, sollicite/propose ou agrée/cède un don, une offre ou une promesse, en vue d'accomplir, retarder ou omettre d'accomplir un acte entant, d'une façon directe ou in-

directe, dans le cadre de ses fonctions. Le délit de corruption est prévu aux articles 433-1 et 433-2 du code pénal.

Détournement de fonds publics

Le détournement de fonds publics se définit comme le fait, par une personne dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public, un comptable public, un dépositaire public ou l'un de ses subordonnés, de détruire, détourner ou soustraire un acte ou un titre, ou des fonds publics ou privés, ou effets, pièces ou titres en tenant lieu, ou tout autre objet qui lui a été remis en raison de ses fonctions ou de sa mission. Le délit de détournement de fonds publics est prévu par l'article 432-15 du code pénal.

Favoritisme

Le favoritisme se définit comme le fait par une personne dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public ou investie d'un mandat électif public ou exerçant les fonctions de représentant, administrateur ou agent de l'Etat, des collectivités territoriales, des établissements publics, des sociétés d'économie mixte d'intérêt national chargées d'une mission de service public et des sociétés d'économie mixte locales ou par toute personne agissant pour le compte de l'une de celles susmentionnées de procurer ou de tenter de procurer à autrui un avantage injustifié par un acte contraire aux dispositions législatives ou réglementaires ayant pour objet de garantir la liberté d'accès et l'égalité des candidats dans les marchés publics et les délégations de service public. Le délit de favoritisme est prévu par l'article 432-14 du code pénal.

Prise illégale d'intérêts

La prise illégale d'intérêt se définit comme le fait, par une personne

dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public ou par une personne investie d'un mandat électif public, de prendre, recevoir ou conserver, directement ou indirectement, un intérêt quelconque dans une entreprise ou dans une opération dont elle a, au moment de l'acte, en tout ou partie, la charge d'assurer la surveillance, l'administration, la liquidation ou le paiement. Le délit de prise illégale d'intérêt est prévu par l'article 432-12 et l'article 432-13 du code pénal.

Concussion

La concussion se définit comme le fait, par une personne dépositaire de l'autorité publique ou chargée d'une mission de service public, de recevoir, exiger ou ordonner de percevoir à titre de droits ou contributions, impôts ou taxes publics, une somme qu'elle sait ne pas être due, ou excéder ce qui est dû. Le délit de concussion est prévu par l'article 432-10 du code pénal.

Focus sur les fonctions de contrôle et de répression de l'AFA

Les contrôles de l'AFA se déploient dans deux cadres distincts :

- Les contrôles d'initiative : ils portent sur l'existence, la qualité et l'efficacité des mesures et procédures destinées à prévenir et à détecter les atteintes à la probité (les dispositifs anticorruption).

- Les contrôles imposés par décision administrative ou mesures judiciaires : Les décisions administratives sont celles prises par la commission des sanctions de l'AFA. Les mesures judiciaires sont les conventions judiciaires d'intérêt public (CJIP) ou les peines de programme de mise en conformité (PPMC).

En cas de manquement constaté

aux mesures et procédures mentionnées à l'article 17 de la loi Sapin 2 :

- Le directeur de l'AFA peut délivrer un avertissement à l'entité concernée :

- adressée « aux représentants » de l'entité contrôlée, la lettre d'avertissement les invite à tirer toutes les conséquences utiles des recommandations de l'AFA figurant dans le rapport de contrôle définitif pour se mettre en conformité dans un délai déterminé ;
- la sous-direction du contrôle de l'AFA s'assure que l'entité contrôlée a pris en considération les recommandations qui lui ont été adressées dans le rapport de contrôle définitif (suivi réalisé au plus tard avec l'expiration du délai triennal de prescription de l'action de l'AFA) ;
- il se traduit par un contrôle sur pièces et sur place du dispositif anticorruption ; dans l'hypothèse où de nouveaux manquements seraient constatés, le directeur de l'AFA pourrait en saisir la commission des sanctions de l'AFA.

- Le directeur de l'AFA peut aussi saisir la Commission des sanctions afin que soit infligée à l'entité concernée une sanction pécuniaire (ainsi que la publication de la décision).

- Le directeur de l'AFA peut saisir la commission des sanctions qui peut enjoindre à l'entité contrôlée et à ses représentants d'adapter les procédures de conformité internes destinées à la prévention et à la détection des faits de corruption ou de trafic d'influence dans un délai qu'elle fixe pouvant aller jusqu'à 3 ans.
- Le directeur de l'AFA peut également saisir la commission des sanctions afin que

soit infligée une sanction pécuniaire aux personnes physiques et morales mises en cause. La sanction pécuniaire prononcée par la Commission des sanctions est proportionnée à l'importance des manquements constatés dans la limite de 200 K€ pour les personnes physiques et 1 M€ pour les personnes morales.

Approche comparative des procédures de l'AFA et de l'AMF

Précontentieux

Principaux points de convergence

- Les contrôles de l'AMF et de l'AFA sont encadrés par une charte qui détaille les droits et devoirs des parties prenantes à la procédure.
- Certains principes et obligations applicables aux équipes de contrôle de l'AFA et de l'AMF sont similaires, voire identiques : devoir de respecter le secret professionnel, devoir d'adopter un comportement loyal et professionnel, devoir de présenter le cadre du contrôle lors du lancement de la procédure
- Dans les deux procédures, les pouvoirs des contrôleurs sont assez étendus : se faire communiquer tout document quel qu'en soit le support, mener des entretiens avec les personnes considérées comme étant les plus pertinentes, ou encore avoir un droit d'accès aux locaux professionnels de l'entité visée.
- Les contrôles de l'AMF et de l'AFA ne sont pas formels et tiennent compte de l'efficacité en pratique des dispositifs et processus internes mis en place par les entités contrôlées.
- Le déroulé de chaque procédure de contrôle est analogue : organisation d'une réunion de lancement, phase d'investigation

pouvant s'opérer via des contrôles sur pièces et/ou sur place, organisation d'entretiens avec des interlocuteurs sélectionnés, rédaction d'un rapport de contrôle consignnant le résultat des constatations effectuées.

- Suite à la possibilité offerte aux entités contrôlées d'émettre des observations sur le rapport de contrôle, chaque procédure peut découler, le cas échéant, sur une notification de griefs et résulter en l'ouverture d'une procédure de sanction devant leurs commissions des sanctions respectives.

Principaux points de divergence

- L'AMF peut procéder à des contrôles et des enquêtes. L'AFA ne procède qu'à des contrôles.
- L'AFA distingue entre les contrôles diligentés à l'initiative du directeur de l'AFA et les contrôles de l'exécution des mesures judiciaires imposant la mise en œuvre d'un programme de mise en conformité.
- L'AMF précise qu'elle s'efforce, dans la mesure du possible, de limiter à 6 mois le délai s'écoulant entre la date de signature de l'ordre de mission et l'envoi du rapport de contrôle à la personne contrôlée. L'AMF s'efforce de limiter à moins d'un an le délai s'écoulant entre la date de signature de l'ordre de mission et la finalisation des suites.
- L'AFA joint à l'avis de contrôle dans le cadre de ses contrôles sur pièces un questionnaire détaillé de plus de 160 questions.
- Si toute personne convoquée ou entendue par l'AMF peut se faire assister d'un conseil, seul le représentant de l'entité contrôlée semble pouvoir bénéficier de cette possibilité devant l'AFA.
- Des procès-verbaux doivent être dressés par les contrôleurs de l'AFA alors que cette obligation n'existe pas du côté de

l'AFA.

obligation n'existe pas du côté de l'AFA.

Contentieux

Principaux points de convergence

- Le déroulé de chaque procédure de sanction est similaire : la saisine de la Commission des sanctions par le directeur de l'AFA et le Collège de l'AMF, désignation d'un rapporteur parmi les membres de la Commission des sanctions en vue d'instruire la procédure, audiences publiques devant la Commission des sanctions, prise de parole respectant un ordre préalablement défini, délibération des membres de la Commission des sanctions hors la présence des représentants de la poursuite.

Principaux points de divergence

- La Commission des sanctions de l'AFA exerce un contrôle de plein contentieux (la Commission des sanctions statue sur la situation de l'établissement à la date du prononcé de la sanction). Devant l'ACPR, les manquements constatés s'apprécient à la date du contrôle sur place et les mesures correctrices mises en œuvre par la personne contrôlée postérieurement au contrôle n'ont pas d'incidence sur la caractérisation du manquement qui est établie (même si elles sont prises en compte dans la détermination de la sanction prononcée).

LA PRATIQUE DU CONTEN-

TIEUX REGLEMENTAIRE DANS UN CONTEXTE INTERNATIONAL : IMPACT POUR UN ETABLISSEMENT BANCAIRE

Blandine Cantrel, Département juridique, Missions Conseil & Contentieux, BNP Paribas

Pour traiter du sujet du contentieux de la conformité, il faut distinguer entre « compliance volontaire » et « compliance imposée par la loi ». En effet, la conformité va bien au-delà de la compliance obligatoire puisqu'elle recouvre aussi au sein des entreprises des engagements environnementaux, etc. Le contentieux se limite lui aux règles de conformité obligatoires, imposées par la loi.

En quoi consiste la compliance ? Il s'agit d'abord d'observer la loi et de l'intérioriser : pour une entreprise, cela consiste à la mise en place d'une organisation, de procédures qui viennent traduire les attentes au niveau de la loi dans le langage de la compliance. Il s'agit également de prévenir les manquements, et les dénoncer s'ils sont avérés. C'est un engagement organisationnel au sein de l'entreprise pour atteindre un but que le Professeur Frison-Roche qualifie de « but monumental ».

Cela justifie que la loi demande aux entreprises d'internaliser une fonction régaliennne : on privatise une fonction de traque des délits et des crimes. Cette traque passe par trois éléments : l'obligation de mise en place d'un dispositif de prévention ex-ante, la sanction ex-post des comportements prohibés via une justice pénale d'un nouveau genre, et enfin la rupture de la relation avec les partenaires qui ne remplissent pas les exigences de la loi. Ces trois éléments ont pour corollaire trois types de con-

tentieux de la conformité : réglementaire, pénal et judiciaire.

Le contentieux réglementaire de la conformité : le contentieux du dispositif

C'est un contentieux qui infuse de plus en plus dans la société avec l'ouverture de la loi Sapin II, qui oblige les entreprises à mettre en place des dispositifs anti-corruption. L'entreprise a désormais une mission de police à tous niveaux : elle doit identifier, prévenir, détecter, sanctionner les dirigeants, salariés, commerciaux, clients, partenaires s'ils commettent des manquements avec une quasi-obligation de résultats : c'est une obligation de dispositif mais qui doit être efficace à tel point que le défaut de procédure qualitative est susceptible d'engager la responsabilité des dirigeants alors même qu'aucun fait répréhensible n'aurait été trouvé. La défaillance de dispositif de prévention suffit à engager la responsabilité du chef d'entreprise. C'est un contentieux répressif assorti d'amendes parfois lourdes, qui peut aussi signer la « peine de mort » d'une société en lui retirant son agrément pour assainir le système.

Quel type de défense mettre en place ?

- une défense classique contestant le manquement : on peut ne pas être en phase avec l'analyse de la mission de contrôle ;
- une remédiation qui, au fond, est l'objectif même du droit de la compliance : se doter d'un dispositif efficace ; dans ce cas, un montant élevé de sanction n'a plus de sens ;
- les questions de constitutionnalité et l'invocation des textes fondamentaux comme la Déclaration des Droits de l'Homme, notamment la légal-

ité des délits et des peines, qui est le fondement à l'exigence de clarté de la règle.

Le droit de la compliance pose beaucoup d'objectifs : identifier le risque, mettre en place des procédures qui le gèrent. On voit bien que c'est une règle générale qui s'adresse à différentes entités, claire dans ses objectifs mais pas nécessairement dans ses moyens, ce qui ouvre matière à discussions. L'interprétation de la règle étant une source d'insécurité, l'article 8 de la Déclaration des Droits de l'Homme est de plus en plus invoquée.

La peine doit être, par ailleurs, proportionnée. Il convient ainsi de bien mettre en exergue l'analyse des comptes et des résultats de l'année précédente (plus-values exceptionnelles, cessions immobilières...) pour aboutir à une sanction correctement proportionnée.

Le contentieux pénal de la conformité : le contentieux des faits prohibés

C'est un contentieux négocié qui devient international, de genèse américaine et très efficace. Aux USA, la politique pénale consiste à ne pas avoir affaire au juge pénal : recours dans 1% des cas seulement, dans 99% des cas, il y a négociation et transaction. Les Américains utilisent le Deferred Prosecution Agreement, l'accord entre la personne poursuivie et l'autorité de poursuite (le Parquet) pour différer les poursuites. L'entreprise reconnaît les faits, les qualifie, paie une amende souvent colossale, et s'engage dans un programme de compliance pour que l'infraction ne se reproduise pas.

Baucoup repose sur l'entreprise, qui fait tout elle-même sous la menace du procès pénal améric-

ain :

- point de départ : elle crée la situation potentiellement illicite ;
- elle la détecte, mandate ses avocats pour qu'ils mènent l'enquête dans plusieurs pays ;
- elle produit un rapport et dénonce les faits à l'autorité et coopère avec celle-ci ;
- elle reconnaît la véracité des faits reprochés sans plaider coupable ;
- il est établi un Statement of facts rendu public, qui sera la base de l'accusation si les conditions de la transaction ne sont pas respectées pour reprendre ensuite la procédure pénale.

Une fois signé, la société s'interdit de contredire le Statement of facts aux Etats-Unis ou ailleurs. Ensuite, elle doit mettre en place ou réviser son programme de compliance. Elle doit produire ses propres outils d'éradication des comportements illicites. Pendant ce temps, il est accepté aussi qu'un tiers appelé Monitor vienne dans les locaux surveiller, auditer la société, évaluer la qualité du nouveau dispositif, rendre compte à l'autorité de poursuite des évolutions. En plus, une amende faramineuse va devoir être versée à moins de pouvoir y échapper, ce qui arrive tout de même dans certains cas (aux motifs d'une dénonciation exemplaire, excellente coopération ou programme de conformité irréprochable).

On fait peser le fardeau de la politique pénale sur l'entreprise quasiment dans son intégralité. C'est très efficace, car la peur procédurale est un vecteur fort d'obéissance. La peur d'une amende, la peur des salariés de prendre la parole devant le juge pénal qui peuvent être poursuivis pour parjure, la peur de

l'enlèvement du procès, la peur des class actions corrélatives d'un procès pénal, la peur de la prison pour les personnes physiques font que finalement il y a une adhésion naturelle des entreprises à cette nouvelle justice.

C'est un outil efficace car il répond aux défis de la mondialisation. Les autorités de poursuite sont nationales et de facto mal armées pour lutter contre une criminalité financière ou autre qui, aujourd'hui, est transnationale. Il est habile de mettre l'enquête entre les mains de l'entreprise qui franchit facilement les frontières via ses filiales à l'étranger. C'est une justice adaptée à la mondialisation. C'est un outil efficace aussi car il est tourné vers l'avenir parce qu'il oblige les entreprises à mettre en place des dispositifs efficaces. C'est un rappel, au fond, aux règles du marché, un système correctif venant rétablir un fonctionnement sain des marchés.

Pourquoi cette nouvelle justice négociée oblige en tant qu'entité à repenser la notion de défense ? Ce n'est plus une défense classique telle qu'on l'entendait en France. Tout d'abord, il faut avouer pour ne pas être coupable ! Il faut se dénoncer avant qu'un tiers ne le fasse pour pouvoir réduire l'amende. C'est tout le développement corollaire des lanceurs d'alertes. Enfin, il faut mandater un avocat qui enquête à charge. Tout élément à décharge peut être vu comme suspect, manque de coopération.

On est donc sur une stratégie de défense qui se fonde sur l'obéissance plutôt que de résistance, d'auto-incrimination plutôt que de défense. On a changé de paradigme et c'est bien de changement de justice dont il est question. Est-ce encore une

justice car ce système prive de jugement, de contrôle du juge sur la véracité des faits, sur leur qualification et sur la compétence même du tribunal pénal pour juger de ces faits, puisque la négociation se situe en amont entre l'autorité de poursuite et l'entité dans un cadre où résister peut être suspect. Cela aboutit à une jurisprudence qui a valeur d'exemple et qui peut être fondée sur des faits erronés.

Quelles conséquences de ce DPA américain sur la défense en dehors des Etats-Unis ? Lorsque des faits incriminés aux Etats-Unis ont des ramifications dans le monde et sont poursuivis ailleurs, comment faire pour se défendre sur les faits reprochés ?

Cela n'est plus possible car cela reviendrait à contester ce qui a été accepté dans le Statement of Acts. La bataille ne peut pas se jouer sur les faits mais sur d'autres pistes : qualification locale et causes justificatives ... Est-ce qu'un juge français acceptera, parce qu'on a été condamné ailleurs sur des faits identiques de décliner sa compétence ? C'est tout l'objet du rééquilibrage géopolitique de ce contentieux pénal d'un nouveau genre. Conséquence : le modèle américain s'est exporté (Royaume-Uni, France) pour mettre fin aux situations difficiles des entités assujetties et gagner en efficacité.

On assiste aujourd'hui à un mouvement qui vient challenger le leadership américain dans la régulation du marché. C'est aussi une volonté politique de mieux protéger ses intérêts nationaux tout en participant de manière crédible à la lutte contre les nouveaux crimes mondialisés. Cela conduit également à une plus grande coopération entre législateurs et autorités de poursuite américaine, anglaise et française et à un con-

tentieux d'éthique et de justice, international.

Le contentieux des faits prohibés est un contentieux international. Si cela simplifie la vie des acteurs économiques, il comporte aussi une limite : ce contentieux international n'existe pas dans tous les domaines. S'il couvre les infractions largement partagées telles que la corruption, ce n'est pas le cas des infractions qui protègent les intérêts strictement nationaux (les sanctions européennes n'étant pas les sanctions américaines).

Quelles conséquences pour les droits de la défense en France de l'importation de cette justice nouvelle ? En droit français, le juge pénal intervient pour la validation de la sanction (ce n'est pas seulement une homologation). Mais il reste absent des débats, de la qualification des faits, de sa compétence pénale initiale. Dans ce contexte, l'hypothèse la pire est celle de l'échec de la CJIP. Certes, l'auto-dénonciation et les rapports qui ont été fournis ne pourront pas se retourner contre la défense dans le cadre de la procédure. Pour autant, on ne peut qu'espérer des juges schizophrènes quand la procédure de CJIP s'achève et la voie pénale classique s'ouvre car, dans ce cadre, le juge pénal aura déjà eu entre ses mains les informations portées au dossier et saura ce qu'il convient de chercher !

Le contentieux judiciaire de la conformité : le contentieux des éconduits

C'est un contentieux qui émerge.

- Exemple : Une société gèle le paiement de ses intermédiaires pour faire son enquête sur la réalité de leur travail. Certains d'entre eux, mécon-

tents, veulent assigner la société en justice. Cela pose la question du comportement des sociétés qui agissent en fonction de leur programme de compliance et qui peuvent ainsi porter un préjudice à leurs partenaires. C'est toute la question du contrôle du juge judiciaire dans ce nouveau monde de la compliance.

- Exemple d'interprétation de l'ACPR issue de la soft law que le juge n'a pas retenu : quand un client se livre à une activité suspecte relative au blanchiment d'argent sur un compte bancaire, une déclaration de soupçon est établie et le compte clôturé. Les principes d'application sectorielle de l'ACPR disent que « la banque est dispensée de motiver les causes de la clôture ». Cela relève d'une interprétation du CMF et c'est fondé : « Lorsque la clôture du compte est justifiée pour un motif de nature à remettre en cause la sécurité nationale ». Pour autant, les clients assignent. Or, des jurisprudences existent indiquant que le juge judiciaire exige la motivation de la rupture ce qui signifie que le juge n'accorde aucune valeur aux principes d'application sectorielle. Il ne retient pas l'analyse des faits et leur interprétation ce qui met en difficulté les entités.
- Autre exemple : La portée des deals de justice, du CJIP qui ne sont que des contrats. On vous demande de mettre en place votre programme de compliance, d'exclure un certain type de risques et de ne pas entrer en contact avec certains types de clients. Vous le mettez en place et au final, un partenaire éconduit est mécontent. S'il vous poursuit

pour discrimination, vous ne pouvez invoquer votre deal de justice. Le CJIP n'est pas opposable à la personne qui vous poursuit. Ce n'est pas une convention internationale donc cela n'a pas valeur de droit. On imagine bien le dilemme du juge auquel il est demandé de retenir la responsabilité d'une banque pour refus d'ouverture d'un compte quand le motif tient à l'existence d'un deal de justice dont le demandeur aura exposé que ce ne lui est pas opposable. On imagine le dilemme encore plus grand des établissements qui sont contraints par ces deals à clôturer ce type de compte quand le juge judiciaire va les sanctionner à des dommages et intérêts envers le client. On est en face de situations typiques de conflit de droit.

La logique du contentieux de la conformité n'a pas été encore poussée jusqu'au niveau du juge judiciaire. C'est le maillon manquant d'une chaîne qui commence tout juste à faire sens et à être cohérente au niveau international. Il y a un travail de sensibilisation du juge à faire sur l'efficacité de ces arguments qui sont imposés par le contentieux réglementaire, le contentieux pénal de la conformité dans le cadre des contentieux commerciaux.

CONCLUSION du Président de l'EIFR, Edouard François de Lencquesaing

On entre dans un nouveau monde au sein duquel il est encore bien plus important qu'avant de bien comprendre les deux parties, régaliennne et entreprise, pour qu'elles soient vertueuses ensemble. L'un des objectifs de l'EIFR, c'est de promouvoir une vision objective, cohérente et consensuelle de la régulation, car il ne faut pas en arriver, en forçant quelque peu le trait, à ce qu'il y ait d'un côté des régulateurs perçus comme des policiers structurellement obtus par les financiers, et de l'autre des financiers perçus comme des voleurs potentiels par les régulateurs ! Une vision déformée ne permettrait pas de créer un environnement adéquat en matière de réglementation, de surveillance et judiciaire.

Les Américains qui ont lancé cette « compliance » à hauts cris et extrêmement bureaucratique se rendent compte de ce que nous avons compris à l'origine en France, à savoir qu'avant la conformité nous avons développé ce que nous appelions la déontologie, une déontologie centrée sur les comportements. Les Américains réinventent désormais ce qu'ils dénomment Conduct. On observe que si les règles sont essentielles, il n'en demeure pas moins que ce sont les individus qui constituent les fondations du tout par leurs manières de recruter, leurs comportements et la culture de l'entreprise. En d'autres termes, ils se doivent d'être conformes à l'intérêt et au bien commun de la société.



Organismes de Financement Spécialisé (OFS) : Un apport déterminant pour le financement des entreprises ?

Edouard-François de Lencquesaing, Président d'honneur de l'EIFR

La France a aujourd'hui probablement le système le plus abouti en matière de structures de financement spécialisé. Un guide pratique des Organismes de Financement Spécialisé (OFS) a été publié par Kramer Levin et l'AFG pour faciliter leur compréhension.

En cette période historique de pandémie que traversons, tous les moyens pour trouver des financements adaptés pour les entreprises sont essentiels pour participer aux défis du redémarrage post-Covid. Il s'agit de les promouvoir à travers un travail pédagogique (compréhension du montage juridique, fiscalité, réponses aux attentes à la fois des sociétés de gestion, des investisseurs et des entreprises de toute nature) pour que le plus grand nombre d'entreprises puisse en bénéficier.

Gilles Saint Marc, Avocat Associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
Co-auteur du Guide pratique des OFS

L'objectif ici n'est pas d'être exhaustif sur le sujet des OFS (cf. Guide pratique), mais d'en dresser les grands traits caractéristiques afin d'en dégager une bonne vision d'ensemble.

III. Pourquoi a-t-on créé l'OFS ?

1. La Genèse : Le label « Fonds de prêts à l'économie » (FPE)

Il s'agissait d'essayer d'associer l'épargne longue des assureurs et le financement de l'économie réelle. Bâle III imposant des contraintes prudentielles fortes aux banques en créant à la fois un ratio de liquidité et un ratio de levier, elles ne pouvaient pas prêter au-delà d'un certain niveau de liquidité de leur bilan. A l'autre bout du spectre, Solvabilité II pénalisait les assureurs s'ils investissaient en actions ; l'immobilier étant contraint à 40 %, la dette souveraine ne rapportant plus rien, ils se sont intéressés à la dette « corporate ».

Il a fallu trouver une plateforme servant de commutateur en quelque sorte entre cette épargne longue des assureurs et ce besoin de financement de l'économie non assuré pleinement par les banques. Or, on a con-

staté un « trou dans la raquette » dans le paysage français des fonds d'investissement. Il manquait, en droit français, un véhicule dédié au financement des entreprises qui puisse intervenir sur toute la gamme de leurs besoins en financement.

Il existait bien les Organismes de Titrisation (OT), mais ceux-ci ne peuvent qu'acquérir des créances, souscrire à des obligations et, aujourd'hui, octroyer des prêts. On souhaitait avoir un véhicule au sens large qui soit plus allant sur un certain nombre d'autres opérations, par exemple l'investissement en equity, quasi-equity, l'octroi de prêts, la réalisation d'opérations de crédit-bail ... On souhaitait également que ce ne soit pas un véhicule de titrisation auquel il est encore trop souvent associé une image négative pour certains investisseurs et une idée d'un tranching du risque de crédit mal perçue. Surtout, c'est un régime national qui n'a pas fait l'objet d'une coordination au niveau européen, alors qu'un véhicule issu de la directive AIFM est un véhicule qui rassure les investisseurs parce qu'il est relativement normé au niveau européen.

On voulait également créer un véhicule qui puisse bénéficier de toutes les facilités du régime dérogatoire qui était, jusque-là, l'apanage des organismes de titrisation : le mode simplifié de cession des créances, l'absence d'assujettissement aux procédures collectives, l'interdiction de saisies des actifs par des créanciers, l'absence de nullité en périodes suspectes pour

les nullités facultatives, la possibilité pour les débiteurs d'accepter la cession de la créance intervenue, le caractère opposable des règles d'affectation des paiements (« waterfalls »), la possibilité de créer un compte d'affectation spécial qui permette de sanctuariser les flux perçus par un recouvreur sans prendre de risque de « come-in ».

2. Le Constat : la recherche d'un véhicule polyvalent

. La recherche d'un véhicule qui puisse tout faire, un peu comme les fonds professionnels spécialisés (FPS), en tout cas beaucoup plus que les OT qui peuvent faire a priori seulement de la dette, et la recherche d'un véhicule qui puisse bénéficier de tous les facteurs favorables de l'OT.

. Le souhait d'un véhicule régi par la Directive AIFM de 2011, qui est connue des investisseurs. Elle les rassure dans le cadre du plan d'harmonisation européen et elle donne le bénéfice de deux passeports : gestion et commercialisation.

- Le passeport gestion est la possibilité pour une société de gestion agréée AIFM dans un état de l'Union de pouvoir gérer des fonds français. Réciproquement, il permet à une société de gestion française de gérer des fonds étrangers.
- Le passeport commercialisation permet, en faisant une demande auprès de l'AMF qu'elle relaiera auprès de l'autorité de marché équivalente dans le pays où l'on voudra commercialiser les titres, de pouvoir le mettre en oeuvre, et ce dans les 27 Etats de l'Union. Par ailleurs, un certain nombre de législations nationales ont pris en compte le distinguo et permettent aux véhicules qui relèvent de la directive AIFM (ce qui n'est pas le cas des OT) de bénéficier d'un certain nom-

bre de facilités. Ainsi, la loi bancaire italienne en février 2016, puis la loi bancaire allemande en mars 2016, autorisent des véhicules AIF relevant de la directive AIFM à faire des opérations de crédit dans leurs pays qui, le cas échéant, requerraient un agrément bancaire.

. Le besoin d'un véhicule qui puisse bénéficier des conventions fiscales conclues par la France en cas de financements effectués hors de France. Or, tous les véhicules de droit français à l'exclusion des OT sont quasi transparents fiscalement : soit ils sont dotés de la personnalité juridique, soit ce sont des copropriétés. Dans les deux cas de figure, ils ne sont pas assujettis à l'IS en France. De ce fait, ils ne peuvent être considérés comme résidents au sens des conventions fiscales, et donc bénéficier des dispositifs de ces conventions qui permettent de déduire voire d'éliminer les éventuelles retenues à la source de droit interne.

Quand on fait des opérations de re-financement pour des entreprises situées en Espagne, en Allemagne, en Italie, c'est un sujet extrêmement préoccupant. C'est la raison pour laquelle l'OFS a pris deux formes possibles, le format habituel de copropriété sans personnalité morale, le Fonds de Financement Spécialisé (FFS), et un format sociétaire, la Société de Financement Spécialisée (SFS) ou la Société Anonyme ou Société par Action Simplifiée. Cette dernière est une société assujettie à l'IS sur la base d'une assiette imposable aménagée ce qui n'a jamais été le cas de la société de titrisation. La loi de finances pour 2019 a défini, dans l'article 38 tiers du CGI, quelle est la base imposable d'une SFS.

On a désormais un dispositif complet : l'Ordonnance du 4 octobre 2017 entrée en vigueur en janvier 2019, les deux décrets d'application

adoptés le 19 novembre 2018, un régime comptable adapté pour intégrer les OFS en date d'octobre 2018, et un régime fiscal adapté par la loi de finances de 2019 qui a fait l'objet d'un certain nombre de rescrits de l'administration fiscale notamment sur le non- assujettissement de la SFS à la CVM.

Comme les OT et à la différence de tous les autres véhicules relevant de l'AIFM, l'OFS peut émettre des obligations. Pour un certain nombre d'investisseurs qui ne veulent pas d'actions parce que c'est redoutable pour des raisons prudentielles dans le cadre de Solvency II, ni de parts qui sont des titres hybrides entre actions et obligations, parfois inconnues par les investisseurs étrangers, les obligations, en revanche, sont connues en tant qu'instruments financiers.

Aujourd'hui, l'OFS est devenue réalité. Il en existe 5, ce qui n'est pas si mal, les textes étant sortis récemment et dans un contexte Covid. Contrairement aux idées répandues, les dépositaires sont accueillants à l'idée d'être dépositaires de ce nouveau véhicule, à telle enseigne que l'AFTI a créé une convention dépositaire spéciale pour les OFS.

II. Quels sont les investissements que peut faire un OFS pour les entreprises ?

Les OFS peuvent tout faire à la différence des OT dédiés à la dette exclusivement. Ils peuvent investir en actions, dans des obligations donnant accès au capital, en obligations simples, acquérir des créances de banques sur les entreprises mais également des créances commerciales pour alléger le BFR des entreprises, octroyer des prêts aux entreprises en direct (direct lending), faire des opérations de crédit- bail et de sous-participation en risque et en trésorerie.

Pour beaucoup de PME/TPE, le financement par l'émission d'actions ou d'obligations donnant accès au capital peut paraître intrusif, et ce d'autant plus quand il s'agit d'une structure familiale. Cela suppose la négociation d'un pacte d'actionnaires. Il n'est pas toujours très aisé de prendre une participation au capital d'une entreprise, fut-elle minoritaire. Ce qui apparaît plus intéressant, ce sont les obligations, l'acquisition de créances, l'octroi de prêts et les opérations de crédit-bail. Quant aux Prêts Garantis par l'Etat (PGE), ils ont été, pour l'essentiel, réservés aux établissements de crédit n'ayant pas la possibilité de les céder et se retrouvant avec une masse de PGE considérable.

Or, une manière de financer les entreprises, c'est de venir en « back-to-back », derrière la banque qui est obligée de les détenir frontalement, via une sous participation au risque et en trésorerie. Cela ne changera rien au risque juridique puisque la banque sera toujours le prêteur de l'entreprise. En revanche, cela lui permettra de découpler son risque et de ne pas avoir à aligner du capital économique pour financer ces PGE.

Deux points méritent approfondissement.

- Le prêt aux entreprises. A la différence du label FPE, l'OFS peut en faire à des entreprises de l'Union européenne ou hors UE. La seule contrainte auquel il est soumis : le financement d'entreprises qui exercent des activités industrielles, commerciales, artisanales, agricoles ou immobilières, a priori toutes les entreprises à l'exception des entreprises financières et des Organismes de Placements Collectifs (OPC). Le prêt peut être attribué à l'entreprise elle-même ou à la holding qui détient les sociétés qui exercent ces activités.

- Le crédit-bail. Les OT n'y sont pas autorisés. Or, dans le contexte Covid qui entraîne des situations financières dégradées pour les entreprises, les PGE n'ayant rien arrangé réellement, les prêteurs peuvent être peut allants. Le crédit-bail étant la reine des sûretés puisque le prêteur est propriétaire de l'actif, la banque qui en octroie prend juste le risque de valeur de marché du bien qui fait l'objet du leasing. C'est intéressant car cela permet à l'entreprise de poursuivre ses investissements sans avoir à s'endetter, à lever de nouveaux fonds propres qu'elles n'ont plus en quantité suffisante tout en payant au fil de l'eau le bien qu'elle utilise pour son activité. C'est un peu l'idée de l'« Ubérisation », dans une économie où l'on se situe plus dans l'usage que dans la propriété. C'est également intéressant pour les entreprises confrontées à des problèmes de trésorerie de faire des opérations « sale and lease back » : certaines d'entre elles sont propriétaires d'actifs importants, ce qui immobilisent des fonds propres ou de la dette, et c'est l'occasion de les céder, de percevoir un prix et de continuer à en avoir l'usage en les louant sur la durée de l'opération de lease back.

Au total, le prêt aux entreprises, le crédit-bail, la possibilité de souscrire à des obligations, ce sont des outils que l'OFS peut utiliser et qui contribuent très directement au financement des entreprises.

III. Quels sont les investisseurs et titres éligibles à un OFS ?

Une des particularités de ce véhicule de l'univers AIFM, c'est que contrairement aux autres de cet univers (émittant des parts et des actions) et comme les OT, les OFS

peuvent émettre des obligations.

Ces titres obligataires peuvent se placer non pas sur la base du règlement, du prospectus et des dérogations à l'offre publique, mais dans le cadre du passeport de commercialisation prévu par la directive AIFM, passeport qui n'existe pas pour les OT. Les investisseurs éligibles sont :

- les clients professionnels (investisseurs institutionnels, entreprises, assureurs, banques, fonds de pensions...)
- toute personne physique souscrivant plus de 100 K€
- les membres de l'équipe de gestion ou les membres qui travaillent pour la gestion du fonds souscrivant plus de 30 K€
- les gestionnaires de portefeuille
- les particuliers souscrivant plus de 10 K€ si le fonds est agréé ELTIF

Si l'on s'adresse à des clients non professionnels au sens strict, ils devront remplir un Document d'Information Clef pour l'Investisseur (DICI).

L'OFS peut émettre des titres de catégories différentes. Comme pour les OT, on a toute latitude pour créer des catégories de parts différentes conférant à leurs investisseurs des droits différents en intérêts et en capital. A titre d'exemple, on peut avoir une catégorie d'investisseurs intervenant au premier closing pour des montants significatifs pouvant se voir appliquer des commissions de gestion différenciées, d'autres peuvent avoir droit à une commission de surperformance ... La seule limite de l'exercice, élément distinctif par rapport aux OT, c'est que ces catégories de titres différents ne doivent pas se traduire par un tranching du risque de crédit. S'il y a une perte en capital sur l'actif détenu par l'OFS, elle doit être allouée pari passu et prorata entre les différentes catégories de titres.

Les OFS sont des fonds ouverts contrairement aux OT. Les OT sont des fonds fermés. Or, dans le contexte

actuel de crise, des investisseurs ont besoin de vendre leurs titres. La seule possibilité de sortie est le marché secondaire, trouver quelqu'un qui veuille bien reprendre leur position. A la différence, l'OFS est un fonds ouvert. Néanmoins, s'il octroie des prêts, par hypothèse peu liquides, la loi prévoit une période de « lock up », de blocage durant laquelle il n'y a pas de possibilité de rachats et une fois cette période expirée, la possibilité de mettre en place des « gates », des plafonnements si les demandes de rachats ne peuvent pas être servies en totalité compte tenu de l'illiquidité des actifs ou du laps de temps nécessaire pour procéder à leur liquidation dans des conditions optimales de marchés. Les demandes de rachats qui ne peuvent être servies sont alors reportées à la prochaine date d'ouverture sans rang de priorité par rapport aux nouveaux investisseurs prêts également à en sortir.

IV. Quelles sont les principales règles de gestion applicables à l'OFS

. Il n'y a pas de règle de diversification. Aucune contrainte, aucun ratio, aucune composition de l'actif ou de règle de diversification. Des règles existent seulement si l'on souhaite que l'OFS soit agréé ELTIF. Sous cette hypothèse, il existe des règles de composition, de diversification (aucune exposition à plus de 10% sur un émetteur, exceptions à 20% à condition que celles-ci n'excèdent pas 40% de l'actif etc.). En revanche, on peut mettre en place des règles de nature contractuelle en fonction de la typologie des investisseurs, de la nature des actifs du fonds ... Dans ce cas, on définit dans le prospectus de l'OFS des critères d'éligibilité, des règles de diversification ...

. Une règle d'engagement général. La loi dit que les expositions du fonds ne peuvent pas excéder la valeur de son actif plus le montant

encore non appelé des souscriptions. Il s'agit d'éviter les fonds ayant excessivement recours aux effets de levier et éviter les bulles.

. Une stratégie « buy and hold » d'octroi de prêts et d'achat de créances. Quand un OFS achète des créances ou octroi des prêts, c'est dans l'optique, a priori, de les conserver. Des exceptions sont toutefois prévues par la réglementation :

- en cas de liquidation anticipée du fonds dans l'intérêt des investisseurs,
- en cas de « cleanup call », si l'actif ne représente plus que 10% par rapport à l'actif d'origine,
- si on a qu'un seul porteur,
- si le débiteur est dans une situation financière dégradée. L'OFS est autorisé à prendre sa perte plutôt que s'enliser dans une procédure de sauvegarde ou un redressement judiciaire qui peut prendre dix ans,
- à l'expiration de la période d'investissement, on peut faire un certain nombre d'arbitrages si nécessaire, céder des actions et des obligations ... tout en respectant les critères contractuellement définis.

. L'OFS peut emprunter. Il s'agit ici de booster sa performance, d'améliorer le TRI. Il est limité à une règle de 30 % qui ne s'applique que dans le cas où le fonds a été agrégatif ou dans le cas où le fonds a décidé de faire de l'octroi de prêts. On ne peut, en effet, financer de l'octroi de prêts en ayant recours à plus de 30 % d'endettement, étant précisé que les financements relais type equity bridge financing, qui évitent d'appeler les investisseurs pour des tickets peu significatifs, n'entrent pas dans ce ratio de 30%. Pour des emprunts ayant vocation à être remboursés à l'expiration d'un délai d'un an afin de financer les investissements réalisés en cours d'année, il ne s'agit pas vraiment

de dette mais de facilité : cela évite plusieurs appels de fonds pour des montants unitaires faibles, le remboursement du financement se faisant par un seul appel de fonds auprès des investisseurs à échéance.

Intervention de Camille Neveu, Directrice des Affaires Fiscales et Comptable, AFG

De manière synthétique, on peut dire que le régime fiscal des OFS est à mi-chemin entre celui des Fonds Professionnels spécialisés (FPS) et des organismes de titrisation (OT). Présentation disponible.

Intervention de Thibault de Saint Priest, Président, ACOFI Gestion Responsable de la Commission Fonds de dette de l'AFG

A l'heure actuelle, seuls 5 OFS (3 SFS et 2 FFS) ont été créés par 3 sociétés de gestion. On assiste à un démarrage lent.

Intervention de Thibault de Saint Priest, Président, ACOFI Gestion Responsable de la Commission Fonds de dette de l'AFG

A l'heure actuelle, seuls 5 OFS (3 SFS et 2 FFS) ont été créés par 3 sociétés de gestion. On assiste à un démarrage lent.

I. Un instrument bienvenu et puissant

La création de ces OFS s'inscrit dans le sillage d'un bouleversement majeur, celui du mode de financement des entreprises, et prend sa source très probablement, dans deux événements majeurs :

- la réminiscence de la crise de 2008 qui a fait découvrir à l'ensemble des agents économiques qu'en situation de crise grave, il y avait un risque de fermeture du robinet du crédit et

dans ce contexte, qu'il était important de travailler à la diversification des sources de financement ; si les grandes entreprises étaient familières de ce mode de pensée, ce n'était pas forcément le cas des ETI et PME

- l'irruption dans le paysage européen des véhicules ELTIF qui, pour la première fois, ont autorisé des fonds à octroyer des prêts sur tout le territoire de l'Union européenne.

La création des OFS obéit à trois objectifs principaux :

- pour les emprunteurs, la diversification de sources de financement à des conditions compétitives
- pour les gérants d'actifs tirant les leçons de certaines contraintes liées aux OT, la possibilité d'acquiescer d'autres types d'actifs que les créances, et en même temps bénéficier des avantages propres aux OT, notamment la simplicité du formalisme du transfert des créances, l'émission de titres de créances, ce qui n'est pas le cas des FPS et FPCI, le tout dans un cadre AIFM permettant le « passeportage » sur le territoire de l'Union européenne de ces nouveaux fonds
- pour les investisseurs institutionnels, l'OFS a été conçu pour mettre à disposition un véhicule qui leur permette encore davantage d'ouvrir leur allocation de portefeuilles à d'autres classes d'actifs que les instruments négociés sur les marchés, en leur offrant l'opportunité de capter les primes d'illiquidité et de complexité ; d'autres véhicules permettent de remplir cet objectif, mais la simplicité et l'efficacité des OFS en renforcent l'attrait.

II. Une relative lenteur du démarrage

La réforme n'a certes pas encore délivré toutes ses promesses.

Le démarrage est un peu poussif compte tenu du nombre d'OFS créé. Fondamentalement, la question posée est celle de savoir si les entreprises ont accès aux fonds en quantité suffisante et si les assets managers vont pouvoir répondre aux attentes de ces entreprises en termes d'innovation et d'agilité grâce aux OFS. Les OFS ne vont certes pas changer la donne de l'écosystème du financement bancaire. Néanmoins, on peut les qualifier de bon « couteau suisse » qui permet d'enrichir l'univers des solutions possibles.

La nouveauté, avec la crise du COVID-19, c'est l'irruption, pour reprendre les propos de Nicolas Dufour du « viaduc de cash » mis en place avec les PGE. Ce sont 120 Md€ qui ont été distribués par le système bancaire en l'espace de 5 mois. C'est considérable et cela a ralenti les besoins en financement des PME et des ETI puisqu'elles ont trouvé auprès du système bancaire, grâce à l'Etat, les ressources dont elles avaient besoin. Situation temporaire, il faudra en sortir à un moment donné et prendre le relai en dispensant ces crédits sous une forme ou une autre avec beaucoup d'agilité, d'innovation de façon complémentaire avec les fonds.

Cette réforme est l'aboutissement d'une longue phase de maturation. Elle a pour base la réforme du code des assurances dans le sillage de Solvency II, la création des fonds de prêts en 2013, l'apparition des plateformes de financement participatif en 2014, le desserrement du crédit inter-entreprise notamment cité par la loi Macron. La création de ces OFS vient couronner un colossal travail mené à l'instigation des pouvoirs publics avec l'AMF, le sout-

ien de la place de Paris, la participation active des associations professionnelles.

Les professionnels de la gestion d'actifs ont bénéficié d'une démarche proactive, pro-business des pouvoirs publics. Celle-ci s'inscrit clairement dans une logique d'élargissement de l'offre de financement en direction des acteurs de la vie économique dans le cadre d'une désintermédiation que l'on peut qualifier de « sereine », contrairement à des prophéties anciennes qui avaient cours à un moment donné sur le caractère « antagonisant » des relations entre les fonds et les banques en matière de distribution de crédit. On est plutôt dans un monde de complémentarité, de coopération entre banques et fonds, très bénéfique pour tous. Notre industrie française des fonds dispose désormais de 4 types de véhicules pour financer l'économie : les FPS, les OFS, les OT et les FPCI, avec chacun des déclinaisons différentes.

La création des OFS réunit le « meilleur des mondes ». Comme on l'a vu précédemment, c'est un véhicule hybride combinant beaucoup d'atouts de l'OT, du régime des FPS et de la Directive AIFM. Le véhicule est donc « passeportable » dans l'Union européenne, et en plus labellisable ELTIF, ce qui est important pour tous ceux qui mettent en place une stratégie de conception d'offre de financement à destination des PME et ETI, mais aussi en terme de conception de produits destinés aux investisseurs institutionnels. Cela va permettre de déployer une stratégie de prêteur sur tout le territoire de l'Union européenne de manière efficace.

En dépit de la tendance favorable au financement par les fonds, pourquoi le démarrage de ces OFS est-il plus lent qu'attendu ? La crise sanitaire n'étant pas la seule en cause, il semble qu'il faille en chercher les

raisons dans plusieurs directions :

- **Les emprunteurs** sont plutôt agnostiques par rapport aux véhicules qui mettent à leur disposition des financements.
- **Un contexte défavorable.** Dans les circonstances exceptionnelles actuelles, les entreprises n'ont pas de besoins en ressources financières immédiates grâce au soutien massif des Etats et des banques. Cela crée une situation particulière où certains asset managers ont des « drive orders » pour déployer du capital auprès des entreprises et ne trouvent pas forcément les emplois. En sus, les fortes compressions des rendements que nous connaissons font que les investisseurs institutionnels ne sont pas nécessairement intéressés à financer des PME et ETI à des conditions peu attractives. Certes, cela peut avoir de l'intérêt pour des banques qui ont le choix entre -0,5% en banque centrale et 1,2% à 1,5 % pour des financements à moyen-long terme pour les entreprises. Mais les asset managers doivent donc rechercher des emprunteurs avec lesquels ils vont pouvoir mettre en place des mécanismes complexes et innovants générant une rémunération supérieure associée au risque corrélatif. Or, les investisseurs institutionnels sont plutôt prudents aujourd'hui dans la façon dont ils accordent leur confiance à des fonds de private equity ou de dettes.
- **La force de l'habitude des asset managers :** nous avons tous appris à travailler avec des véhicules imparfaits, l'OT d'un côté, le FPS de l'autre... d'autant plus que la genèse des OFS a été longue. Du coup, chacun les connaît bien. Proposer un nouveau véhicule dans ce contexte peut être un handicap. Il faut du temps pour que les asset man-

agers se familiarisent avec ce nouvel instrument.

- **La mise en place de ce dispositif a pris trop de temps,** de début 2016 à fin 2018, voire fin 2019 pour les derniers éléments fiscaux. Pendant ce temps, les grands asset managers ont pris l'habitude d'aller chercher des véhicules sous d'autres juridictions (Luxembourg, Irlande, Pays Bas...). A l'avenir, des réformes de cette nature, innovantes, devront être conçues avec des délais d'exécution beaucoup plus courts.
- **La persistance des incertitudes fiscales,** désormais derrière nous.
- **La concurrence entre places financières,** comme évoqué précédemment.

Concernant les encours des OFS, nous ne disposons pas d'information récente via l'AMF compte tenu de leur création récente.

III. Perspectives : Les axes d'action pour promouvoir ces OFS

La création d'un climat favorable est nécessaire pour que les uns et les autres, conjointement avec les associations professionnelles et les pouvoirs publics (AFG, France Invest...), se mobilisent en France et hors de France, pour la réussite de ce véhicule. Cela signifie un gros effort de promotion (communication...) pour concurrencer les véhicules existants hors de France en montrant que l'OFS est un véhicule pertinent, extrêmement bien organisé et créer l'envie auprès des emprunteurs de s'adresser aux asset managers de manière complémentaire des banques.

Le temps est venu de la mise en oeuvre. C'est d'autant plus important que l'OFS est le fruit d'un engagement colossal du secteur. C'est une chance, tant pour notre industrie que pour les PME et ETI

qui, passés l'effet des PGE et autres aides publiques, devront trouver des relais de financement. Il ne faudrait pas que nous manquions ce rendez-vous.

*

Edouard François de Lencquesaing :

Il est important, en effet, d'observer que la maturation a pu être longue. La compétition en Europe avec les Pays-Bas et Luxembourg nous a sûrement poussés à trouver des voies compétitives et de diversification. On a cru longtemps que la diversification provenait d'une volonté de réduire le risque bilanciel des banques, mais ce n'est pas le seul objectif : dans ce monde complexe qui fait face à une succession de crises et à la 4ème révolution industrielle (numérique, data...), il va falloir, pour accompagner les entreprises, avoir une combinatoire à disposition pour que l'imagination puisse intervenir dans les modalités de financement. Elle consiste dans la multiplicité des natures d'acteurs et des sources d'investisseurs avec toute la gamme de risques, de couverture des risques et montages fiscaux. Dans ce contexte, l'OFS est un atout qui permet d'aborder le défi de la diversification des financements. La sortie des PGE va nécessiter une grande créativité, de la pédagogie pour réduire les inerties, les temps d'adaptation, les imperfections des différents métiers existants et conduire à l'usage de la perfection des nouveaux instruments à disposition. En effet, il faut que nous diminuions ce délai pour être au rendez-vous.

Propos additionnels issus des questions des participants

La fiducie. C'est l'équivalent en droit français du trust, instrument qui offre l'opportunité d'entiercer un actif, soit à des fins de sûretés d'un financement bancaire ou obligataire, soit de permettre la ges-

tion d'un actif par un tiers afin de garantir une indépendance dans cette gestion. Un OFS a pour objectif de lever des capitaux auprès des investisseurs afin de les investir de manière discrétionnaire selon une politique d'investissement définie par la société de gestion. On peut très bien imaginer une fiducie en complément d'un fonds. Par exemple, si le fonds ne souhaite pas détenir des actifs corporate, on peut imaginer les détenir en fiducie. OFS et fiducie sont deux véhicules complémentaires.

Le régime pari passu. C'est le parti pris des régulateurs européen et français de considérer que, lorsqu'il y a des tranching dans le cadre de dettes seniors subordonnées, c'est dangereux. L'avis de G. Saint Marc est tout autre car il est plus agréable de permettre à des investisseurs d'investir en senior et de savoir qu'un premier matelas, i.e. les souscripteurs des titres subordonnés, va éponger les premières pertes. Cela expose tout le monde au même risque. C'est un élément distinctif de l'OFS.

La gestion d'un OFS par une banque. Cela n'est pas possible. Un OFS doit être géré un gestionnaire agréé par la directive AIFM. Par contre, une banque peut prendre une sous-participation au risque et en trésorerie d'un OFS, ce qui n'est pas inintéressant pour neutraliser, par exemple, le risque prudentiel pris au titre des PGE.

Les concurrents et les équivalents des OFS dans les autres pays européens. Autrement dit, y a-t-il encore un intérêt pour un gestionnaire d'actifs en France de s'intéresser aux fonds luxembourgeois, irlandais ou des Pays Bas ?

Gilles Saint Marc

La place concurrente immédiate de Paris est le Luxembourg. Le Fonds d'Investissement Alternatif Réserve

(FIAR) est un copier-coller du FPS. Le FIAR doit être seulement déclaré à la CSSF du Luxembourg, tout comme le FPS doit être seulement déclaré à l'AMF. Le FIAR n'en demeure pas moins tenu à une règle de diversification des actifs de 30%. De notre côté, nous avons copié la Société en Commandite Spéciale en droit français avec la Société Libre de Partenariat, l'équivalent de la Limited Liability Partnership. L'OFS demeurant le véhicule le plus malin, il n'a pas de véritable concurrent en Europe. Pour autant, les habitudes prises par certains asset managers ne vont pas changer du jour au lendemain. Il faut des arguments forts pour les embarquer sur un véhicule nouveau. La Société Libre de Partenariat a connu aussi des débuts chaotiques. Il n'y a donc pas de fatalité d'autant plus que l'OFS est beaucoup plus intelligent que les véhicules luxembourgeois, notamment pour sa résidence fiscale. La résidence fiscale des fonds luxembourgeois ne survit que grâce aux spécificités des conventions fiscales conclues par le Luxembourg ; or, aujourd'hui il existe des incertitudes sur la pérennité de ce modèle. L'OFS dans sa déclinaison SFS est, lui, un résident au sens des conventions fiscales du modèle OCDE repris par presque tous les pays à l'exception du Luxembourg.

Thibaut de Saint Priest :

La question posée est à traiter sous deux angles différents : celui du gestionnaire d'actifs qui va faire entrer les fonds dans le portefeuille, et celui du passif i.e. la meilleure façon de susciter l'attrait des investisseurs. Lorsqu'on lève des fonds, notamment hors de France, les investisseurs ont tendance à aller vers les structures qu'ils connaissent. Il n'est pas sûr qu'une structure française soit la réponse définitive pour adresser un passif qui ne soit pas français. C'est là où un grand effort reste à faire pour convaincre qu'il est possible d'encapsuler des ac-

tions/parts de type OFS dans des feeders ou autres véhicules basés à Luxembourg ou ailleurs. S'agissant de l'actif, l'OFS est un superbe véhicule pour aller chercher des actifs hors de France.

Gilles Saint Marc :

De temps en temps, la France est « mieux-disante » que Luxembourg. Il faut le faire savoir. Par exemple, un fonds d'actif faisant l'objet de leasing logé dans une société qui émet des obligations souscrites par un fonds luxembourgeois. Les dépositaires luxembourgeois ne vont pas s'arrêter à la détention des seules obligations par le FIAR, par exemple, ils vont aller regarder les actifs détenus par la société opérationnelle. Jamais un dépositaire français n'ira regarder au-delà des obligations qu'il a souscrites et émises par la société opérationnelle. C'est une différence considérable pour un dépositaire qui doit assurer la garde d'actifs mobiles, une mission difficile et très coûteuse.

La notation. Les obligations émises par l'OFS pourraient-elles être notées et traitées sur un marché secondaire quand bien même il y ait une incitation « buy and hold » ? Le buy and hold concerne l'actif et non le passif pour lequel les cessions sont libres : les obligations émises par une SFS, régies par le code du commerce sont donc notées et traitées sur le marché, en revanche souscrites exclusivement par des investisseurs professionnels comme vu précédemment.

Edouard François de Lencquesaing :

Avec ce nouvel outil, l'OFS, notre devoir collectif est désormais de savoir vendre en continuant notamment à faire œuvre pédagogique pour réduire l'inertie bien compréhensible des uns et des autres pour que nous soyons au rendez-vous du défi des entreprises dans leur recherche de financements. Il faut remercier les intervenants, Gilles Saint Marc et Thibaut de Saint Priest, très actifs dans leurs entreprises et au sein des institutions de place non seulement pour concevoir mais aussi promouvoir ces OFS, et Camille Neveu et l'AFG pour participer également à cette promotion active. C'est, là-aussi, un devoir que nous avons vis-à-vis de l'Europe dans sa compétition et de la France face à la concurrence entre pays membres, et ce d'autant plus dans une période caractérisée par un certain désordre avec le départ très prochain de nos amis d'outre-manche.



Le secret bancaire

Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris

Pierre MINOR, Directeur des Affaires Juridiques, Groupe Crédit Agricole
Guillaume RICHARD, Resp. juridique adjoint, Banque de détail, Protection des données et Veille

Propos introductif (Edouard de Lencquesaing Président d'Honneur de l'EIFR)

Le secret est en principe inné dans la finance et en tout cas consubstantiel à l'activité bancaire : le banquier est en quelque sorte un confesseur. Pour autant, il est surprenant de constater que le secret bancaire est en droit relativement récent (1984). Il couvre cependant un espace de plus en plus étendu, avec beaucoup de créativité dans la manière de fixer ses frontières ou de trouver les exceptions.

Un ensemble de révolutions technologiques et organisationnelles dans les établissements, ou l'émergence de nouvelles missions, ont provoqué néanmoins un certain désordre avec une confrontation du droit sur le secret bancaire à des pratiques nouvelles sur la gestion des données (nouvelles obligations KYC, communications aux superviseur/régulateur, transfert des données au-delà des frontières) avec toutes sortes de conflits possibles.

Le Haut Comité Juridique de Place est ainsi bien dans sa vocation en formulant un certain nombre de recommandations pour remettre de l'ordre et de la simplicité afin que

tout le monde puisse s'y retrouver, en particulier les nombreux collaborateurs dans l'industrie financière qui sont confrontés à ce secret dans des situations normales ou de crise, et doivent faire face à des questions parfois très complexes. Nous ne pouvons que remercier la HCJP d'avoir élaboré ce rapport en formulant le souhait que les recommandations présentées aujourd'hui trouvent un terrain de mise en œuvre pratique.

*

Présentation de Pierre Minor et Guillaume Richard

Des Interrogations nouvelles sur la portée du secret professionnel naissent en lien avec les évolutions de la pratique et de nouvelles réglementations, en particulier GDPR et DSP2.

Le devoir de discrétion du banquier sur les affaires de son client est un principe ancien et majeur de la profession bancaire : secret/confidentialité/discrétion constituent un élément essentiel de la relation. Pour autant, le secret bancaire a été consacré seulement récemment dans le droit français (Loi bancaire de 1984). La dernière réforme date

de 2008 (Loi de modernisation de l'économie), et ouvre la faculté d'y renoncer et d'élargir les exceptions.

Les contours demeurent difficiles à appréhender (périmètre très large, exceptions multiples, évolutions jurisprudentielles régulières), ce qui n'est pas sans créer une insécurité juridique pour les protégés et les assujettis, avec en particulier la possibilité de sanctions pénales. De surcroît, la pénalisation n'est pas partagée par la majorité des pays de l'Union européenne. Par ailleurs, le secret bancaire s'intègre dans le régime plus large du secret professionnel (cf. avocats, médecins).

La complexité juridique et l'imprécision des textes ne sont plus adaptées à l'organisation actuelle des établissements, qui doivent concilier le principe et la règle avec le recours à des prestataires informatiques, la diversification des activités, le développement de groupes bancaires transfrontières, et de façon générale une circulation grandissante de la donnée.

Le Rapport ne préconise pas une refonte ou une suppression du secret bancaire : il est essentiel de le préserver cet élément essentiel de la relation bancaire, par le biais du secret professionnel ou par l'usage

de clauses de confidentialité assurant le même niveau de protection aux personnes, comme c'est le cas dans de nombreux pays.

Dans ce cadre, des évolutions ciblées sont à mettre en œuvre par des initiatives législatives progressives et ponctuelles visant à clarifier certaines exceptions existantes, notamment dans le domaine des opérations de M&A bancaires et les transferts d'information au sein des groupes bancaires, créer de nouvelles exceptions compte tenu des difficultés opérationnelles pour respecter les obligations réglementaires ou pour recourir à la sous-traitance, et moderniser les textes pour mieux articuler les législations encadrant les données et l'information des personnes.

*

Présentation synthétique du rapport

I. Objet et champ d'application du secret bancaire : rappel du droit positif

Encadrement par les art. L511-33 et L522-19 du Code Monétaire et Financier, et pour les sanctions art. L571-4 et L-572.7 du CMF et 226-13 du Code Pénal

- La nature du secret bancaire : secret professionnel relatif (le bénéficiaire peut délier le professionnel afin de préserver un intérêt privé, quand bien même il se heurte à un intérêt public de bon fonctionnement) et non absolu (médical)
- Les personnes tenues au secret bancaire : établissements de crédit ou de paiement, sociétés de financement, associations et fondations RUP ; membres du Conseil d'administration, direction, employés ; les personnes participant aux missions de contrôle de (ACPR ou BCE)
- Les bénéficiaires : pas précisés,

mais à considérer largement : clients et tiers (bénéficiaires de transferts, ...),

- L'information couverte : définition jurisprudentielle ; pas d'informations générales ou dans le domaine public ; information sur compte, scoring, incidents de paiement, ...
- Un partage du secret possible : révélation consentie, pour les protégés/incapables, dans les rapports de famille (époux, divorces, successions), les personnes morales et Commissaires aux comptes, les cautions
- Les exceptions au secret bancaire : les exceptions des art. L511-33 CMF et L.522.19 du CMF (ACPR, Banque de France, autorité judiciaire, commissions d'enquête parlementaires, agences de notation, les personnes avec lesquelles la banque négocie ou conclut des opérations) ; les exceptions créées par des lois spécifiques (administration fiscale, douanes, AMF, BCE, SGFGAS, Cour des Comptes, certains ministères, Autorité de la Concurrence, DGCCRF, Commission européenne, CNIL, Tracfin, FGDR, Défenseur des droits, HATVP)
- Les sanctions : civiles (responsabilité civile contractuelle ou extracontractuelle, atteinte au secret des affaires), pénales (1 an d'emprisonnement et amende pouvant atteindre 15K€, 75 K€ pour une personne morale ; intentionnalité présumée par méconnaissance du devoir professionnel de respecter le secret), disciplinaires par l'ACPR (gamme de sanctions pour l'établissement y compris pécuniaire jusqu'à 100 M€, éventuellement sanction disciplinaire et pécuniaire pour les dirigeants)
- Le secret bancaire dans d'autres pays : une dimension pénale seulement dans 4 pays de l'UE et la Suisse ; ailleurs, le droit des contrats, les usages bancaires

ou coutume.

Au total, il est difficile d'appréhender le périmètre. Il conviendrait de rassembler les dérogations dans un corpus et de faire un réel travail doctrinal.

II. La difficile conciliation entre secret bancaire et droit à la preuve

- La typologie des hypothèses : des cas de figure récurrents
- Une jurisprudence difficile à mettre en œuvre par les établissements assujettis : jurisprudence antérieure et jurisprudence de la Chambre Commerciale de la Cour de cassation (04/07/2018 et 15/05/2019) : divulgation si indispensable au droit à la preuve et proportionnée ; difficile à mettre en œuvre
- Propositions de solutions alternatives : couvrir l'hypothèse d'une levée du secret en cas de procédure judiciaire entre un établissement et son client.

III. De nouvelles exceptions au secret bancaire pour répondre aux difficultés opérationnelles

- Les sous-traitants de la banque : il est souhaitable de supprimer ans l'art. L.511-33 la notion de « fonctions opérationnelles importantes »
- Les impératifs réglementaires de la lutte anti-corruption, la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme : il faudrait des échanges entre banques n'appartenant pas au même groupe
- La protection de l'intérêt des clients ou de tiers (le rappel de produits dangereux, la protection des personnes vulnérables).

IV. Une clarification et une rationalisation souhaitable des exceptions existantes

- Les opérations de M&A bancaire
- Une clarification nécessaire de certaines exceptions : opérations de crédit, opérations de couverture du risque de crédit, opérations intra-groupes, opérations pour les besoins de la fourniture de services à la clientèle, le Règlement STS
- Le cas des plateformes électroniques
- L'extension aux nouveaux acteurs : les prestations de service sur actifs numériques, les intermédiaires en financement participatif et les conseillers en investissement participatif

V. L'articulation complexe des dispositions légales encadrant le secret bancaire avec les réglementations récentes

- Le droit de la protection des données à caractère personnel : le droit à la portabilité du secret bancaire, le consentement au traitement de données à caractère personnel
- Le service d'information sur les comptes
- Les lois étrangères à portée extraterritoriales : l'exemple du Cloud Act américain.

Pour plus de détails, vous pouvez retrouver l'intégralité de ces interventions en vidéo sur le site de l'EIFR.

Réponses aux questions (Pierre Minor et Guillaume Richard)

Dans le cadre d'un comité de crédit, un banquier peut avoir une opinion documentée, positive ou non, sur son client. Compte tenu de RGPD, jusqu'où cette opinion, secrète au niveau de la banque, doit-elle être protégée ou communiquée au client lorsqu'il demande l'information sur

lui-même ?

Si c'est le client qui demande communication de l'opinion, on n'est pas dans un registre où le secret bancaire peut lui être opposable. La note/opinion/appréciation est confidentielle et n'a pas à être communiquée à des tiers car là le secret bancaire s'applique sans aucun doute, mais il n'y a pas, vis-à-vis du client, la possibilité d'opposer le secret bancaire. Le RGPD a recentré la protection sur une plus grande transparence, en obligeant les responsables de traitement à communiquer beaucoup plus d'information aux personnes concernées. Concernant les scorings, il existe un régime relatif aux décisions individuelles automatisées et à l'information due. De fait, la réponse est moins évidente sur le fait de pouvoir opposer au client de ne pas communiquer cette information sur des fondements propres à RGPD. C'est une question complexe à laquelle les banques réfléchissent.

Le secret bancaire est-il un obstacle à la vente de données dans le cadre des opérations de big data par les banques françaises et/ou les banques des autres pays ?

En effet, c'est une composante de la problématique. La communication de ce type d'informations dans le cadre de ce type d'opérations nécessiterait de recueillir le consentement des clients. C'est donc bien un obstacle.

Quelle est l'écoute du législateur envers les propositions faites ? N'y a-t-il pas un clivage entre les régulateurs, demandeurs d'un volume croissant d'informations, et le législateur qui tarde à fournir la protection nécessaire aux banques via de nouvelles exceptions au secret bancaire ?

Les superviseurs ou régulateurs (ACPR, Banque de France, Direc-

tion du Trésor, Chancellerie) ayant participé à ces travaux ont adhéré à ces recommandations. Comment les transposer dans le droit français ? Un nouveau texte consacré au secret bancaire ne serait pas l'outil le plus approprié dans la mesure où des recommandations extrêmement variées, dans différents domaines, et souvent particulièrement techniques sont proposées. Il conviendra de procéder étape par étape et profiter de véhicules législatifs adaptés pour modifier l'article L.511-33, ajouter une exception, clarifier le texte, mais il ne semble pas que cela puisse faire l'objet d'une grande loi.

Le Trésor a montré une écoute attentive. Il conviendra de trouver des véhicules législatifs appropriés pour faire passer ces réformes qui paraissent vraiment utiles pour le fonctionnement quotidien des établissements de crédit aujourd'hui.

En quoi le secret bancaire français diffère-t-il de celui des autres pays ? Y aurait-il place pour une initiative européenne d'unification, ou est-ce déjà assez compliqué nationale-ment de mettre de la clarification si bien qu'une cohérence européenne peut apparaître hors de portée ?

Tous les établissements relevant d'un pays de l'Union européenne ne sont pas assujettis au même régime. Certains ont une approche pénale, d'autres ne prévoient pas de sanctions pénales, d'autres encore ne prévoient même rien sur cette question. Les pays qui ont un système proche du nôtre sont l'Espagne, le Luxembourg, la Pologne, et également la Suisse, qui ont un régime pénal assorti à cette obligation de secret. Les autres pays s'inscrivent plutôt dans le domaine de la confidentialité, qui est souvent insérée dans les contrats.

Peut-on imaginer un texte européen ? Les établissements luxem-

bourgeois, espagnols, allemands ou autres sont certainement confrontés aux mêmes difficultés pour certaines opérations de crédit (les syndications de crédit sont internationales). On pourrait effectivement, notamment entre les pays ayant prévu des sanctions pénales, imaginer des travaux au niveau européen sur le sujet.

Comment faites-vous en interne pour sensibiliser sur cette question qui relève de la responsabilité de chaque collaborateur avec des sanctions à la clef. La sensibilisation progresse-t-elle malgré la relative complexité de la matière ?

En ce qui concerne le groupe Crédit Agricole, qui est un groupe à la fois très décentralisé par nature, mais également centralisé du fait de l'existence d'un organe central qui élabore des produits distribués par le réseau et pour certains sujets fixe la doctrine juridique du Groupe, il existe une très grande vigilance sur le secret bancaire. Il n'est pas envisageable de faire prendre un risque quelconque à un collaborateur parce qu'un produit ne serait pas bien ficelé d'un point de vue secret bancaire. Il y a bien sûr des formations internes, dispensées par la Conformité : tous les collaborateurs, et particulièrement ceux qui rejoignent le groupe, bénéficient de formation et de rappels sur les principes fondamentaux, incluant le secret bancaire.

Il peut y avoir tendance à spécialiser des juristes dans des banques. Il faudrait en fait que tout juriste de banque, quelle que soit son expertise, soit un spécialiste en matière de secret bancaire. Le régime est tellement compliqué, qu'une parfaite maîtrise de ce sujet par tout juriste, et pas uniquement des juristes dédiés, devrait être requise.

Conclusion (Edouard-François de Lencquesaing)

Au-delà de la technique juridique ici traitée, on touche à la notion très actuelle du secret confronté à ce qui est devenu, au sein de nos sociétés, le diktat de la transparence : tout ce qui est secret est un peu suspect, et ce qui est transparent serait par nature vertueux. Or secret et transparence peuvent se concilier mais aussi se contredire dans des univers complexes (titrisations...).

Ce sujet est en réalité sociétal, et c'est aussi une question de culture : il n'est pas l'apanage des juristes spécialisés dans le secret bancaire et la conformité, mais transpire dans l'ensemble du système.



Green Bonds, Green Loans, comment la réglementation peut-elle stimuler la finance verte ?

La taxonomie comme pilier du développement de la finance durable

Charlotte Gardes - Deputy Head of Unit, Sustainable Finance & ESG Expert, Direction Générale du Trésor

La taxonomie européenne des activités durables constitue la colonne vertébrale du Plan d'action pour la finance durable. L'objectif poursuivi est de verdir le système financier, ce qui passe par plusieurs actions. La création d'un langage commun pour tous acteurs est la première d'entre elles, mais cela doit également s'accompagner d'une standardisation des critères de labellisation des produits financiers et d'une mise à disposition par les entreprises d'une information pertinente et comparable. Il faut, de plus, supprimer les obstacles qui demeurent pour la mise en œuvre d'un « Green deal », au cœur de la relance européenne.

Le Règlement « Taxonomie » a été publié au JOUE en juin dernier et ne doit pas être confondu avec le rapport publié par le TEG (Technical Expert Group) en mars. Ce dernier a fourni une première base de classification et de travail, qui est désormais transmise à la « Plateforme ».

La classification retenue diffère de celle qui a pu être utilisée par d'autres organismes privés. La taxonomie vise en effet la neutralité carbone à horizon 2050. Pour cela, il faut une réduction substantielle des

gaz à effet de serre mais aussi renforcer les puits de carbone vivants, c'est-à-dire les sols, océans, forêts, qui stockent le carbone. La taxonomie se décline autour de 6 objectifs :

- L'atténuation du changement climatique
- L'adaptation au changement climatique
- La transition vers une économie circulaire
- La protection des ressources marines et halieutiques
- La prévention de la pollution de l'air, de l'eau et des sols
- La protection et la préservation des écosystèmes et de la biodiversité

Une activité économique est supposée être alignée sur la taxonomie si elle contribue substantiellement à pouvoir réduire les émissions de gaz à effet de serre, mais ne doit pas porter une atteinte significative à ces autres objectifs environnementaux, selon le principe nommé en anglais « Do no significant harm » ou DNSH.

Les activités tomberont dans l'une des trois catégories suivantes : bas carbone ; qui contribue à la transition ; qui rend possible la transition. Il est important de noter que les analyses seront faites en cycle de vie, donc incluant la production comme le démantèlement, et que les combustibles fossiles solides seront exclus de la production électrique. Le principe de neutralité

technologique a également été retenu et les impacts des activités seront mesurés tant à court terme qu'à long terme.

Il s'agit d'un travail très ambitieux et complexe. Les critères d'atténuation et d'adaptation seront adoptés d'ici la fin de l'année et entreront en application d'ici fin 2021, tandis que les autres critères environnementaux seront adoptés d'ici fin 2021, pour une entrée en vigueur d'ici fin 2022.

L'objectif est également d'encourager la transparence des acteurs de marché dans leur utilisation de la taxonomie. Ils ne seront pas obligés d'y recourir mais devront publier l'alignement de leurs investissements sur la taxonomie. Les participants de marchés financiers et les entreprises en auront des utilisations différentes selon la nature des produits concernés, selon qu'il s'agisse de produits dont l'objectif d'investissement est durable, de produits aux caractéristiques ESG ou de produits dits « mainstream ». Les modalités de publication seront précisées par acte délégué d'ici le 1er juin 2021.

Pour qu'un screening soit possible, cela implique que les acteurs aient accès à une information pertinente de la part des entreprises soumises à une obligation de publication de données extra-financières.

La taxonomie fera l'objet d'une révision deux ans après son entrée en vigueur, puis tous les 3 ans. La possi-

bilité de faire une taxonomie brune, ou sociale, sera envisagée d'ici la fin 2021.

Cette taxonomie fixe donc les activités déjà « bas carbone » mais également celles rendant possible la transition. La DG Trésor travaille tout particulièrement sur la possibilité pour cette taxonomie de fixer des trajectoires de décarbonation dans tous les secteurs de l'économie, sauf le secteur énergétique. Cela nous apparaît comme l'une des manières les plus efficaces de pouvoir rattacher la taxonomie à des produits financiers qui pourront permettre l'accompagnement des entreprises dans la transition et d'inciter des acteurs de l'économie à poursuivre des objectifs de décarbonation, selon divers horizons de temps. Cela rendrait également possible la détermination de seuils pour des trajectoires liées à une taxonomie brune.

En partenariat avec l'ADEME, la DG Trésor a également mené une consultation extensive auprès d'un très grand nombre d'entreprises et d'acteurs de marché, pour comprendre les défis que posent la structuration de la taxonomie et son utilisation. L'objectif est d'en faire un langage commun, pas seulement celui de la finance durable, mais celui du verdissement de l'ensemble du système financier.

Panorama des produits de financement durable et lien avec la réglementation

Brice Javaux - Senior Manager, Développement Durable / RSE, KPMG France

La taxonomie est un enjeu très fort pour tous les acteurs et permet de réunir autour de la table de multiples interlocuteurs, comme les directions des relations investisseurs, de la RSE, de la communication financière ...

En un an, nous avons observé une multiplication du nombre de supports financiers autour de la thématique du développement durable, avec des obligations, des lignes de crédit, des convertibles. Cela soulève un point d'attention : la trop forte financiarisation de ces produits pourrait contrevenir à leurs objectifs sociaux et environnementaux. Ce marché est encore largement européen - France en tête d'ailleurs - tant en nombre d'émissions qu'en nombre d'émetteurs et d'acteurs impliqués. La variété est importante au sein des émetteurs, qui sont aussi bien des souverains que des bailleurs de fonds, des banques ou des acteurs corporate.

Les green bonds ne représentent plus les seuls produits de financement durable. Ceux-ci se déclinent en fonction des besoins des émetteurs et de leur politique financière et RSE. Les acteurs ont notamment à leur disposition des Sustainable Linked Bonds (SLB) et des Sustainable Linked Loans (SNL) qui réunissent plusieurs types de sous-jacents.

Les ¾ des émissions demeurent cependant des green bonds, environ 15 % sont des social bonds et le reste de ce marché est occupé par des sustainable bonds. Pour les émetteurs, au-delà du financement de leurs projets verts, les avantages de ces outils sont multiples. Cela permet de diversifier leur base d'investisseurs et d'intéresser de nouveaux profils, d'améliorer leur réputation et de proposer un « greenium » attrayant pour les investisseurs.

Les investisseurs sont également intéressés par les SNL, qui rassurent par rapport à des émissions dédiées au financement de projets strictement verts. Ces crédits représentent des moyens de financement alternatifs par rapport à des crédits classiques. Des indicateurs extra-financiers sont utilisés pour faire

varier le taux d'intérêt de la ligne de crédit. Celui-ci est révisé chaque année, en fonction de la performance des indicateurs ESG de l'entreprise.

Le marché des SLB se structure depuis la première émission d'Enel, l'ICMA ayant publié des Sustainable Linked Bond Principles en juin 2020. Les SLB sont des obligations assorties de structures de coupons liées à certains objectifs de performance en matière de développement durable. Il n'y a pas de fléchage des fonds et le coût de financement peut être majoré si un objectif de performance durable n'est pas atteint. La BCE a récemment annoncé qu'elle accepterait ces SLB comme collatéraux. Cela devrait faire passer le marché de 5 Md€ à 200 ou 300 Md€ en quelques années. Plus largement, cette tendance devrait favoriser les produits financiers qui soutiennent les projets de transition écologique et de neutralité carbone.

Les Euro PP à impact constituent, quant à eux, des opérations de financement à moyen ou long terme, entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs professionnels. Ils reposent sur une documentation ad hoc. Le taux d'intérêt varie là encore en fonction de l'atteinte d'objectifs définis avec les investisseurs.

Le nombre d'outils disponibles en matière de financement durable est donc en progression. Toutefois, pour que ce marché se développe, il demeure un certain nombre de défis à adresser.

La question de l'alignement des projets à financer avec la taxonomie européenne va se poser. Aucun émetteur n'a encore lancé d'émission présentée comme alignée sur cette taxonomie. Afin de capter toutes les opportunités que les émetteurs voudraient financer, il faudrait donc élargir cette taxonomie au niveau social, brun ou encore en transition.

Une harmonisation dans la qualification des projets, de leur trajectoire et de leur ambition va également s'avérer nécessaire.

L'écosystème des SPO, des tiers vérificateurs et des data providers, doit être regardé avec soin, en veillant à éviter une « anglo-saxonisation » des agences. Enfin, l'appétence croissante pour les produits de financement durable implique une financiarisation de ce marché, mais qui ne doit pas nuire aux objectifs premiers de durabilité. Des garde-fous seront sans doute nécessaires de la part des régulateurs.

Le développement du marché des obligations vertes : le point de vue du régulateur

Julien Laroche - Directeur du pôle Banque, assurance et obligataire, Direction des émetteurs, AMF

La France est la deuxième place mondiale en matière d'émission de green bonds. Il faut à la fois cadrer ce marché et préserver la compétitivité de la France et de l'Europe, grâce à une flexibilité opérationnelle. Les green bonds sont un « bond » classique, mais l'allocation des fonds devient un élément déterminant. Or il n'existe de pas définition juridique de ce qu'est un projet vert. Cette utilisation est subjective. Pour allier ces deux aspects, l'exigence de transparence est donc élevée. Cette transparence est aujourd'hui bien observée par les émetteurs. Il existe plusieurs points d'attention qui chacun ont trouvé une réponse adaptée.

La description des projets éligibles se traduit par un Green Bond Framework ; le confort sur la caractéristique est apporté par l'intervention d'une seconde opinion ; le suivi sur l'allocation des fonds fait l'objet d'un reporting ; une vérification indépendante de

cette allocation est faite par une tierce partie. Les standards de place sont satisfaisants. En tant que régulateur, nous n'obligeons pas mais incitons les émetteurs à indiquer dans leur prospectus ce qu'ils comptent faire et inscrire un lien clair pour indiquer où trouver la documentation relative à l'émission (souvent sur leur site internet). Il s'agit d'une approche pragmatique. Cette incitation est cependant exigeante si on la combine à ce que dit la réglementation sur les prospectus.

Autre point majeur d'attention de la part de l'AMF le « greenwashing ». Nous voulons préserver la confiance du marché en évitant tout scandale autour d'une émission. Nous sommes également attentifs à l'hyper segmentation du marché, avec des produits de plus en plus nombreux : green bonds, blue bonds, transition bonds, impact bonds, climate bonds, sustainability bonds. Nous ne voudrions pas que le marché perde en lisibilité pour l'investisseur.

Il est également légitime de se demander quel est l'impact réel sur la transition écologique des projets financés par ce biais. D'autant plus qu'il est parfois peu visible aux yeux des investisseurs car il existe une différence importante entre le temps de remboursement de l'obligation et le temps très long de réalisation des projets financés.

Nous souhaitons nous assurer d'une réciprocité mondiale des exigences en dehors de l'Union européenne, afin de ne pas pénaliser les acteurs français et européens. Il ne faudrait pas que des exigences trop complexes conduisent à ce que les émissions se fassent ailleurs.

Delphine Dirat - Directrice de la Division Régulation des émetteurs, Direction de la Régulation et des affaires internationales, AMF

Faut-il ou non un Green Bond Prospectus ?

A l'AMF, nous plaillons en faveur d'un lien entre le prospectus et le framework, mais non pour une incorporation par référence, comme le prône l'ESMA.

Le 2 octobre 2020, la consultation menée par la Commission européenne sur un nouveau standard européen pour les obligations vertes s'est achevée. L'AMF y a répondu. Nous sommes favorables au fait que ce standard soit lié à la taxonomie européenne. Nous soutenons la mise en place d'un régime européen d'accréditation et de supervision des organismes vérificateurs. Nous trouvons intéressant que le reporting post-émissions devienne obligatoire pour l'obtention du standard. La taxonomie constitue le principal atout de ce standard toutefois, comme elle n'a pas encore été testée, nous sommes favorables à une certaine souplesse dans les premiers temps.

Nous estimons également que l'action européenne sur les social bonds sera plus efficace si une taxonomie européenne intervient. Nous attendons les conclusions de la consultation menée sur ce sujet.

La qualité et la fiabilité de la donnée ESG est un pan qui a été oublié par la Commission européenne en 2018, or elle est centrale. L'AMF défend trois axes : une revue de la directive extra-financière (NFRD) qui se doit d'être ambitieuse, notamment en matière de champ d'application. Les entreprises non-cotées devraient être incluses et l'impact de l'entreprise sur son environnement devrait être pris en compte dans la DPEF.

Nous souhaitons de plus que les fournisseurs de produits et services ESG soient réglementés,

au travers d'un cadre européen. L'enregistrement et la supervision pourraient être confiés à l'ESMA. Le régime devrait être proportionné et prendre en compte la nature variée des produits.

Enfin, la création d'une base de données ESG européenne gratuite a été annoncée dans le Plan CMU en 2015. Depuis le 24 septembre dernier, nous sommes entrés dans la version 2 de ce plan et nous attendons les modalités relatives à la création de cette base.

Standardization of ESG data

Elena Philipova, Global Head of ESG Proposition, Refinitiv

Les changements fondamentaux qui traversent l'économie et la société modifient la façon dont les décisions d'investissement sont prises. Il y a 5 ans, les considérations ESG ont vraiment commencé à gagner en importance, il y a eu un momentum favorable à l'ESG, et elles n'ont fait que croître depuis.

Les régulateurs européens jouent un rôle clé dans cette évolution. Il demeure bien entendu de multiples problématiques à résoudre, mais les Européens ont réussi à imposer un réel leadership en matière d'investissement durable.

En tant que fournisseur de données, la régulation qui aura le plus d'impact est la taxonomie. Le besoin du marché pour plus de transparence, mais aussi de flexibilité et d'innovation, est important. La régulation ne doit pas restreindre le marché, mais plutôt lui apporter la capacité à prendre de meilleures décisions d'investissement, à augmenter la quantité de données disponibles.

Si le confinement a, dans un premier temps, pu être vu comme une menace pour l'agenda ESG, il s'avère

finalement que cette crise joue un véritable rôle d'accélérateur en faveur du développement durable, en Europe et plus largement dans le monde. Le sujet est désormais vu comme un moyen de relancer l'économie dans son ensemble, et pas seulement d'œuvrer en faveur de l'environnement. On le voit au travers de diverses initiatives, par exemple aux Etats-Unis ou en Chine, qui a annoncé vouloir atteindre une neutralité carbone d'ici 2060. Une telle déclaration aurait été impensable l'année dernière encore.

L'accélération de ce momentum se voit aussi dans les chiffres. Depuis le début de l'année 2020, nous avons atteint des records historiques, tant dans les montants que représentent les émissions de green bonds que dans le nombre d'émetteurs. La nouvelle tendance est celle des Sustainable Linked Bonds, trois émissions ayant récemment eu lieu. Leur intérêt : un coût moindre et la possibilité de financer des projets plus variés.

Ces nouveaux flux de capitaux nécessitent un langage commun et une transparence accrue, d'où l'importance d'une taxonomie. Un rapport du FMI sur la stabilité financière, publié plus tôt cette année, insiste d'ailleurs sur le fait que l'information est nécessaire pour assurer la stabilité financière. Et cela à un moment où une augmentation des risques physiques et des risques de transition fait peser une menace sur cette stabilité.

Nous avons besoin de standards communs, toutefois ils ne devraient pas s'appliquer à l'analyse et à l'évaluation des risques, où il est important de préserver une diversité d'opinions. Les standards doivent s'imposer sur l'information que les entreprises doivent fournir au public pour les informer quant à leurs décisions d'investissement. Cela facilitera l'accès au marché. On ob-

serve d'ailleurs une uniformisation des formats des rapports ESG émis par le secteur privé.

Si la tendance à la transparence est bien là, au cœur du travail des régulateurs comme des initiatives des acteurs de marché, on remarque cependant qu'elle porte avant tout sur les risques liés au climat. Cela ne permet pas d'avoir une vision globale. De plus, s'il est important de pouvoir connaître les données historiques, il faut aussi pouvoir établir des trajectoires futures, fixer des objectifs avec des horizons de temps précis. Dans la plupart des cas, les objectifs existants portent sur le court terme, mais manquent d'une vision long terme, pourtant indispensable pour atteindre l'objectif d'une neutralité carbone en Europe d'ici 2050.

Les discussions sur l'élaboration de standards liés au social sont évidemment très complexes, car il existe des sensibilités et approches nationales très variées au sein de l'Europe.

Le travail des fournisseurs de données sera capital pour combler le « data gap ». Toutefois, je pense que le rôle des institutions financières est également d'encourager les acteurs à fournir les données adéquates. Pour l'instant, l'alignement entre les acteurs est encore très faible. Il est important de savoir d'où l'on part, d'avoir ce point de départ commun et connu de tous, pour ensuite progresser.

L'émission d'une dette subordonnée verte, retour d'expérience

Jean-Philippe Médecin, Directeur compte propre et financement, CNP Assurances

CNP est le 7e assureur européen et le 17e mondial avec un bilan de 440 Md€. Nous sommes presque exclusivement positionnés sur de

l'assurance-vie et occupons des positions de leader en France et au Brésil. Le groupe est coté et compte 21 % de flottant, La Banque Postale possède près de 63 % de l'entreprise. En tant qu'assureur, nous sommes soumis à Solvency 2 et notre ratio de solvabilité s'élevait à 214 % fin juin 2020. Nous disposons d'assez de cash pour payer les dividendes et émettons uniquement de la dette dans une optique de capital. Nous avons des besoins réguliers de refinancement et faisons partie des émetteurs de dette subordonnée importants en Europe.

En juin dernier, nos encours de dette s'élevaient ainsi à 9 Md€. Nous avons établi, en 2019, que nous devrions opérer pour 3 Md€ de refinancement sur les années 2020, 2021 et 2022. Nous avons donc décidé, en 2019, de faire une émission green, sur 10 ans.

Nous sommes en effet une entreprise positionnée depuis longtemps sur le segment de l'ESG. Nous publions un rapport ESG et un rapport d'investisseur responsable. Nous voulions donc capitaliser sur cet élément qui se trouve au cœur de notre société, d'autant plus que nous détenons d'importants actifs en ligne avec les Objectifs de Développement Durable de l'ONU. Nous sommes, par exemple, les premiers propriétaires de forêts privées en France.

Lors d'une émission obligataire verte, les agences regardent, entre autres, la cohérence du projet avec le positionnement de l'entreprise. Nous faisons, depuis longtemps déjà, l'objet d'une notation de la part de ces agences.

Les green bonds constituent également une bonne occasion de communiquer auprès d'un public que nous n'intéressons habituellement pas, et cela s'est vérifié lors d'un roadshow que nous avons organisé

à cette occasion.

L'opération a créé une réelle dynamique interne, car elle a fait intervenir des départements qui n'ont pas l'habitude de travailler ensemble. Nous avons pris la décision, en mai 2019, d'émettre pour 500 M€ de Tier 2 Green Bonds et avons travaillé avec Natixis et Crédit Agricole CIB. Nous voulions émettre en juillet au plus tard et avons donc des délais courts pour réaliser le framework. Nous avons fait travailler le département en charge des investissements dans les actifs non-côtés immobiliers, infrastructures et forêts et le département RSE. Nous avons identifié les actifs et mis en place le framework. Celui-ci a été validé par Vigeo puis il a été mis en ligne sur notre site.

Nous sommes le 1er assureur européen à avoir fait un Green Bond Framework avec de la dette subordonnée. Nous avons donc organisé un roadshow en Europe pour le présenter. Nous avons eu 70 rencontres avec des investisseurs, très en demande pour comprendre l'entreprise et le framework. Nous avons touché des investisseurs habituellement peu intéressés par nos émissions.

L'opération finale s'est chiffrée à 750 M€, en structure callable – et non bullet comme envisagé un temps – sur 30 ans. Le coupon était de 2 %, ce qui est très peu cher pour de la dette subordonnée. Pour l'asset manager, cela représente un coupon intéressant. Nous avons reçu un accueil très positif. On remarque qu'il y a une légère prime sur les green bonds, la nôtre étant de 5 %.

Nous avons mis en place un comité qui valide les actifs sélectionnés une fois par an et publions également un reporting annuel. Nous leverons de nouveau de la dette pour l'investir sur des actifs verts à l'avenir.

L'initiative du Green Weighting Factor

Laurent Douady, Directeur RSE, Natixis

Le Green Weighting Factor a été créé pour intégrer les critères ESG dans notre organisation, verdir notre bilan et piloter ce verdissement. Il s'agit d'un mécanisme interne d'allocation du capital de chaque financement, en fonction de son impact sur l'environnement et le climat. A terme, l'objectif est d'aligner le bilan de Natixis sur les objectifs climat de l'Accord de Paris.

Cet outil permet d'apprécier le risque climatique de transition mais aussi de se préparer à de futures évolutions réglementaires, notamment en matière de mesure de ce risque. Cela nous a semblé d'autant plus important que l'intégration du risque ESG fait l'objet de recommandations toujours plus nombreuses de la part des régulateurs et des superviseurs bancaires.

Nous avons donc élaboré une méthodologie interne, qui permet de déployer une sorte de taxonomie. Nous établissons une note environnementale sur une échelle de 7 plots. Elle est centrée sur l'impact climat, ajustée des autres impacts environnementaux majeurs – biodiversité, eau, pollution, déchets. Cela nous permet, en interne, de corriger les ROE de l'impact climatique. Nous avons une vision à la fois ex-ante et ex-post, basée sur une analyse du cycle de vie.

Le modèle devait être suffisamment simple pour pouvoir être intégré par nos front officers et géré par notre système. Il couvre 46 sous-secteurs et est composé de 7 à 12 questions. Il produit une notation climatique claire, qui ne laisse pas de place à l'interprétation. L'outil est opérationnel depuis septembre 2019. Il

nous permet donc de déterminer « la couleur » de chaque prêt, en fonction de l'impact environnemental de l'objet financé. Toutes les informations produites sont ensuite disponibles dans le dossier lorsqu'il arrive en comité de crédit.

Cette analyse nous permet également d'établir la couleur du bilan de Natixis (Banque de Grande Clientèle) et de réaliser une calibration résultant de l'analyse d'impact sur le portefeuille test. Nous appliquons des bonus/malus aux RWAs. Nous voulons démontrer une croissance de la part de nos financements verts et une réduction de nos financements bruns.

Aujourd'hui, le Green Weighting Factor est complètement intégré à notre processus d'octroi de crédit, ainsi qu'à une partie de la chaîne de systèmes front-to-back-to-finance. Il s'est imposé comme un véritable outil de pilotage, d'autant plus que les sujets auxquels il est lié sont devenus hautement stratégiques en 2020. Cet outil s'intègre ainsi parfaitement dans notre vision stratégique de la relation client, puisqu'il nous permet de contribuer à la transition de nos clients.

Natixis désire inscrire son bilan dans une trajectoire de transition, pour être conforme à l'objectif +2°C. Nous allons fixer des objectifs de moyen et long terme sur chacun de nos métiers.

Impacts opérationnels de la taxonomie

Tanguy Claquin, Responsable Sustainable Banking, Crédit Agricole CIB

Crédit Agricole CIB est une des premières banques à s'être positionnée sur les green bonds et y dispose d'une grosse part de marché. Son expertise va des souverains aux PME. J'ai également été membre du

TEG et ai participé à la rédaction des Green Bond Principles.

Les green bonds ne sont que les produits de financement durable les plus visibles. En réalité, tous les produits peuvent être orientés sur un fléchage plus vert. Le marché ne cesse d'ailleurs de s'étoffer, en témoigne le décollage récent des Sustainable Linked Loans, qui se déclinent maintenant en Sustainable Linked Bonds. Les produits avec une incitation sur la marge en fonction de l'atteinte d'objectifs sont en train de conquérir toute la banque.

La taxonomie va impacter toutes les discussions avec nos clients car le pourcentage d'alignement de leurs projets avec cette dernière va devenir un élément capital. Chez CACIB, nous avons largement promu cette idée de taxonomie, car la définition de ce qui est vert ne peut pas revenir au marché.

Lorsque nous avons établi les Green Bond Principles, nous avons été très précis sur les aspects réglementaires, mais beaucoup moins sur la définition de ce qui est vert. La taxonomie va donc permettre une harmonisation entre ces deux aspects, avec une grande précision. Elle va clarifier non seulement la relation des banques avec leurs clients, mais aussi les relations des banques entre elles, qui afficheront un discours harmonisé face à de potentiels clients. Cela va rassurer les acteurs sur ce qu'il est possible de faire, d'autant qu'ils sont très sensibles au risque de réputation en jeu dans une émission verte.

Cette taxonomie va également permettre de standardiser les produits, d'aligner les green bonds des différents établissements sur un référentiel commun. Il demeure néanmoins plusieurs problématiques à appréhender.

La première est opérationnelle. La

taxonomie est basée sur les codes NACE, qui sont peu utilisés par les banques. Il pourra être difficile de déterminer le code NACE de certaines activités, comme par exemple un hall d'aéroport.

Il faudra également faire face à un manque de données. Lorsque l'on ne connaît pas réellement le sous-jacent, il est difficile d'établir s'il est aligné ou non sur la taxonomie. Cela sera particulièrement vrai sur le segment du Corporate General Purpose.

L'application du critère DNSH (Do no significant harm) va également s'avérer particulièrement complexe, notamment car se pose la question de sa mesure, ou encore de la définition des règles sociales minimales à respecter. Nous n'avons pas de données et ne savons pas comment les mesurer. La Plateforme qui a pris la suite du TEG devrait mettre en place des techniques (proxy) dans cette optique, toutefois ce qui s'avère réalisable en Europe ne le sera pas forcément dans les pays émergents. Le deuxième défi est politique. La taxonomie se dit agnostique sur le plan des technologies, mais on voit se profiler des débats idéologiques, comme par exemple au sujet de la classification du nucléaire. D'autre part, avec la crise du Covid, l'Europe devient un des principaux émetteurs de social et green bonds : ses définitions ne s'appliquent donc plus seulement aux autres, mais aussi à elle-même. C'est positif, mais cela entraîne des conséquences. L'Europe entend financer ainsi le programme de retour à l'emploi Sure, mais ce programme n'applique pas de différences entre les secteurs d'activité soutenus. L'Europe débute donc par une opération qui ne tient pas compte du DNSH. Le positionnement de l'Europe comme émetteur pourrait donc faire peser un risque sur la taxonomie, en poussant cette dernière à être moins ambitieuse sur ce projet.

L'Europe entend également standardiser la relation entre les investisseurs et les acteurs corporate, mais occulte le fait que parmi les plus gros émetteurs se trouvent les souverains. Or une grande partie de ce que financent les émetteurs souverains avec leurs émissions n'est actuellement pas couvert par la taxonomie.

La question de l'évolution de cette taxonomie se pose également. Elle est supposée évoluer en fonction des innovations, or je pense que c'est ingérable, elle doit être stable.

Enfin, la troisième problématique à envisager est le fait que les produits ne fassent pas sens. La financiarisation doit être efficace. S'il suffit d'être conforme à la taxonomie pour pouvoir émettre, nous allons assister à une multiplication de green bonds d'acteurs différents qui vont financer le même actif. Or à financer plusieurs fois la même chose, on manque l'objectif de redirection des investissements.

Il est normal que de nombreuses problématiques émergent, nous restons cependant très enthousiastes au sujet de cette taxonomie.

Conclusion

Thierry Déau – Président de Finance For Tomorrow

Les sujets de régulation sont toujours éminemment politiques, mais le dialogue est essentiel. La finance durable a besoin d'un cadre mais aussi de lien avec l'économie réelle. Notre objectif, chez Finance For Tomorrow, est de réorienter les flux financiers vers une économie bas carbone et inclusive. Nous disposons d'une commission qui fait du décryptage sur la taxonomie, d'une task force dédiée à ce sujet, et essayons d'intervenir auprès de la Commission européenne.

La crise sanitaire agit comme un accélérateur en faveur de la finance durable, ce qui était loin d'être gagné en début de crise. Le fait que l'Union européenne devienne un émetteur est un changement notable qui devrait encourager un nombre croissant d'acteurs à s'engager dans cette même direction.

Nous sommes favorables à l'élaboration de standards, tels le EU Green Bond Standard, mais estimons qu'ils doivent être incitatifs sans être exclusifs.

La taxonomie fonctionne sur un principe de « noir ou blanc », nous voudrions qu'elle puisse également prendre en compte les aspects de transition. Elle n'affiche pas non plus suffisamment d'objectifs concrets. En témoigne le DNSH, qui n'est pas assorti d'une vraie mesure de l'impact, qui deviendra pourtant nécessaire. Il ne faudra pas non plus s'arrêter devant les sujets sociétaux. Les modes opératoires des différentes activités, qui peuvent drastiquement varier d'un acteur à l'autre, ne sont pas non plus clairement pris en compte dans la taxonomie. Le sujet de la transition pourrait d'ailleurs être introduit ici, en se montrant inclusif. Dernier écueil à souligner, le fait que les Européens n'investissent pas uniquement en Europe, or les enjeux de transition dans les émergents ne sont pas intégrés.

Nous soutenons cependant cette régulation, qui aidera le marché à être plus innovant. La qualité des données sera une composante essentielle pour convaincre les régulateurs prudents. Il faudra démontrer les impacts réels de l'investissement. Cela permettra d'ailleurs de créer des incitations financières favorisant cette tendance. L'impact positif doit être valorisé au travers d'incitations financières.

Out of the past, into the future: Transatlantic views on the next stage for European banking supervision

Keynote speech

by **Elizabeth McCaul**, Member of the Supervisory Board of the ECB

It is a pleasure for me to be here today. I would like to thank the EIFR for inviting me. In sharing my views on the European system of banking supervision, it seems appropriate to spend a moment looking at our shared history and traditions.

Europe is home to the world's oldest still operating bank. It was created in Italy in the Late Middle Ages, and not long after that, local banks began to flourish all across Italy and Europe, offering decisive support to local economies and their vibrant commercial endeavours.

Across the Atlantic, in the United States, the charter for the first state bank, the Bank of New York, was adopted in the late 1700s, thus initiating a long-standing tradition of state banks across the country. Roughly a century later, the New York State Banking Law, the first banking law in the history of the United States, was established. In essence, it launched the tradition of classifying activities performed by banks as "incidental to banking", laying the foundations for the evolution of banking in the following centuries, first at the state level, and then at country level through the introduction of the federal National Banking Act.

So you see, similarities between the European and the US banking system have a long history. Both European and US banks started with the cultural tradition of serving the needs of their local communities. Each of them earned an important place in society by providing an essential service – supplying the life-blood of commerce to the local economy. Banking supervisory authorities on both sides of the Atlantic evolved very similarly, too, steeped in the customs of protecting their local communities and armed with local knowledge about risks and needs. Indeed, today's banking sectors in Europe and the United States is still characterised by serving the essential needs of local communities first and foremost, even if some of our banks also operate on a global scale. The great financial crisis then brought significant change to supervision in both jurisdictions, culminating in much more emphasis now being placed on delivering effective supervision through the adoption of a consistent and common approach.

The supervisory system and the banking sector of both jurisdictions now face significant challenges too, having to manage emerging risks while staying attuned to prevailing headwinds – currently determined

to a great extent by digitalisation and the COVID-19 pandemic. These developments have effects on both the banking sector and the real economy and will likely affect the creditworthiness of many businesses.

I do not know which of the two jurisdictions, or which of the two systems of supervision, will ultimately prove to be better equipped to deal with the challenges ahead. Instead, with respect for the cultural traditions that are embedded in our DNA, I would posit that there is learning to be gleaned from both systems. And this is why today I will draw some parallels between the supervisory traditions and the developments of the banking sector in the EU and the US. As a member of the Supervisory Board of the ECB, my objective is to embrace any lessons that can lead to an even more effective European supervisory system and ultimately result in a stronger banking system in Europe.

Progress achieved since the establishment of ECB Banking Supervision

Before I focus on some of the similarities and differences in our supervisory traditions, it is worth acknowledging where Europe now

stands. The progress achieved in harmonising regulation and banking supervision practices across Europe in the wake of the great financial crisis has been remarkable. European regulations have been strengthened through the implementation of global standards that are directly applicable to all banks operating in the European Union. The European Banking Authority has produced a unified body of over 250 draft guidelines and technical standards. Common definitions of capital and liquidity requirements are now applied consistently across all euro area banks.

Furthermore, following the establishment of a single European supervisory body for the euro area, Pillar 2 requirements (P2R) started to be implemented uniformly across all euro area banks, applying to significant less significant supervised entities alike. ECB Banking Supervision has tightened its internal quality assurance and consistency checks to ensure a real level playing field exists for all banks. It also published the Pillar 2 requirements for individual banks for the first time this year, and it gave guidance and took supervisory decisions to address the large stocks of NPLs held by euro area banks, reducing them from 6.5% in 2016 to 3.2% at the end of last year. It seems unlikely that national policies alone would have yielded the same results in such a short time. What is more, this same ECB Guidance is now key for banks to weather the economic downturn as the consequences of the COVID-19 pandemic unfold.

Much like Europe, also the US supervisory regime started at state level, and then converged toward more centralized supervision. Disrupters to delivery of banking services emanating from both innovation and significant risks such as the pandemic mean that supervision cannot stand still on either side of

the Atlantic. Centralized systems of supervision need to be dimensioned to deliver efficient and effective supervision.

Supervisory traditions in the EU and the US

A brief – though not exhaustive – analysis of the similarities and differences in our supervisory traditions may be of help in delivering this next, more efficient and more effective stage of supervision in Europe. Differences in our cultural traditions are evident at once framing how supervision is delivered, and the direction it will take. They also translate into different views in terms of the risks we need to manage and the actions we might need to take. Let me give you a few examples.

Let us now look at the legal tradition underpinning supervisory practices in the United States and in Europe. In the United States, banking has been connected to the development and expansion of the activities that are considered to be “incidental to banking”. Interestingly, these days we may be seeing yet another shift in the definition of “incidental to banking” resulting from the push to embrace technology. In the US, fintech banking charters are emerging that may ultimately disconnect the definition of a bank from the deposit taking requirement. While this is currently under legal challenge, the question is whether it opens the way to technology companies being classified as banks without engaging in any deposit-taking activities.

In Europe, the Capital Requirements Requirement Regulation (CRR) defines credit institutions very much based on their balance sheets, as taking deposits or other repayable funds of the public and granting credits for their own account. However, also here we see some broadening of the definition and decoupling of the banking activities from deposit-taking, as it was decided to

include systemically relevant investment firms in the definition of credit institutions.

If taking deposits is no longer a necessary condition to be a bank, does this mean that large technology companies will ultimately become banks too? Will payments transfers and virtual currencies become more important for supervisors to safeguard than the deposits themselves? These are questions that will underpin the very nature of supervision in the years ahead – in both jurisdictions. The answers have far-reaching consequences for the level playing field, and indeed for how the future of banking will be delivered and safely supervised in local communities. They also require that we continue to develop our supervisory models and ensure that they are fit for the future.

Let me now turn to the tradition of sanctions and enforcement in the United States. The most profound difference between Europe and the United States relates to the level of hefty monetary penalties US banks, including foreign ones operating in the US, have been subjected to in federal enforcement actions known as Consent Orders. While we may question the level and efficacy of these fines, consent orders also contain strong remediation requirements that in addition to the monetary sanctions require in improvements in governance, internal controls and technology systems to support enhanced risk management. Remediation activities are more costly than the monetary penalties, and arguably have greater effect on strengthening the banks. The validation of such remediation requirements is also embedded in the supervisory examination process.

Lastly, inspection traditions also differ across continents. In Europe, there is a tradition of separating off-

site and on-site supervision; ad-hoc, independent on-site teams, separate from the dedicated joint supervisory teams, review bank practices and policies on-site and then benefit from a significant degree of freedom to deliver demanding outcomes and impose strict remediation actions to the banks, which are then followed up on by the joint supervisory teams operating in a different department. In the United States designated supervisory teams reside in the largest banks and conduct their supervision directly from there. In other words, onsite and off-site surveillance are more connected in the United States, and more separated in Europe.

An interesting difference in inspection traditions concerns the stress testing practices of both continents. Both regimes deploy forward looking stress scenarios to measure the resilience of banks and adjust their capital levels accordingly. In the United States, the Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR) stress test is a top-down exercise for US largest banks only. Significantly, the exercise is strongly underpinned by a fiscal backstop that was initially manifested in the Troubled Asset Relief Program (TARP). In the US the capital planning of banks is an intrinsic part of the stress test exercise: the CCAR, for example, incorporates the capital actions submitted by the banks at the beginning of the exercise into its own stressed projections, and banks revise their capital actions after the CCAR preliminary results are communicated back to them.

Europe conducts a bottom-up stress test on over a hundred significant institutions under the direct supervision of the ECB. The results of the stress test exercise help the supervisor set the Pillar 2 Guidance and inform the supervisory teams about the overall quality of the banks' risk management practices. This is then

factored into the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP), but the timeline and the setting of P2R levels occur in a different moment in time. The link between stress test performance and supervisory decisions is thus addressed in a more holistic fashion through the SREP process, but this slight disconnection in timeline somewhat hampers a clear-cut understanding by the markets of the exact supervisory use of the stress test results in Europe.

Facing the pandemic: profitability challenges

In the immediate aftermath of the great financial crisis, US banks that received public support were prevented from buying back shares, distributing dividends or pursuing growth strategies for a number of years. So, they turned inward, rebuilding balance sheets, restructuring and investing in technologies to reduce costs. We would do well to recognise that the now higher profitability of US banks comes only after almost a decade of depressed returns. Persistently low interest rates forced US banks to revise their business models, re-evaluate the size of their branch networks and seek out new sources of revenue that met the consumers' preference for quick digital interactions. European banks were struggling to restore profitability over the last decade too, owing to the effects of a sovereign debt crisis that produced long-lasting stagnation in many countries.

But thanks to the decisive steps taken in the wake of financial crisis on both sides of the Atlantic, both European and US banks entered the COVID-19 crisis with larger and more resilient capital and liquidity buffers. The COVID-19 pandemic has delivered the most severe blow to the U.S. economy since the Great Depression. The same is true for Europe. And the actions that the Fed-

eral Reserve has taken to address the crisis were similar – in immediacy, magnitude and goal – to those put in place by European Banking Supervision. In both jurisdictions, the immediate priority of the supervisors has been to support the efforts of banks to sustain the flow of credit to households and firms during the challenging times. Both European and US banks have benefited from extraordinary support since the beginning of this crisis, and in many ways now face similar challenges.

And now, the largest banks in both jurisdictions are provisioning for losses at record rates. US banks seem to be doing this at a slightly greater rate, but one must bear in mind that the portfolio composition of US banks is different than that of their European peers: in the United States, for example, consumer lending and credit card business weigh far more in the balance sheets of US banks than in Europe. But the point here is that in the face of this crisis, the importance of provisioning for likely losses is provisioning for likely losses is paramount in both continents. This will put them in a position to absorb losses and lend to viable businesses through the most severe period of this crisis, and to be poised for growth from the very onset of the recovery.

Going forward, fortress building balance sheets will be as crucial for banks as fortress building their technology infrastructures and reduce costs. This will require them to scale up – both in IT budgets and in size. And here, consolidation is an avenue worth exploring – particularly in Europe, where much can be gained in terms of cost efficiencies.

Creating the conditions to mop up excess capacity in the European banking sector

In the United States, almost 500 banks were wound down during the financial crisis (between 2008 and 2012, a total of 465 banks failed. Federal Deposit Insurance Corporation, “Failures of all Institutions for the United States and Other Areas”, FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis). This came after a consolidation process that had already been underway for quite some time. In Europe, far fewer banks were wound down or actually failed in the same period. Weaker banks managed to stagger on, exerting pressure on margins for the rest of the sector. Since 2012, there has been an average of two transactions occurred year where the buyer acquired more than 20% of another bank. The picture is only slightly different for domestic markets: an average of 11 mergers and acquisitions took place annually between 2011 and 2019. The size of the European banking sector is much larger than that of other sectors of the economy, and banking assets are very large relative to GDP (Post crisis repair and the profitability malady”, presentation by Andrea Enria, Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Forum Analysis, Milan, 17 September 2019). Although some of this can be explained by the relative importance of bank funding channels to Europe’s economy, overall excess capacity still produces an unwelcome hangover effect on the European banking sector.

I said earlier that consolidation is one avenue to the future. It would enable banks to diversify sources of income and foster private risk-sharing within the banking union, which would be strengthened as a result. This, in turn, would make the euro area on aggregate more resilient to

idiosyncratic shocks.

The harmonisation achieved since the last financial crisis has definitely made it easier for banks to operate across borders, and it has also made the banking sector safer. But euro area banks do not yet fully enjoy the banking union as a truly domestic European market. The segmentation of euro area banking is one of the most worrying legacies of the financial crisis. It was – and to a certain degree, still is – widely believed in host countries that, in times of crisis, parent companies will protect their own interests, and home authorities will prioritise their own national objectives. This lack of trust is reflected in the low levels of cross-border banking within the euro area.

We have undoubtedly made progress in designing a stronger crisis management framework, with greater reliance on private investors being bailed in rather than on banks being bailed out by governments. The establishment of the Single Resolution Board and the Single Resolution Fund have been important steps forward in this regard. But the safety net is not yet fully in place at the European level. As long as deposit insurance remains national, Member States will have an incentive to ring-fence their banking sectors. This is why we need to finalise the banking union by establishing a European deposit insurance scheme, which would be a decisive step towards making it easier for both European and national legislators to eliminate the remaining regulatory provisions that trap capital and liquidity within national borders.

I am aware, though, that a fully-fledged European deposit insurance scheme that will take some time to materialise. Until then, there are steps that we as supervisors can – and will – take to try and dissolve

ring-fencing to the extent we can. The crucial point here is how we can deal with cross-border banks that encounter difficulties. Resolution strategy, group recovery and resolution plans should play an essential role. If we want to strengthen confidence in crisis management at the European level, the best way forward is to reinforce cooperation with respect to the role of group recovery and resolution plans, as well as their practical implementation.


ECB Banking Supervision will continue to put a considerable amount of effort into strengthening the usability of these plans. But we are also taking one additional step in this direction, and are considering offering banking groups the option of having subsidiaries and parent companies enter into a formal agreement to provide each other with liquidity support, and to link this support to their group recovery plans. This should not only help to explicitly map out how group entities could support each other when difficulties arise, taking into account local needs and restrictions, but it should also make it possible to establish the appropriate triggers for providing the contractually agreed support at an early stage.

In the United States, both the resolution and insolvency of deposit-taking credit institutions are covered by a single bank insolvency framework that offers both resolution and liquidation tools. All insured credit institutions are resolved or liquidated under the Federal Deposit Insurance Act, which provides the Federal Deposit Insurance Corporation with resolution powers to arrange purchase and assumption transactions, and to set up bridge banks, – and liquidation policies. There is no doubt that the single deposit and resolution scheme has helped interstate consolidation.

Conclusion

Let me conclude. To leave the past behind and move decisively into the future, banks will have to address the challenges of the present. Fortress building balance sheets now can pay significant dividends in the future, by enabling loss absorption and facilitating lending to viable businesses. But other challenges are structural. The digitalisation of the banking sector and the disintermediation of financial services are irreversible trends and require banks to gain scale if they are to tackle them effectively.

Regardless of their different traditions, US and European banking supervision will sooner or later have to address the same question: how will our supervisory framework continue to ensure the safety and soundness of banks, and through them, provide the life-blood of commerce to local economies? How will we continue to evolve? Maintaining an open conversation and a strong collaboration over the Atlantic will be crucial to finding an answer. And I am happy to have contributed to that important dialogue with my remarks today.



Vers un Euro numérique ?

Motivations, défis et état des travaux

Thomas ARGENTE, Senior Advisor

Direction des Infrastructures, de l'Innovation et des Paiements, Banque de France

La Banque de France a ouvert en mars 2020 un programme d'expérimentations pour tester avec des acteurs de l'industrie les modalités de mise à disposition d'une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) pour les échanges interbancaires, afin d'éprouver si une telle nouvelle forme de monnaie centrale permettrait de régler de façon plus efficace et sécurisée les transactions sur actifs financiers. La Banque de France travaille ainsi avec huit groupements d'entreprises privées sur des projets s'échelonnant jusqu'à mi-2021.

Une MNBC à destination du grand public est également envisagée. L'Eurosystème réfléchit à la possibilité d'émettre un euro digital, si cela s'avérait nécessaire dans le contexte de révolution numérique qui imprègne fortement les paiements, pour garantir la liberté de choix entre différents moyens de paiement publics ou privés, mais aussi pour préserver la souveraineté monétaire face au développement des big tech dans le domaine des paiements et aux projets d'autres banques centrales à travers le monde. Cette émission contribuerait à compléter et non pas remplacer les solutions de paiement existantes, l'euro digital existant alors parallèlement aux

espèces.

Les impacts liés à l'émission d'un euro digital doivent cependant encore être mesurés précisément, en particulier sur la stabilité financière et l'équilibre du système financier au service du bon financement de l'économie. C'est dans ce cadre que la BCE a publié un rapport sur l'euro digital, qui fixe des étapes dont la première a été la consultation publique ouverte entre octobre 2020 et janvier 2021 sur l'intérêt, l'utilisation et risques éventuels d'une MNBC retail. L'Eurosystème conduira également dans les prochaines semaines un programme d'expérimentation, associant étroitement la BCE et les banques centrales nationales, pour tester les différents modèles d'émission, de technologie et de cas d'usage.

La BCE prendra au printemps 2021 la décision de poursuivre ou non le travail d'investigation sur un euro numérique, sur la base des réponses à la consultation et des expérimentations qui devront permettre de mesurer si et comment un euro numérique serait de nature à améliorer la facilité d'usage, la sécurité et le caractère inclusif des moyens de paiement, et ce sans générer de risques non maîtrisés pour la stabil-

ité financière, l'équilibre du système financier et la protection des utilisateurs.

*

Thomas Argente

Le sujet de l'euro numérique est un sujet très présent dans l'actualité : le progrès technologique, la digitalisation de l'économie, et les nouveaux comportements induits des utilisateurs des services de paiement alimentent à la fois l'intérêt des citoyens sur l'émission éventuelle d'un euro numérique et les préoccupations des acteurs de la finance. Il est également porteur de questionnements essentiels, puisqu'on touche là les fondamentaux du fonctionnement monétaire et du rôle des banques centrales, avec des enjeux forts de stabilité et de sécurité financière, de qualité du service monétaire apporté à l'économie et au citoyen, et de souveraineté monétaire, notamment en Europe. Pourtant, si les enjeux sont importants, le sujet n'est pas toujours parfaitement maîtrisé.

Le contexte, essentiel pour comprendre les tendances en cours et l'état de la réflexion, est constitué essentiellement de trois tendances

fortes dans les paiements, et de trois enjeux stratégiques pour les banques centrales.

Trois tendances fortes :

. la digitalisation des économies et des paiements : les paiements de détail se transforment sous la pression des innovations technologiques avec la croissance du nombre d'appareils connectés et l'extension de la couverture des réseaux, des systèmes de plus en plus instantanés et une mutation associée des comportements des consommateurs qui veulent davantage d'instantanéité et de facilité d'usage, et la mondialisation des échanges ; les paiements wholesale évoluent fortement aussi de leur côté avec la dématérialisation des actifs financiers engagée depuis maintenant 3 décennies et atteignant aujourd'hui un nouveau stade avec la technologie du registre distribué (blockchain) et la « tokenisation » des instruments financiers. L'accélération de ces évolutions est très marquée : si au début des années 2000, le chèque était encore le moyen de paiement scriptural le plus utilisé en France, 20 ans plus tard il a cédé la place au paiement par carte, au prélèvement et au virement ; et depuis 2010, sous l'impulsion du e-commerce, il y a de plus en plus de paiement à distance et de règlement par carte sur le net qui représente aujourd'hui 20 % des transactions. La dématérialisation des paiements au quotidien s'est encore renforcée avec la crise du covid au cours des derniers mois.

. l'arrivée des bigtechs dans le paysage des paiements (GAFA américaines et BATX chinoises) constitue un défi supplémentaire compte tenu de la force des réseaux sociaux, du fait qu'ils peuvent accéder à un très grand nombre de clients, et d'une nature différente d'établissements financiers

. l'émergence de MNBC étrangères et de nouvelles classes de crypto-actifs pour répondre à de nouveaux besoins et usages.

Parmi les crypto-actifs, il y a bien sûr Libra rebaptisé récemment diem : il s'agit ici de crypto-paiements qui visent à échanger une valeur à partir de la blockchain et qui se présentent comme la dernière étape d'un mouvement historique qui vise à tirer parti du progrès technologique pour améliorer l'efficacité des paiements et des règlements des transactions financières. Les cryptoactifs constituent une innovation elle-même soumise à innovation : après la première génération des bitcoins en 2009 est venue celle des stablecoins assis sur une valeur de référence, qui visent à répondre la grande limite des bitcoins, leur volatilité. L'initiative de Libra est assez unique : jusqu'ici les innovations ont essentiellement concerné le front end, c'est-à-dire l'interface client, mais au final les transactions passaient d'un compte bancaire à une autre dans les paiements de détail sauf qu'il y avait un écran de smartphone qui s'interposait. Libra est au contraire un système complet avec sa propre infrastructure, sa propre blockchain. C'est pour cela qu'il y a eu une attention politique très forte, car cette différence pouvait remettre en cause assez largement le système monétaire.

Il y a aussi des initiatives dans la partie wholesale pour les règlements interbancaires, telles que JP Morgan coin, ou l'initiative Finality de grandes banques internationales. Il est d'ailleurs intéressant de voir que ce sont de grandes banques installées qui se saisissent du sujet car elles voient qu'il y a un mouvement de tokenisation qui risque de les marginaliser ou en tout cas de grignoter sur le terrain qu'elles occupent depuis de longues années.

Ces initiatives en cours appuient là où il y a des besoins, en particu-

lier les paiements transfrontaliers, pour lesquels il faut aujourd'hui en général passer par des systèmes de correspondance bancaire souvent lents, compliqués, et incertains sur un plan opérationnel. La promesse de Libra à l'origine est de faciliter les paiements transfrontaliers en permettant l'envoi d'argent aussi facilement qu'un message Whatsapp. L'idée des projets wholesale est bien de faciliter les transactions sur base transfrontalière.

En ce qui concerne les monnaies digitales étrangères, on peut observer particulièrement l'émergence du digital yuan. Son développement est en réalité une réaction aux bigtechs chinoises, car l'objectif fondamental pour les autorités chinoises est de reprendre une forme de contrôle sur les paiements et les données sur les paiements qui était en train d'être pris par les big tech chinoises car il y a eu en Chine un mouvement massif de digitalisation des paiements. Il semble que les travaux de la banque centrale chinoise avancent assez rapidement, aidée par la taille du pays puisqu'un test peut vite porter sur plusieurs centaines de millions de personnes. L'idée est de distribuer le digital yuan à l'occasion des JO de Pékin de 2022, via le double circuit des banques commerciales et des big techs chinoises, qui internalisent un peu le sujet pour les autorités.

Pour les banques centrales, un triple enjeu : préserver la souveraineté monétaire, assurer la stabilité financière et protéger les utilisateurs qui ne doivent pas perdre leurs fonds, et soutenir l'innovation dans un cadre de confiance pour le bien public

L'enjeu de la souveraineté est fondamental pour toutes les banques centrales, qui se retrouvent un peu dans la formule du roman Le Guépard « il faut que tout change pour que rien ne change », avec cette question

existentielle : dans cet environnement changeant, ne doivent-elles pas repenser leur « logiciel » pour être capable de continuer à remplir leur mandat d'assurer la stabilité financière, la bonne transmission de la politique monétaire, et le bon fonctionnement des systèmes de paiement, c'est-à-dire assurer une souveraineté monétaire par une maîtrise des systèmes de paiement et la capacité à fournir aux citoyens des moyens de paiement sûrs, disponibles et variés. Il faut aussi veiller à ce que les infrastructures de marché au cœur du système financier national et mondial continuent à bien fonctionner, et être capable de les alimenter en liquidité, en temps de crise comme au jour le jour.

Toutes ces initiatives de wholesale stablecoins privées peuvent introduire un risque fragmentation dans les infrastructures de marché, créer des sortes de pool de liquidité : une des leçons de la crise de 2008 est en effet le besoin d'un actif de règlement sûr qui serve d'ancrage au système monétaire, et d'une intégration sur une forme de standardisation sur les transactions sur les marchés financiers pour éviter des problèmes opérationnels de règlement ou des tensions de liquidité.

Les enjeux portent bien sûr également sur la protection des utilisateurs, dont les fonds doivent être sécurisés, ainsi que le soutien à l'innovation pour le bien public et dans un cadre protecteur.

Les actifs de règlement aujourd'hui sont composés monnaie publique et de monnaie privée. La monnaie banque centrale est faite des espèces (monnaie fiduciaire) émises par les banques centrales et des comptes dont disposent les banques commerciales dans les livres de la banque centrale et par lesquels transitent les règlements interbancaires. Les banques commerciales,

elles, émettent de la monnaie en octroyant des crédits aux entreprises et aux ménages. Dans ce système, la monnaie banque centrale a un rôle d'ancrage, de stabilité avec une relation aujourd'hui construite avec la monnaie banque commerciale qui permet des échanges à parité avec une sorte de continuité. C'est sur cet équilibre que repose le système monétaire depuis des dizaines d'années.

Avec l'arrivée des bigtechs, l'interaction devient différente. Les nouveaux instruments proposés par ces acteurs ne peuvent pas être assimilables à de la monnaie, mais sont plus proche d'actifs financiers : ils ne sont pas émis par une entité régulée, ne bénéficient pas de la protection des dépôts, ne sont pas basés sur une libre conversion ou parité, et ne présentent pas le même degré de sécurité, avec en conséquence des risques de blanchiment, de fraude ou de perte sèche si ces acteurs venaient à faire faillite.

Qu'est-ce qu'une monnaie numérique de banque centrale ?

Ce serait - parce que cela n'existe pas vraiment encore - une monnaie de banque centrale émise sous forme numérique, c'est-à-dire une créance sur la banque centrale émise sous forme numérique en complément des formes existantes (espèces), à la différence de la monnaie électronique reposant sur une créance sur une entité privée ou des crypto-actifs ne reposant sur aucune créance. Il ne s'agit donc pas d'une nouvelle monnaie centrale, mais d'une monnaie banque centrale sous une nouvelle forme, destinée à coexister avec les espèces comme avec la monnaie wholesale.

La Monnaie numérique de banque centrale aurait deux types d'usage :
 . **MNBC de détail**, en cours d'étude, serait à destination du grand public : elle vise à soutenir la digitali-

sation de l'économie, répondre à l'évolution des modes de consommation et de production, préserver l'accès à la monnaie de banque centrale pour le public dans l'univers digital - il s'agit de garder un lien entre la banque centrale et les citoyens, même si la monnaie banque centrale est utilisée sur téléphone - et garantir la souveraineté monétaire, vis-à-vis des stablecoins privés ou MNBC non €, en particulier de projets comme Libra/diem. Sur ce dernier point, l'idée est d'éviter un système de paiement privé parallèle au système officiel, certains pays redoutant une inondation des paiements par une monnaie digitale étrangère, par exemple chinoise, comme l'exprime notamment le Japon ; des réflexions portent également sur le dollar digital s'il existait un jour et son lien avec Libra/diem, qui pourrait être autorisé aux Etats-Unis, rentrer dans le cadre réglementaire européen, serait partiellement ou totalement assis sur le dollar, servirait de support à des transactions en Libra dollar entre les Etats-Unis et l'Europe, et in fine constituerait un vecteur de renforcement de l'influence du dollar au niveau international.

. **MNBC interbancaire**, qui est l'objet d'un programme d'expérimentation lancé en 2020 par la Banque de France pour tester un €-token dans les règlements interbancaires (paiement et livraison de titres financiers), et qui serait à destination des institutions financières uniquement, et même pas des grandes entreprises, avec l'objectif de diminuer le coût d'exécution des transactions financières et simplifier les processus qui sont aujourd'hui encore assez longs. Il n'y a pas encore de décision de création d'un € numérique interbancaire (ni de détail). Pour ce qui concerne la zone Euro, toute décision d'émission d'€ numérique relève en toute hypothèse de l'Eurogroupe et donc du Conseil des Gouverneurs de la BCE.

L'accélération de la réflexion au plan international

Dans la dynamique de travail sur la MNBC, il y a une forte dimension internationale : selon une enquête de la BRI début 2020, 80% des banques centrales à travers le monde ont entamé une réflexion sur le sujet. Certains pays sont déjà très avancés, comme la Chine ou la Suède. Certains ont aussi parfois des logiques spécifiques, comme par exemple les Bahamas qui s'intéressent, en raison de leur géographie spécifique, à l'aspect logistique de transport de fonds avec un objectif d'économie et de rapidité.

Un rapport intéressant préparé par la BRI et de 7 banques centrales publié en octobre 2020 évoque la démarche des banques centrales, et définit dans une sorte de « Serment d'Hippocrate » des banquiers centraux » avec trois principes clefs à respecter : ne pas compromettre des objectifs publics plus généraux, notamment la stabilité monétaire et financière ; organiser la coexistence avec d'autres formes de monnaie publiques comme privées, l'orientation générale étant de conserver une diversité, et non de constituer un monopole de paiement public ; et enfin promouvoir l'innovation et l'efficacité, ce qui pourrait nécessiter une démarche de partenariats public-privé pour des améliorations pour les citoyens et les entreprises, dans un cadre de confiance.

L'Euro numérique : l'approche de l'Eurosystème

L'approche de la BCE est de se préparer pour être en capacité d'introduire rapidement un Euro numérique si cela s'avérait nécessaire pour garantir l'accès à la monnaie pour tous dans un monde digital et préserver la maîtrise européenne en matière monétaire et de stabilité financière. Cette approche repose sur un rapport publié en octobre 2020 sur l'émission d'une

MNBC de détail ; une consultation publique de l'Eurosystème entre octobre 2020 et janvier 2021 pour apprécier les attentes des citoyens et des acteurs économiques, et qui constituera un facteur déterminant dans la décision d'un éventuel lancement ; des expérimentations initiées dans la foulée du rapport pour tester les options de conceptions fonctionnelles et explorer la faisabilité d'une MNBC interbancaire : parmi les choses à tester figure la capacité d'absorber des volumes de transactions importants dans un contexte de données de plus en plus nombreuses.

L'Eurosystème décidera d'ici mi-2021 s'il poursuit son travail d'investigation sur un Euro numérique, sur la base d'une analyse minutieuse des avantages, défis, risques et prérequis indispensables. Les exigences à satisfaire sont assez nombreuses :

- garantir la bonne transmission de la politique monétaire et la stabilité financière
- respecter le cadre réglementaire en vigueur (RGPD ...)
- présenter les mêmes avantages que la monnaie fiduciaire en matière d'accessibilité et d'inclusion financière
- s'appuyer sur une infrastructure affichant un niveau élevé de sécurité et de résilience
- faire intervenir des intermédiaires privés et comporter des caractéristiques innovantes (rapidité, facilité d'usage, interopérabilité).

Ces exigences peuvent être résumées sous l'appellation des 5S : Préserver la Souveraineté monétaire, Contribuer à la Stabilité financière, Apporter la Sécurité pour garantir la confiance, Être au Service des citoyens et de l'économie, Créer des Synergies avec l'écosystème.

Plusieurs questions demeurent en suspens :

- la capacité en volume

- l'interopérabilité entre une nouvelle infrastructure blockchain qui permettrait les mouvements en MDBC et les infrastructures actuelles, et donc un enjeu de construction de la nouvelle infrastructure et de vérification du lien avec les infrastructures existantes
- les questions de distribution, de front end et d'interface : dans ce domaine, c'est clairement aux acteurs privés, les banques notamment, qu'il reviendra de construire les interfaces clients pour mettre à disposition la nouvelle solution de paiement
- l'examen sur la politique monétaire, pour lequel un travail est engagé sans être encore conclusif ; il convient en particulier de regarder les risques pour la stabilité financière : tous les rapports publics notamment ceux de la BCE et de la BRI insistent sur le fait qu'une MNBC ne doit pas déstabiliser le système existant et mettre en péril la stabilité financière. Le risque premier serait une substitution massive depuis les comptes de dépôts dans les banques commerciales, qui aurait un impact très fort sur leurs conditions de financement, et partant celui des entreprises et ménages ; des réflexions ont été initiées sur la manière de limiter le mouvement, au travers d'une limite de montant ou d'une rémunération négative. Il est important que les différentes parties prenantes communiquent leur estimation des impacts.

Le processus d'analyse en cours, et aucune décision d'introduction d'un euro numérique n'est prise à ce stade.

Les expérimentations sont absolument nécessaires, une décision d'émettre une MNBC ne pouvant se fonder uniquement sur une analyse conceptuelle. Il s'agit de se confront-

er aux cas d'usage pour analyser et départager différentes solutions a priori envisageables, et de maîtriser les nouvelles technologies sous-jacentes à l'émission d'une MNBC. Elles portent sur :

- la MNBC interbancaire : expérimentations de la Banque de France, jusque mi-2021 sur le règlement-livraison de titres financiers et des opérations de paiements transfrontières
- la MNBC de détail : expérimentations de l'Eurosystème avec la participation de la Banque de France, récemment initiées, avec une décision à la mi-2021 sur possible phase d'investigation.

La Banque de France a été pionnière dans le lancement d'expérimentations de MNBC, avec :

- une expérimentation conduite mi-mai (règlement en MNBC sur une blockchain privée de titres émis par SG Forge sur une blockchain publique)
- un programme d'expérimentations pour les règlements interbancaires lancé en mars 2020
- une approche public/privé ouverte permettant d'évaluer un éventail de technologies et d'éprouver les attentes du marché
- des acteurs aux profils divers : Fintechs, entreprises technologiques et financières nationales et internationales
- une gamme variée de cas d'usage de MNBC testés sur les marchés financiers selon une approche learning by doing.

Dans cette démarche, 8 candidatures ont été retenues pour 1 an d'expérimentations portant sur différents cas d'usage : l'échange d'instruments financiers (Forge (SG), Euroclear, Iznes, Liquidshare, SEBA, HSBC), l'échange transfrontière d'instruments financiers (Accenture), et le transfert de fonds

transfrontière (Prosperus).

La Banque de France a construit en mai 2020 un premier pilote avec Forge/Société Générale. Cette expérimentation assez simple a permis de voir qu'on peut « tokeniser » un titre que la SG a émis et fait circuler sur une blockchain publique tandis que la BDF en faisait la représentation numérique d'une monnaie centrale sur une blockchain privée développée en interne et en assurait le règlement-livraison. Il s'agissait donc d'une transaction sur un univers totalement blockchain, permettant de vérifier l'interopérabilité entre une blockchain publique et une blockchain privée.

La réflexion sur l'euro numérique s'inscrit dans le contexte de la stratégie européenne de la finance digitale, axée sur la souveraineté européenne des paiements, un contexte réglementaire facilitant l'innovation, l'intégration du marché des paiements, et une prise en compte des risques de la transformation digitale. La Commission européenne a publié le 24/09/2020 un « Paquet Finance digitale », qui contient la proposition de règlement MiCa (Markets in Crypto-assets) visant à encadrer encadrer les crypto-actifs en particulier les stablecoins pour assurer une protection maximale des systèmes de paiement et des utilisateurs : avec ce texte, un projet comme Libra/diem serait soumis à une régulation et une supervision européennes qui imposeraient des exigences de protection pour les clients. C'est un texte important, pour lequel il reste encore une étape de fine tuning, et il constitue une des premières initiatives mondiales après la parution rapport du G20 et qui fait suite au travail conduit dans la foulée de la présidence française du G7 en 2019.

Dans l'idée de souveraineté européenne, il y a aussi la volonté

de promouvoir des solutions européennes privées. La Banque de France soutient également le projet EPI (European Payments Initiative) d'initiative pour une solution paneuropéenne des paiements. Il s'agit d'un projet du secteur privé impulsé par 16 banques européennes de 5 États membres, dont 6 françaises (BNPP, BPCE, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, La Banque Postale, Société Générale), bénéficiant d'un fort soutien des autorités publiques européennes (Commission, Eurosystème, Ministères des Finances). L'objectif est de créer une solution de paiement paneuropéenne unifiée s'appuyant sur les paiements instantanés / SEPA Instant Credit Transfer (SCT Inst), en visant à proposer deux solutions de paiement complémentaires pour les paiements du quotidien (carte bancaire et portefeuille numérique). L'initiative est soutenue par les pouvoirs publics, d'autant plus qu'elle coche 5 principes importants pour l'Eurosystème : portée et expérience client paneuropéennes, simplicité d'utilisation et coûts réduits, sécurité et protection des utilisateurs, marque et gouvernance européennes, et acceptation à l'échelle mondiale sur le long terme.

EPI permet de répondre à deux difficultés que connaît l'Europe : l'absence de bigtech, et une fragmentation des moyens de paiements malgré un marché intérieur. Il est clair que s'il y avait une décision favorable pour un Euro numérique, elle devrait être en synergie et s'articuler avec cette solution d'EPI.

*

Questions posées

Comment s'intégrerait la MNBC dans le cadre d'EPI ?

EPI pourrait être un outil de paiement équivalent à une carte bancaire ou une application de paie-

ment sur smartphone. Un achat serait réglé en choisissant un paiement par débit d'un compte bancaire classique ou d'un compte MNBC également domicilié dans une banque. Les comptes ne seront pas localisés à la banque centrale qui n'a pas vocation à faire de la gestion de compte ; il existe en réalité différentes sensibilités parmi les banques centrales sur ce point, mais la France optera clairement pour une MNBC localisée sur des comptes bancaires avec des acteurs privés en charge de la distribution.

Où se situe l'avantage réel pour un utilisateur qui aurait en parallèle 2 comptes de règlement ?

Cette question fréquente reflète un état d'esprit français, où le citoyen est en général à l'aise dans un système bancaire considéré comme solide, alors que dans certains pays il y a pour le citoyen un intérêt à établir un lien avec la banque centrale au travers de l'utilisation de la MNBC. Il y a différentes modalités d'usage en réflexion, comme une alimentation de wallets. Ce qui est certains, c'est qu'il n'y a pas d'appétit du côté de la Banque de France pour la tenue de comptes de particuliers dans ses systèmes, car cela réclame une expertise et des moyens spécifiques

Quelle est la différence avec la monnaie électronique ?

La différence fondamentale est que la monnaie électronique ne donne pas de créance sur la banque centrale. Pour certains utilisateurs, cela peut être un facteur important, alors que pour d'autres ce lien avec la banque centrale n'est pas vu comme un intérêt pratique. Il est donc essentiel de mieux appréhender les attentes au travers de la consultation. En toute hypothèse, la MNBC sera davantage un complément qu'un substitut aux espèces, même si une substitution partielle est envisageable, particulièrement dans certains pays.

Quelle est la place de l'anonymat dans la réflexion ?

Une des vertus essentielles recherchées par certains citoyens dans les modes de paiement, notamment les Allemands, c'est l'anonymat du cash. Cet anonymat est moins évident dans l'univers digital l'anonymat moins évident, où il peut y avoir possibilités et tentation de contrôles. Il faut réfléchir à l'équilibre à trouver, avec peut-être anonymat total en-dessous de certain niveau de transaction. L'anonymat était d'ailleurs l'une des principales préoccupations initiales des Américains sur Libra, dans la crainte de possibilités de financement du terrorisme. Libra a revu significativement son projet entre la version de 2019 et 2020 sur le sujet de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme. L'anonymat constitue ainsi à la fois une préoccupation importante et une exigence de certaines communautés d'utilisateurs, et est un facteur essentiel dans la construction du système et des règles à définir.

La MNBC est-elle finalement essentiellement un moyen pour les banques centrales de garder la maîtrise de la politique monétaire ? Dans le domaine wholesale, il y a eu depuis plusieurs années un mouvement de tokenisation des paiements qui a conduit les banques centrales et l'industrie financière à réfléchir à une optimisation des processus dans une logique industrielle, mais sans nécessairement en changer la nature. Pour la partie retail, le game changer a été l'apparition de Libra, où serait construit un système parallèle complet qui peut être vu par les banques centrales comme aboutissant à une perte totale de maîtrise : si en effet on se retrouve avec un système de paiement privé en boucle fermée de entre particuliers (pouvant concerner plus de 2,5 Md d'utilisateurs dont plusieurs centaines de millions en Europe) et intégrant toutes les composantes

(jeton et infrastructure), alors les banques centrales ne sont plus en situation de remplir leur mission de contrôle de la bonne transmission de la politique monétaire et de protection des utilisateurs. En zone €, il est considéré comme essentiel pour l'Eurosystème de s'assurer qu'il continue à être capable de remplir son mandat dans un monde en changement. Le sentiment peut tout de même être différent dans certains pays, notamment émergents qui n'ont pas de système bancaire éprouvé, et où la Banque Mondiale encourage projets blockchain, qui peuvent apparaître comme un facteur de progrès en termes d'inclusion financière.

A qui appartiendrait la blockchain : la BCE, un conglomérat de banques ... ?

Cela dépendra des développements et partenariats qui seront faits. Target 2 a été développé par les banques centrale et est ainsi un système propriétaire. Si la blockchain est développée en partenariat public-privé, la propriété dépendrait logiquement de qui a fait les investissements. La question connexe de la nature publique ou permissionnée de la blockchain reste ouverte, même on est plutôt sur une logique de système le plus sécurisé possible qui peut inciter à avoir une approche de blockchain fermée.

Y a-t-il eu dans les réflexions un travail sur la partie crédit et pas seulement de moyen de paiement ? Non, la MNBC est un moyen de paiement, complémentaire au cash et dans une même logique, pas quelque chose qui pourrait servir en soi à du crédit. Pour autant, il n'est pas interdit que soit entreprises par des opérateurs financiers des réflexions sur des solutions à valeur ajoutée ou business cases orientés vers le crédit. La banque centrale met à disposition des ménages, des entreprises et des établissements financiers de la monnaie banque centrale,

mais la distribution et la construction de solutions innovantes à partir de cette monnaie centrale relèvent du secteur privé.

Conclusion d'Edouard de Lencquesaing, Président d'Honneur de l'EIFR

Il était très utile de dresser ce panorama d'ambition mais aussi de doute. Il est intéressant de noter que le mouvement d'innovation est aujourd'hui conduit par des pouvoirs publics et des banques centrales qui historiquement n'ont pas toujours eu une image d'innovation, dans une dynamique stimulée par le danger de la compétition avec des initiatives privées ou publiques d'autres pays. Il faut voir comment on réussira à articuler une réelle innovation entre le public et le privé dans l'intérêt de tous.

Les contraintes de souveraineté et de sécurité ont été bien rappelées. Mais le citoyen pourrait vite privilégier son confort immédiat d'usage en oubliant le confort que représente la sécurité, et une construction de masse critique d'usage pourra se faire alors que les gens vont trouver des raccourcis sur le problème de la sécurité et de la transparence comme on le voit pour le bitcoin. Il y a là un vrai problème politique de communication avec le citoyen pour qu'il comprenne ce que représente la sécurité quand on a un compte de dépôt dans une banque. Cette sécurité est moins visible en raison de la fragmentation dans la chaîne paiements avec l'interposition aux côtés de teneurs de compte régulés et supervisés de toute une chaîne d'acteurs apportant une valeur ajoutée spécifique : il est clair que plus on s'éloigne du compte, plus on s'éloigne de la sécurité sans que ce soit toujours perçu.

Il semble qu'on n'ait pas encore suffisamment travaillé sur les cas d'usage. Il faut en effet voir en quoi

le cas d'usage monnaie numérique se différencie significativement des cas d'usage déjà connus dans les autres univers dématérialisés ou scripturaux existants. La vraie question est le rapprochement entre le bien acheté et son processus de paiement, c'est-à-dire le règlement-livraison de l'achat. On a aujourd'hui des plateformes qui ont accès à des biens matériels et le problème de ces plateformes est d'intégrer un meilleur confort dans le paiement. Le risque est ici de créer un univers clos qui aurait une masse critique avec une dimension crossborder intégrée, et constituerait une forme de « super wallet ». Il est important de savoir si on pourra relier directement les commerçants par un réseau ne passant pas directement par ces plateformes, schéma dans lequel la monnaie numérique trouverait une réelle pertinence.

Il reste aux responsables politiques à développer, notamment au travers du projet MiCa, une vision qui arbitre l'innovation et la sécurité. C'est un vrai défi de société pour l'Europe et pour le monde.



Le contrat-cadre ISDA de droit français : atouts et perspectives (et pertinence du droit français en matière financière) *Rapport du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris*

Alban CAILLEMER DU FERRAGE

Avocat associé, Jones Day

Professeur des Universités associé à l'Université Paris II – Assas

En juin 2018, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) a décidé de compléter son offre de conventions types par un nouveau contrat-cadre de droit civil (Droit français) et d'un nouveau contrat-cadre de common law (Droit irlandais), à destination du marché européen. Depuis 1985, date de création de l'ISDA, le contrat-cadre ISDA n'avait connu que trois versions, toutes régies par des droits de common law. Parmi toutes les juridictions de tradition civiliste disponibles dans l'Union, l'ISDA a ainsi choisi le Droit français. C'est très certainement une reconnaissance du dynamisme de la Place et de ses acteurs, mais également une reconnaissance de la modernité du Droit français, de la solidité du régime de netting (résiliation-compensation) et de la fiabilité du système judiciaire français.

La publication du Contrat-Cadre avait notamment pour objet d'offrir à ses utilisateurs la possibilité de bénéficier du système de reconnaissance automatique des jugements au sein de l'Union et de se prémunir d'un potentiel effet négatif du Brexit à cet égard. À ce jour, dans l'attente d'un accord éventuel entre l'UE et le Royaume-Uni, les conditions d'exequatur dans l'Union d'une décision judiciaire anglaise devront donc être fixées par la procédure nationale de chaque État membre dans lequel l'exécution de la décision sera recherchée. Ce retour au droit commun de l'exequatur emporte avec lui de nombreux aléas.

Depuis la création du Contrat-Cadre, de grands établissements et des associations professionnelles (notamment l'AFTE et l'AFG) ont recommandé officiellement à leurs adhérents de l'utiliser et de recourir au Droit français. Malgré ces recommandations, les statistiques sur l'utilisation du Contrat-Cadre dans l'UE, y compris en France, révèlent un démarrage plus lent que ce qui était souhaité. Deux ans après la publication du Contrat-Cadre, il a ainsi été demandé au HCJP de faire un état des lieux de son utilisation, d'analyser les freins - réels ou supposés - à son développement, et de formuler des recommandations pour un usage plus généralisé.

Alban Caillemer du Ferrage, Président du groupe de travail du HCJP, a présenté les conclusions du rapport qui souligne les atouts du choix du Droit français, en rappelant l'environnement juridique français du Contrat-Cadre, et en répondant aux réserves et objections les plus couramment soulevées au recours au Droit ou aux tribunaux français en matière financière.

EXECUTIVE SUMMARY du rapport

1- Contexte

En 2018, l'ISDA a décidé de publier le Contrat-Cadre afin d'offrir à ses membres le premier contrat-cadre de droit civil. Ce Contrat-Cadre est destiné à offrir à tous les intervenants de marché dans l'Union, l'instrument contractuel permettant de résoudre l'une des questions les plus difficiles et problématiques du BREXIT : la perte du bénéfice du système de coopération judiciaire européen pour les décisions de justice rendues par les tribunaux anglais. Ce contrat-cadre a depuis été complété par une documentation de collatéral et il est aujourd'hui l'objet d'avis juridiques dans la plupart des juridictions couvertes par l'ISDA.

Deux ans après sa publication, il est l'heure de dresser un premier bilan de son utilisation. Le groupe de travail a ensuite souhaité rappeler les atouts du Droit français et apporter un éclairage sur les solutions à la fois très solides et pragmatiques qu'il offre aux utilisateurs du Contrat-Cadre.

2- Codification et modernisation

Il est important de rappeler que le choix du droit applicable à un contrat-cadre de produits dérivés est nécessairement guidé par plusieurs considérations, au premier rang desquelles :

- la modernité du droit des contrats,
- l'efficacité du régime de netting, et
- l'expertise et la prévisibilité des tribunaux.

Si l'on a pu, par le passé, de manière d'ailleurs souvent exagérée, adresser des critiques au droit français pour le manque de pragmatisme

de ses solutions, la réforme récente du droit des obligations et du régime général de la preuve et des obligations fait du Droit français l'un des plus modernes du monde. La codification des solutions jurisprudentielles élaborées en la matière réaffirme les deux principes fondamentaux du Droit français des contrats que sont :

- la liberté contractuelle et le caractère supplétif des dispositions légales du Code civil ; et
- la sécurité juridique et le principe de la force obligatoire du contrat.

Le régime français du netting et des garanties financières fait l'objet d'une reconnaissance légale de longue date. Sa solidité et son efficacité ont été réaffirmées à de nombreuses reprises en jurisprudence, en ce compris dans les hypothèses de procédures collectives.

3- Réfutation des réserves invoquées à l'utilisation du Contrat-Cadre

Le groupe de travail a recensé à partir de travaux divers qui lui ont été communiqués après anonymisation, les objections les plus couramment faites au recours au Droit ou aux tribunaux français. Il s'est attaché à leur réfutation, une à une.

Le premier constat qu'il revient de faire est que le Droit français accueille très bien les mécanismes contractuels mis en place par le Contrat-Cadre et, de manière plus générale, par la documentation publiée par l'ISDA.

Ainsi, le risque de nullité pour potestativité, parfois brandi, s'agissant des clauses désignant, dans le Contrat-Cadre ou dans la documentation ISDA, l'une des parties comme agent de calcul ou agent d'ajustement, nous semble devoir être écarté, pour trois raisons :

- d'une part, ce pouvoir conféré à l'agent de calcul ne relève pas du champ de la condition purement potestative, c'est-à-dire d'un évènement futur et incertain ;
- d'autre part, la nullité attachée à la potestativité en Droit français ne s'applique pas en présence d'un contrat synallagmatique ;
- enfin, cette nullité ne peut être invoquée lorsque l'obligation a été exécutée en connaissance de cause.

De même, le mécanisme dit de « négative consent », qui permet de déduire le consentement d'une partie de son silence (ou, plus exactement, de sa non-objection), a fait l'objet d'un examen par le groupe de travail. En pratique, cette question se pose dans l'univers des opérations de marché dans trois situations :

- d'une part, la modification des termes du Contrat-Cadre lui-même. Mais sur ce point l'examen du Droit français est inutile, comme celui de n'importe quel autre d'ailleurs, car le Contrat-Cadre lui-même interdit qu'un tel silence puisse valoir acceptation des modifications d'une de ses conventions-cadres et elle exige que de telles modifications ne soient faites que par écrit.
- D'autre part, la confirmation des opérations de dérivés elles-mêmes. Après avoir conclu une opération, le plus souvent par téléphone, il est d'usage que l'une des contreparties (la plus diligente ou celle à qui échoit cette responsabilité dans la convention des parties) adresse à l'autre une « Confirmation » écrite des termes de l'opération. Cette Confirmation n'est pas l'accord, mais la retranscription fidèle de l'accord. Il n'est pas rare cependant qu'elle contienne une disposition prévoyant que seuls ses

termes font foi, à l'exclusion de tout échange précédent ou enregistrements téléphoniques. Son contenu et sa réception sont donc essentiels pour les parties. Il nous semble parfaitement envisageable et légal en Droit français que les parties prévoient contractuellement que le silence conservé à la suite de la réception d'une telle Confirmation vaille acceptation.

- Enfin, les modifications « commandées » par des changements réglementaires. Au cours des dernières années, singulièrement depuis la crise financière et le déploiement des nombreuses prescriptions du Règlement EMIR7, les contreparties à des opérations de produits dérivés ont fréquemment eu à ajuster leurs conventions afin de se conformer à de nouvelles normes. De telles modifications doivent pouvoir être facilement admises, sur le fondement soit d'une acceptation tacite liée à un commencement d'exécution, soit même par le silence conservé par la contrepartie.

Sur le terrain de la preuve et de la signature électronique, qui se sont révélées dans la crise sanitaire du COVID-19 être des sujets critiques pour le maintien des relations d'affaires des opérateurs économiques, le Droit français fait là encore preuve d'une très grande souplesse. L'administration de la preuve est libre entre commerçants. Notre Droit fait donc une large place à la signature électronique qui est évidemment permise pour la conclusion du Contrat-Cadre. La copie « pdf » scannée d'un document signé de manière manuscrite est un mode de preuve également admis entre commerçants.

Les dispositions du Contrat-Cadre relatives à la force majeure recevront également plein effet en Droit français.

Enfin, ce ne sont pas seulement les stipulations des contrats-cadres publiés par l'ISDA ou de leurs annexes collatérales qui fonctionnent harmonieusement en Droit français mais, très au-delà, l'ensemble de la documentation ISDA que le groupe de travail a revu au cours de ses travaux. Nous nous sommes en particulier penchés attentivement sur les recueils de « Définitions ISDA » les plus usuellement en cours sur les marchés. Or l'étude de ces Définitions ISDA n'a pas révélé de dispositions dont la validité en Droit français commanderait d'exprimer une réserve ou de convenir d'une modification. Ceci est vrai même pour les Credit Derivatives Definitions, ces termes qui régissent les opérations de dérivés de crédit dont les profils de paiement sont pourtant une fonction de concepts juridiques contractualisés. L'ISDA a en outre au cours des dernières années multiplié le recours à des « Protocoles ». Cette technique documentaire utilise le cloud pour permettre, le plus souvent aux membres de l'ISDA, de modifier leurs contrats existants par l'effet d'adhésions réciproques parallèles aux modalités identiques d'un document unique mis en ligne par l'ISDA. Le plus souvent, les Protocoles sont destinés à permettre aux intervenants du marché de se conformer rapidement à une nouvelle exigence réglementaire. Le groupe de travail a revu plusieurs des Protocoles récents publiés par l'ISDA. Cet examen n'a révélé aucune disposition susceptible de heurter le Droit français. Les membres du groupe de travail sont unanimes sur ces analyses.

L'efficacité et l'opposabilité des dispositions du Contrat-Cadre relatives au netting (i.e. les Sections 5 et 6 : clauses de résiliation et clauses d'évaluation du préjudice causé à l'une ou l'autre des parties par cette résiliation) sont désormais confirmées par de nombreux avis juridiques émis au bénéfice des

membres de l'ISDA dans les principales juridictions du monde. Ces avis juridiques qui couvrent à la fois le Contrat-Cadre et la documentation de Droit français de collatéral, permettent aux établissements et sociétés assujettis, à la fois de satisfaire à leurs obligations légales de conformité et de prendre en compte des positions nettes pour les besoins du calcul de leurs fonds propres réglementaires.


4- Pragmatique et prévisible

Sur la question de la réception du Contrat-Cadre par le juge français, il convient de rappeler en premier lieu les directives strictes d'interprétation du contrat par le juge posées dans le Code Civil. Le juge doit respecter l'intention des parties et ne peut se livrer à une interprétation du contrat que lorsque les clauses ne sont pas suffisamment claires et précises.

Les chambres internationales au sein du Tribunal de commerce et de la Cour d'appel de Paris sont dédiées notamment à l'examen des contentieux mettant en jeu l'interprétation des clauses d'une convention-cadre de marché – les marchés de produits dérivés étant éminemment des marchés internationaux. Leurs magistrats y disposent de compétences techniques en droit bancaire et financier.

Le Contrat-Cadre inclut une clause de juridiction prévoyant de se soumettre, en cas de litige, à la juridiction du Tribunal de commerce et de la Cour d'appel de Paris (et donc, en pratique, aux chambres internationales de ces juridictions). Les protocoles de procédure applicables devant ces chambres internationales permettront par ailleurs aux parties qui les acceptent de bénéficier de délais raccourcis de procédure (obtenus notamment grâce à la fixation d'un calendrier

de procédure), ainsi que de flexibilités procédurales comme le recours à l'anglais (possibilité de verser des pièces au dossier sans traduction, possibilité pour les témoins et experts de s'exprimer en anglais, interaction avec la Cour et plaidoiries en anglais, etc). De manière plus générale, les protocoles veillent à un déroulé du procès plus à « l'anglo-saxonne », en ménageant une part beaucoup plus considérable à l'oralité des débats. Le président du Tribunal de commerce de Paris a confirmé cette attention qui sera réservée aux plaideurs plus habitués à la longueur des audiences à Londres ou à New York dans une récente interview donnée à l'ISDA à l'occasion de laquelle il déclarait : « L'accent a également été mis sur *les audiences : les parties pourront demander à des experts d'être entendus par le et contre-interrogatoire par l'autre partie, le tout en anglais. En ce qui concerne l'avenir, nous croyons fermement que les règles de procédure au niveau mondial permettront de converger et s'harmonisent* ».



Transposition de la Directive sur l'insolvabilité des entreprises :

l'instauration de classes de créanciers, innovation majeure

Rapport du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris

Caroline Henry

Avocat général à la Cour de Cassation

Présidente du Groupe de travail du HCJP

La Directive du 20 juin 2019 « relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes, aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes » est le premier texte de l'Union européenne qui édicte des règles d'un droit substantiel européen des entreprises en difficulté. Cette Directive a pour objectif le développement de cadres de restructuration préventive en faveur d'entreprises viables rencontrant des difficultés financières, afin de leur offrir une seconde chance. Elle s'inscrit dans le domaine de la mise en place de l'Union des Marchés de Capitaux.

Outre l'introduction de mesures préventives dans tous les États membres, la Directive recommande le raccourcissement des procédures, et vise à lutter contre le « forum shopping » en précisant les règles de conflit de lois et de juridictions pour les procédures d'insolvabilité.

Mais l'innovation majeure de la Directive au regard du droit des entreprises en difficulté français est l'instauration de classes de créanciers. L'introduction de cette notion en droit français marque une rupture avec le classement actuel des créanciers répartis en trois comités (établissements de crédit, fournisseurs principaux, et obligataires). Cette évolution est issue de l'orientation générale de la Directive, qui semble inciter les États membres à opter pour une approche économique davantage que juridique pour la constitution des classes de créanciers, en privilégiant le critère de la qualité de la créance et non la qualité du créancier.

Le rapport du HCJP formule diverses propositions relatives à la mise en œuvre, en France, de cette innovation : limitation de la transposition aux procédures de sauvegarde accélérée et de sauvegarde financière accélérée qui pourraient être regroupées en une procédure unique de restructuration financière, modalités d'adoption des plans ...

Caroline Henry a présidé le Groupe de travail du HCJP composé d'universitaires, d'avocats, d'administrateurs judiciaires et de juristes de banque.

Synthèse des recommandations

Le groupe de travail du HJCP recommande de :

Sur le périmètre de la transposition :

- Préserver le mandat ad hoc et la conciliation dans leur état actuel, et transposer les classes de créanciers prévues par la Directive en sauvegarde accélérée (SA) et en sauvegarde financière accélérée (SFA), avec un parallélisme des formes à appliquer au redressement judiciaire.

- Préserver la sauvegarde de droit commun en la faisant échapper au périmètre de la transposition.

- Instaurer une procédure nouvelle regroupant la SA et la SFA dédiée à la transposition de la Directive.

- S'attacher tout particulièrement à l'articulation entre la conciliation et la sauvegarde nouvelle formule, de sorte que la partie publique (semi)collective de la procédure soit la plus courte et avec le moins d'impact possible pour le débiteur. Cela signifie :

- une procédure de vérification du passif extrêmement rapide,
- une ouverture de la procédure qui vaut reconnaissance par le tribunal (i) du choix des parties attraites à la procédure et (ii) de la constitution des classes telle que proposée/préparée par le conciliateur pendant la conciliation.

Sur les critères de constitution des classes de créanciers :

- confier la mission de constitution des classes à l'administrateur judiciaire, en lien avec le débiteur,
- faire reposer la constitution des classes sur des critères à la fois objectifs et souples pour les praticiens concernant, en particulier « la nature et le rang » de la créance ; les sûretés réelles devant être prises en compte pour procéder à ce

classement.

Sur les détenteurs de capitaux :

- Créer une classe regroupant les détenteurs de capitaux afin que ceux-ci puissent se voir imposer un plan en cas de mécanisme d'application forcée interclasse, ce mécanisme ne pouvant être mis en œuvre qu'avec l'accord du débiteur en sauvegarde, mais sans son accord en redressement judiciaire.
- Prévoir que le débiteur donne son accord sur le plan avant le cross-class cram-down et que le vote des détenteurs de capitaux dans le cadre des classes vaudra vote en assemblée générale des associés. À noter que les actionnaires pourront faire partie d'une classe de créanciers pour leurs créances de comptes courants.

Sur les PME et TPE :

Prévoir un dispositif simplifié pour les PME, reposant sur :

- la faculté de faire voter ses créanciers en une classe unique (sans y inclure les détenteurs de capital) si le plan ne prévoit pas de modification du capital,
- une règle de majorité des 2/3 du montant des créances,
- un quorum de 40% pour s'assurer que la diversité des créanciers est suffisamment représentée.

Sur l'articulation avec le droit des sûretés :

Simplifier/fusionner certaines sûretés et privilèges pour que l'ordre liquidatif soit plus simple à établir, et par conséquent que les classes soient plus faciles à former.

Sur les voies de recours :

- en ce qui concerne la constitution des classes afin de purger au plus tôt ce contentieux et permettre à la procédure d'avancer avec plus d'efficacité vers l'élaboration et l'adoption

du plan, ouvrir un recours à tous les créanciers affectés sur la constitution des classes devant le juge-commissaire, enfermé dans un délai préfix court (dix jours) à partir de l'information des créanciers (par notification individuelle ou publication au BODACC) de la constitution des classes par l'administrateur judiciaire.

- en ce qui concerne le vote du plan : maintenir les voies de recours actuelles en aménageant la tierce opposition pour tenir compte de l'intérêt de chaque classe de créanciers.

Sur les conséquences du rejet du plan :

Prévoir que le rejet du plan, dans la procédure dédiée SA/SFA, par les classes de créanciers (ou la classe unique, pour les PME) vaut échec de la procédure, mais interdire toute passerelle vers la sauvegarde de droit commun, pour limiter autant que faire se peut l'instrumentalisation des procédures.



Qui sommes-nous à l'EIFR ? Notre mission ?

Créé en 2008 en pleine tourmente financière, l'EIFR est une structure de **formation, d'échange et de réflexion autour de la régulation financière et des problématiques qui s'y rapportent**.

L'EIFR a pour objectif de contribuer à une **meilleure compréhension mutuelle entre régulateurs et régulés**. Pour ce faire, la formation et les manifestations de l'EIFR répondent à deux besoins : nourrir une réflexion concrète sur des thèmes clefs de la régulation européenne et présenter des cas pratiques de mise en œuvre de la régulation dans une double perspective régulateurs et régulés.

Nous sommes une petite équipe à taille humaine qui ne sous-traite rien et qui travaille dans le souci permanent de servir une matière exigeante mais pas austère si on élève le débat. Notre président et notre délégué général contribuent à entretenir un dialogue continu avec les principaux acteurs de la Place.

Quels types d'événements organise l'EIFR ?

- **Matinales actualité** : vision de Députés européens, Rapporteurs sur les directives européennes, Régulateurs, des Experts
- **Matinales recherche : un Académique présente ses travaux de recherche**
- **Les RDV de la régulation** : 2 par an. Calendrier réglementaire des 6 derniers mois et prospective. régulateurs, fédérations professionnelles
- **Ateliers** : 2 heures où un cabinet de conseil analyse les impacts métier des évolutions de la réglementation et l'implémentation du calendrier prudentiel par un retour d'expérience client).
- **Séminaires** spécialisés pour les professionnels de la régulation et des risques ou généraux sur la régulation financière pour les décideurs économiques et politiques.
- Conférences internationales

L'EIFR en chiffres

En 2020, l'EIFR a organisé **29 évènements** en France et rassemblé plus de 1600 personnes :

- 6 Séminaires
- 14 Matinales
- 9 Ateliers

Retrouvez toute l'actualité de l'EIFR sur : www.eifr.eu

Ouvrage édité par : EIFR

Directeur de la publication : Edouard de Lencquesaing

Coordination rédactionnelle et éditoriale : Michel Cojean

Rédacteurs : Michel Cojean, Brice Mégard, Martine Le Gall, Kévin Parent

Contact : Responsable de la communication : Célia BOBIN

Conception graphique et mise en page : Célia BOBIN

Images : Canvas

Achévé d'imprimer en France en avril 2021

Dépôt légal : mars 2017

ISBN : 2553-0267

©2021 EIFR et les auteurs

EUROPEAN INSTITUTE OF FINANCIAL REGULATION

Association Loi 1901- Organisme de formation

Palais Brongniart- 28 place de la Bourse- 75002 Paris FRANCE

+ 33 1 70 98 06 55- contact@eifr.eu

www.eifr.eu



EIFR
European
Institute of Financial Regulation