



Haut Comité Juridique  
de la Place financière de Paris

## **RAPPORT**

*du Haut Comité Juridique  
de la Place Financière de Paris (HCJP)  
relatif à l'accessibilité du marché français  
par les établissements bancaires et financiers  
britanniques dans un environnement  
post-Brexit*

**7 novembre 2017**



## L'ACCESSIBILITE DU MARCHÉ FRANÇAIS PAR LES ÉTABLISSEMENTS BANCAIRES ET FINANCIERS BRITANNIQUES DANS UN ENVIRONNEMENT POST-BREXIT

La décision de retrait de l'Union européenne (« UE ») prise par le Royaume-Uni devrait logiquement entraîner, à l'issue des négociations afférentes aux modalités de sortie prévues par l'article 50 du Traité sur l'UE, la perte du bénéfice du passeport européen pour les établissements bancaires et financiers britanniques.

Dans ce contexte, la question de la capacité d'intervention future sur le continent européen des établissements réglementés situés à Londres deviendra centrale.

Cette question nécessite d'étudier les possibilités pour les établissements financiers<sup>1</sup> d'accéder depuis le Royaume-Uni au marché français (et plus largement européen) sans disposer des agréments ou passeports requis, alors que seuls les établissements agréés en France, ou agréés dans un État partie à l'Espace Économique Européen (« EEE ») et bénéficiant du passeport européen, peuvent en principe fournir des services financiers<sup>2</sup> à titre de profession habituelle sur le territoire français.

Il apparaît que plusieurs voies sont aujourd'hui envisageables. La première consisterait à continuer à fournir des services financiers depuis le Royaume-Uni, en s'appuyant sur l'absence d'application de la réglementation sur le monopole des services financiers ou les exceptions prévues à celui-ci. La seconde, plus pérenne qui pourrait être possiblement privilégiée par les établissements britanniques souhaitant continuer à fournir des services financiers en France sans discontinuité, pourrait consister à s'implanter sous la forme d'une entité réglementée en France, puis à externaliser tout ou partie des prestations effectuées depuis cet établissement auprès d'une autre entité du groupe, située en dehors de l'UE, et par exemple au Royaume-Uni.

---

<sup>1</sup> La notion d'« établissements financiers » employée dans la présente note vise les établissements de crédit régis par la Directive 2013/36/UE (la « **Directive CRD IV** »), les entreprises d'investissement régies par la Directive 2004/39/CE (la « **Directive MIF** »), les entreprises d'assurance relevant du champ d'application de la Directive 2009/138/CE (la « **Directive Solvabilité II** »), les sociétés de gestion régies par la Directive 2009/65/CE (la « **Directive OPCVM** »), les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs régis par la Directive 2011/61/UE (la « **Directive AIFM** ») et les prestataires de services de paiement soumis à la Directive 2015/2366 (la « **DSP** »).

<sup>2</sup> La notion de « services financiers » dans le cadre de la présente note renvoie de façon générique à la fourniture de services d'investissement, de services et produits d'assurance, de services bancaires, de services de paiement, de services d'émission et de gestion de monnaie électronique et à la gestion d'OPCVM et de fonds d'investissement alternatifs (« **FIA** »).



Un groupe de travail du Haut comité juridique de la place financière de Paris (« **HCJP** »)<sup>3</sup> a été constitué afin d'analyser le caractère acceptable par les autorités de régulation, ainsi que les conséquences, de telles modalités d'organisation et d'accès aux clients situés sur le territoire français.

Au regard de ces différentes modalités d'accès au marché français, et compte tenu du caractère territorial de la réglementation bancaire et financière, une telle analyse requiert de déterminer les critères de localisation de telles opérations sur le territoire français afin de déterminer à quel moment le monopole bancaire et financier devient applicable à des prestations rendues depuis un pays tiers, tel que le Royaume-Uni *post Brexit* (1). Elle nécessite également d'étudier les exceptions au monopole bancaire et financier prévues par les textes européens ou les positions adoptées par les régulateurs nationaux (2). Elle amène enfin à examiner l'hypothèse de l'implantation sur le territoire français d'une filiale ou d'une succursale qui serait agréée en qualité d'établissement de crédit et/ou d'entreprise d'investissement et/ou de société de gestion, et qui externaliserait la conduite d'une grande partie de ses activités auprès d'une autre entité, non européenne, de son groupe (3).

Ce groupe de travail a présenté son rapport au HCJP réuni en comité plénier le 7 juillet 2017. Celui-ci l'a approuvé et a demandé au groupe de travail de poursuivre ses travaux afin de formuler des recommandations afin d'éviter les arbitrages réglementaires au sein de l'Union européenne.

---

<sup>3</sup> Composition du groupe de travail en annexe 1.



## TABLE DES MATIÈRES

<b>1 – Les critères de localisation des services financiers sur le territoire français</b> .....	6
<b>1.1 - Principaux critères de rattachement des services financiers au territoire français dégagés par les tribunaux</b> .....	7
1.1.1 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique.....	8
1.1.1.1- Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique des opérations de banque .....	9
(a) Les opérations de crédit .....	9
i) Les crédits syndiqués.....	10
ii) Les sous-participations.....	10
iii) Les cessions de créance.....	11
iv) Les engagements par signature.....	12
(b) La réception de fonds remboursables du public .....	12
(c) Les services bancaires de paiement .....	12
1.1.1.2 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de mise à disposition de la clientèle ou de gestion de moyens de paiement .....	12
1.1.1.3 - Le lieu de la prestation caractéristique des services d'investissement .....	13
(a) La réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers .....	13
(b) L'exécution d'ordres pour le compte de tiers.....	14
(c) La négociation pour compte propre.....	15
(d) La gestion de portefeuille pour le compte de tiers.....	17
(e) Le conseil en investissement.....	18
(f) Le placement garanti ou non garanti et la prise ferme .....	19
1.1.1.4 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de tenue de compte-conservation .....	20
1.1.1.5 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de gestion collective.....	21
(a) La commercialisation des placements collectifs .....	21
(b) La gestion de placements collectifs .....	22
1.1.2 - L'initiative de l'établissement de la relation d'affaires .....	23
1.1.3 - La formation du contrat sur le territoire français.....	24
<b>1.2 Autres critères de rattachement des services financiers au territoire français</b> .....	26



<b>2 – L'utilisation de dérogations légales à l'obligation de disposer d'un agrément pour intervenir sur le territoire français</b> .....	27
<b>2.1 - La « <i>reverse solicitation</i> » applicable en matière de services d'investissement et de commercialisation d'OPCVM ou de FIA</b> .....	27
<b>2.2 - Le bénéfice du régime d'équivalence accordé à certains États tiers en matière de services d'investissement et de gestion ou de commercialisation de FIA</b> .....	28
<b>3 – Le régime de l'externalisation</b> .....	30
<b>3.1 - Le cadre européen</b> .....	30
3.1.1 - L'hétérogénéité du cadre réglementaire européen.....	30
3.1.1.1 - Externalisation et délégation.....	30
3.1.1.2 - Degrés d'encadrement de l'externalisation .....	30
3.1.2 - Les principes directeurs communs applicables à l'externalisation et à la délégation.....	31
3.1.2.1 - Champ des activités pouvant être externalisées/délégées.....	31
(a) S'agissant de l'externalisation.....	31
(b) S'agissant de la délégation.....	32
3.1.2.2 - Étendue de l'externalisation ou de la délégation.....	33
3.1.2.3 - Conditions tenant aux délégataires ou aux prestataires de services externalisés.....	37
3.1.2.4 - Définition d'un régime commun de la délégation et de l'externalisation....	39
<b>3.2 - En droit interne</b> .....	40
3.2.1 Champ des activités pouvant être externalisées ou déléguées .....	41
3.2.2 Étendue de l'externalisation ou de la délégation.....	42
3.2.3 Conditions tenant aux délégataires ou aux prestataires de services externalisés.....	43
3.2.4 Régime de la délégation et de l'externalisation.....	43



## 1 – Les critères de localisation des services financiers sur le territoire français

La réglementation sur les différents monopoles en matière de services financiers est d'application territoriale<sup>4</sup>. Il s'agit en effet d'une législation de police économique<sup>5</sup>, destinée à assurer la stabilité du système bancaire et financier français et la protection de la clientèle<sup>6</sup>, dont la violation est sanctionnée pénalement<sup>7</sup>, et s'appliquant de ce fait à ceux qui exercent ou se proposent de fournir sur le territoire national des services financiers<sup>8</sup>. *A contrario*, les établissements étrangers peuvent fournir des services financiers à des résidents français, sans tomber dans le champ d'application du monopole bancaire et financier, dès lors que ces services sont considérés comme n'étant pas localisés en France.

Si les facteurs de rattachement d'un contrat international au droit d'un État sont précisés par les textes applicables en droit international et européen, et notamment par le Règlement de Rome I<sup>9</sup>, les critères

---

<sup>4</sup> C. Gavalda, J. Stoufflet, *Droit bancaire*, Litec, 9e éd, 2015, p. 40 ; W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, Revue Banque, 2013, n°146, p. 92 ; J.-F. Adelle, *Le monopole bancaire constitue-t-il une restriction excessive aux crédits syndiqués en France ?*, RDBF, mars-avril 2005, p. 53. G. Parléani, *La localisation des services financiers*, Mél. Stoufflet, LGDJ, 2001, p. 279 et s.

<sup>5</sup> Article 3 du Code civil : « Les lois de police et de sureté obligent tous ceux qui habitent le territoire ».

<sup>6</sup> En matière bancaire, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a longtemps adopté une conception dualiste du monopole bancaire estimant que celui-ci visait non seulement à garantir la stabilité du système financier mais également à protéger l'intérêt des déposants ou des emprunteurs. En écartant la sanction de la nullité des contrats conclus en violation du monopole bancaire, il a pu être considéré que l'Assemblée plénière avait consacré une conception moniste du monopole bancaire fondée exclusivement sur la protection du système bancaire et financier (sur la problématique du rattachement du monopole bancaire à un ordre public de protection ou à un ordre public de direction, voir : J. Stoufflet, *Le défaut d'agrément bancaire n'entraîne pas la nullité des contrats conclus* - Cass. Ass. Plén., 4 mars 2005, Huber X. c/ Sté Axa Bank et a. - RDBF, mai 2005, n° 3, étude 7.3 ; D. Martin et H. Synvet, *Chron. dr. Bancaire D.* 2006. 155). En matière de services d'investissement, la dimension de protection des investisseurs attachée au monopole est évidente et rappelée dans la Directive MIF.

<sup>7</sup> Articles L. 571-1, L. 571-3, L. 573-1 et L. 573-7 du Code monétaire et financier et articles 131-38 et 131-39 du Code pénal. Article 113-2 du Code pénal : « La loi pénale française est applicable aux infractions commises sur le territoire de la République. L'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire ».

<sup>8</sup> J. Stoufflet, S. Durox, *Participation d'un organisme financier étranger à un crédit ouvert en France - Technique contractuelle et réglementation professionnelle*, Mélanges AEDBF France IV, p. 370.

<sup>9</sup> Règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (« Rome I »). Il convient à ce titre de préciser que les règles de conflit de lois prévues par le Règlement de Rome I dans le cadre de contrats transfrontaliers ne sont pas applicables aux lois de police. Dès lors, les règles françaises relatives au monopole bancaire et financier peuvent trouver à s'appliquer, alors même que le contrat en question est soumis à une loi étrangère en application des règles de conflit de lois prévues par le Règlement de Rome I. Ainsi, comme le relèvent deux auteurs, « s'agissant de la méthode de localisation à mettre en œuvre, on soulignera que les règles de rattachement appliquées pour la loi applicable au contrat de prêt sont à écarter. La question posée est celle du champ d'application d'une loi de police au sens de l'article 3 du Code civil et non celle de la *lex contractus*. Alors que la loi du contrat de prêt est, comme pour tout autre contrat, la loi d'autonomie, l'étendue du champ d'application d'une loi de police est déterminée unilatéralement et de manière impérative par cette loi » (J. Stoufflet, S. Durox, *Participation d'un organisme financier étranger à un crédit ouvert en France - Technique contractuelle et réglementation professionnelle*, op. cit., p. 371).



de rattachement d'une opération financière au territoire français ne sont toutefois pas définis par la réglementation, à l'exception notable des activités d'assurance<sup>10</sup>.

Il est ainsi revenu aux tribunaux le soin de préciser ces critères.

Les décisions en cette matière demeurent toutefois relativement peu abondantes, portent principalement sur des opérations de banque, et plus particulièrement sur des opérations de crédit, et ne permettent pas de dégager de critère unique ou un ensemble de critères strictement établis en la matière.

Les juridictions françaises ont en effet recours à un test multicritères, basé sur une analyse *in concreto* de chaque situation. La détermination de la localisation d'une opération dépend ainsi d'un ensemble de critères qu'il est nécessaire de prendre en considération dans leur globalité, et dont l'appréciation relève souverainement des juges du fond ; ces critères et leur classification laissant, par conséquent, une place importante à l'interprétation.

Il ressort toutefois de l'examen de la jurisprudence rendue en la matière que, dans le cadre de l'analyse du faisceau d'indices adopté par les tribunaux, certains critères peuvent constituer des éléments premiers de rattachement de l'opération ou de la prestation au territoire français (1.1) ; les autres critères pouvant apparaître plus secondaires (1.2).

## **1.1 - Principaux critères de rattachement des services financiers au territoire français dégagés par les tribunaux**

Trois critères sont fréquemment retenus par les tribunaux et avancés par la doctrine comme facteurs essentiels pour soumettre une opération ou une prestation réalisée par un prestataire étranger à la réglementation française sur le monopole bancaire et financier. Il s'agit principalement de l'exécution de la prestation caractéristique du service considéré sur le territoire français (1.1.1) et de l'initiative de l'établissement de la relation d'affaires (1.1.2).

Le troisième critère, relatif à la formation du contrat en France, sera également discuté (1.1.3).

---

<sup>10</sup> Aux termes du premier alinéa de l'article L. 310-10 du Code des assurances, « il est interdit de souscrire une assurance directe d'un risque concernant une personne, un bien ou une responsabilité situé sur le territoire de la République française auprès d'entreprises étrangères autres que celles visées à l'article L. 310-2 ». Le champ territorial du monopole en matière assurancielle est défini au regard du lieu de situation du risque. Les articles L. 310-4 et L. 310-5 du Code des assurances précisent les conditions dans lesquelles un assureur est considéré comme exerçant ses activités en France (critère du lieu où est situé le risque garanti ou du lieu de l'engagement) et doit ainsi être soumis à agrément. Nous n'aborderons donc pas dans les développements qui suivent les critères de location des activités d'assurance.



### 1.1.1 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique

La prépondérance du critère du lieu d'exécution de la prestation semble pour de nombreux auteurs la plus appropriée et justifiée au regard de la finalité du monopole bancaire et financier<sup>11</sup>.

Ce critère semble par ailleurs être considéré comme déterminant par différentes autorités ou institutions.

Un rapprochement peut en effet être opéré avec la position de la Commission bancaire sur la localisation de l'exécution des services bancaires et financiers en ligne, selon laquelle il convient à cette fin de « *rechercher le lieu d'accomplissement de la prestation caractéristique du contrat* »<sup>12</sup>.

Il en est de même s'agissant de la position de la Commission européenne sur le champ d'application de la libre prestation de services, laquelle précise qu'« afin de déterminer le lieu où une activité est exercée, il convien[t] de déterminer le lieu où est fournie ce qu'on peut appeler la « *prestation caractéristique* » du service, qui est la prestation essentielle, pour laquelle le paiement est dû »<sup>13</sup>.

La prépondérance du critère de la prestation caractéristique pourrait présenter par ailleurs un avantage lié à son caractère unitaire qui permet de rattacher une transaction ou un service à un territoire unique<sup>14</sup>.

La reconnaissance du lieu d'exécution de la prestation caractéristique comme critère prédominant du rattachement d'un service au territoire français n'est cependant pas unanime.

On notera ainsi que le rapport sur la libre prestation de services en matière de services d'investissement approuvé par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (« CECEI ») le 20 novembre 1998 estime que, s'agissant spécifiquement des services d'investissement, le critère du lieu de la prestation caractéristique ne serait pas pertinent dans la plupart des cas pour déterminer l'exercice d'une activité en libre prestation de services sur le territoire d'un autre État membre de l'EEE<sup>15</sup>. Le CECEI lui préfère alors le critère de l'établissement par le prestataire d'une

---

<sup>11</sup> V. not. J. Stoufflet, S. Durox, *Participation d'un organisme financier étranger à un crédit ouvert en France - Technique contractuelle et réglementation professionnelle*, op. cit., p. 371.

<sup>12</sup> Commission bancaire, « *Internet, quelles conséquences prudentielles ?* », Livre blanc, déc. 2000.

<sup>13</sup> Commission européenne, *Communication interprétative de la Commission - Liberté de prestation de services et intérêt général dans la Deuxième directive bancaire, 20/06/1997, SEC(97) 1193*.

<sup>14</sup> Le caractère unitaire de ce critère doit toutefois être parfois nuancé, plus particulièrement dans le domaine des services d'investissement.

<sup>15</sup> CECEI, Rapport « *La libre prestation de services en matière de services d'investissement* », 20 nov. 1998, p.14.



relation d'affaires sur une base transfrontalière, qui serait plus pertinent. Sur la base de ce critère, une notification de passeport serait requise dès lors que le prestataire montre son intention d'agir sur le territoire d'un État membre autre que celui dans lequel il est établi, c'est-à-dire dès lors qu'il est prêt depuis son État d'implantation à contracter avec des clients ou des contreparties résident sur le territoire d'autres États membres ou à réaliser des opérations sur des marchés établis sur le territoire d'autres États membres.

Enfin, il est raisonnable de reconnaître que si les principes dégagés par la communication interprétative de la Commission européenne et le rapport approuvé par le CECEI susmentionnés en matière d'exercice de la liberté de prestation de services au sein de l'EEE peuvent constituer des éléments utiles pour déterminer les critères pertinents de localisation de la prestation bancaire et financière, ces derniers ne peuvent toutefois être totalement transposables aux règles encadrant l'application territoriale du monopole bancaire et financier, qui poursuit des finalités différentes<sup>16</sup>. Néanmoins, s'agissant spécifiquement des services d'investissement, le critère relatif à l'intention d'agir sur le territoire Français dégagé dans le rapport approuvé par le CECEI susmentionné en matière de liberté de prestation de services demeure à ce jour pour l'AMF un critère prépondérant de localisation de la prestation pour les besoins de l'application des règles françaises relatives au monopole des services d'investissement.

Le groupe de travail du HCJP considère que le critère du lieu d'exécution de la prestation caractéristique est intéressant et devrait lorsque cela est pertinent être mis en avant dans les analyses opérées par les tribunaux. Il convient dès lors de déterminer les conditions dans lesquelles s'appliquerait le critère du lieu d'exécution de la prestation caractéristique pour chaque type de service ou prestation couvert par le monopole, qu'il s'agisse d'opérations de banque (1.1.1.1), d'opérations de mise à disposition et de gestion de moyens de paiement (1.1.1.2), de services d'investissement (1.1.1.3), de tenue de compte-conservation (1.1.1.4) ou de gestion collective (1.1.1.5).

### 1.1.1.1 Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique des opérations de banque

#### (a) Les opérations de crédit

Conformément aux dispositions de l'article L. 313-1 du Code monétaire et financier, « *constitue une*

---

<sup>16</sup> Les règles relatives au monopole bancaire et financier, dont le non-respect est sanctionné pénalement, ont principalement pour objet d'assurer la supervision du système bancaire et financier et impliquent d'obtenir, sous condition du respect d'exigences organisationnelles et prudentielles, un agrément unique valable dans l'ensemble des États membres de l'EEE. Le passeport européen repose quant à lui sur le principe de reconnaissance mutuelle d'un agrément unique au sein de l'EEE et permet d'exercer la liberté de prestation de services sur le territoire des autres États membres de l'EEE sur une base déclarative. L'obligation de notification de l'exercice de la liberté de prestation de services, dont le maintien fut par le passé discuté, a ainsi uniquement pour objet (i) de permettre à l'autorité compétente de l'État membre d'origine d'assurer une surveillance adéquate des activités exercées par les établissements sous sa supervision, (ii) de permettre à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil d'être informée des activités exercées sur son territoire, (iii) d'informer les établissements assujettis sur les règles d'intérêt général applicables dans l'État membre d'accueil, et (iv) d'informer les cocontractants de ces établissements, et notamment les consommateurs, sur les activités régulées exercées par ces établissements au sein de l'EEE et notamment dans l'État membre de résidence du cocontractant.



*une opération de crédit tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement, ou une garantie ».*

Il ressort de l'étude de la jurisprudence et de la doctrine que la mise à disposition des fonds ainsi que le remboursement des fonds sur le territoire français constituent des facteurs essentiels de rattachement d'une opération de crédit au territoire français<sup>17</sup>.

La lecture de ce critère est néanmoins complexe et une lecture *a contrario* ne saurait être pertinente. En effet, le simple fait que ces opérations de mise à disposition et de remboursement des fonds soient réalisées en dehors du territoire français ne devrait pas être suffisant pour écarter à lui seul l'application des règles françaises relatives au monopôle bancaire. Retenir une solution contraire reviendrait à permettre aux établissements étrangers de contourner aisément les règles relatives au monopôle bancaire, en obtenant par exemple de leurs clients résidant en France l'ouverture d'un compte bancaire à l'étranger sur lequel seraient déposées les sommes prêtées et à partir duquel les remboursements seraient réalisés.

#### (i) Les crédits syndiqués

Dans le cadre d'opérations de crédit syndiqué, l'ensemble des participants au *pool* de syndication bancaire ont la qualité de prêteurs à l'égard de l'emprunteur et sont ainsi, pour chacun d'entre eux, engagés personnellement envers ce dernier. En pratique, les sommes prêtées par chacun des participants transitent par les livres de l'agent de crédit, agissant comme mandataire des participants, et sont mises à disposition de l'emprunteur par l'agent de crédit sur le compte de l'emprunteur.

En application du critère du lieu de l'exécution de la prestation caractéristique, chaque participant, qu'il soit français ou étranger, devrait être considéré comme réalisant une opération de crédit en France dès lors que les fonds prêtés sont mis à disposition de l'emprunteur sur son compte en France, et ce quand bien même l'agent de crédit ne serait pas établi en France.

#### (ii) Les sous-participations

Dans le cas d'une sous-participation, un sous-participant intervient en faveur d'un prêteur

---

<sup>17</sup> W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, op. cit., n°172, p. 108; J.-F. Addelle, *Le monopole bancaire constitue-t-il une restriction excessive aux crédits syndiqués en France ?*, RDBF 2005, p. 53 ; Cass. com., 9 avr. 2002, n° 99-21500 ; Cass. plén., 4 mars 2005, n° 03-11725, JCP G, 2005, II, 10062, concl. R. de Gouttes ; JCP E, 2005, p. 766, note Th. Bonneau ; RDBF, 2005, n°118, obs. F.-J. Crédot et Y. Gérard, *Banque & Droit*, 2005, n°101, p. 69, obs. Th. Bonneau ; Cass. crim., 17 septembre 2002, n° 01-87702.



pour assurer en totalité ou en partie son refinancement ou pour le garantir en cas de défaillance de l'emprunteur. Cette sous-participation peut intervenir dans les mêmes conditions en faveur d'un participant à un pool de syndication bancaire et prendre ainsi la forme d'une syndication indirecte<sup>18</sup>.

Dans cette hypothèse, le sous-participant n'acquiert pas la qualité de prêteur à l'égard de l'emprunteur. Il réalise en revanche une opération de crédit au bénéfice du prêteur principal, qui demeure seul cocontractant de l'emprunteur. Par conséquent, il conviendra de localiser le lieu où les fonds du sous-participant sont versés au prêteur principal afin de déterminer si cette opération peut être localisée en France. Le lieu de localisation du prêt principal ne devrait en revanche pas être pris en considération dans le cadre de cette analyse.

### (iii) Les cessions de créance

En droit français, les cessions de créance sont qualifiées d'opérations de crédit lorsqu'elles portent sur une créance non échue<sup>19</sup>. En effet, dans ce cas, le cessionnaire devient fournisseur de crédit au cédant en lui consentant une avance de fonds, compte tenu du caractère non échue de la créance cédée.

L'application du critère de localisation de la prestation caractéristique ne pose pas de difficulté s'agissant de l'opération de cession de créance en elle-même, puisqu'il s'agit du lieu de mise à disposition des fonds au bénéfice du cédant.

Cependant, afin de localiser l'opération dans son ensemble, il conviendra également de déterminer si le prêt sous-jacent et donc la mise à disposition initiale des fonds correspondante à celui-ci a eu lieu en France. En effet, une fois la créance non échue cédée, la banque étrangère devient alors la banque de l'emprunteur, ce qui, dans le cas où la mise à disposition initiale des fonds aurait eu lieu en France, la conduirait à être soumise aux règles françaises relatives au monopole bancaire<sup>20</sup>. L'application de cette réglementation n'aura pas d'effet si le cessionnaire ne fournit aucune prestation bancaire nouvelle au client. En revanche, le monopole aura vocation à s'appliquer dans certaines circonstances, notamment lorsque le prêt initial fait l'objet de tirages postérieurs à la cession de créance.

---

<sup>18</sup> E. Bouretz, *Crédits Syndiqués : sous-participation*, J.-Cl. Banque Crédit Bourse, Fasc. 506.

<sup>19</sup> Voir notamment Cass.crim 20 février 1984, 83-90.738, Bull.crim n°62, RTD Com 1986, 316, obs. Cabrillac et Teyssié, D 1985 IR, 327, obs. Vasseur, mentionné aux tables du recueil Lebon. Il convient de noter que l'article 117 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, a habilité le gouvernement à prendre par ordonnance les mesures tendant à préciser les conditions dans lesquelles des investisseurs du secteur financier, quel que soit le droit qui leur est applicable, peuvent acquérir, par dérogation aux règles mentionnées à l'article L. 511-5 du code monétaire et financier, des créances à caractère professionnel non échues auprès d'établissements de crédit et de sociétés de financement.

<sup>20</sup> W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, op. cit., n° 174, p. 111.



#### (iv) Les engagements par signature

S'agissant des engagements par signature, le critère de rattachement territorial reposant sur le lieu de la mise à disposition des fonds ne semble pas pertinent dans la mesure où les fonds sont mis à disposition d'un tiers qui n'est pas le client de l'établissement de crédit. Le lieu de la prestation caractéristique serait ici plus logiquement le lieu d'émission de la garantie. La jurisprudence ou la doctrine ne semblent toutefois s'être prononcées sur la pertinence de cet élément comme critère de rattachement de ces opérations au territoire français.

#### (b) La réception de fonds remboursables du public

L'opération de réception de fonds remboursables du public se caractérise par la réunion de quatre éléments<sup>21</sup> : (i) la remise de fonds (ii) par un tiers (iii) sur lesquels l'établissement bénéficie du droit d'en disposer pour son propre compte, (iv) cet établissement demeurant astreint à une obligation de restitution.

Ainsi, l'opération caractéristique permettant de localiser l'opération en France apparaît logiquement être le lieu où l'établissement reçoit les fonds du public, dès lors que celle-ci réunit les quatre éléments précités. Par conséquent, si la réception des fonds a lieu en France et en l'absence d'agrément bancaire, la jurisprudence considère qu'il y a violation du monopole bancaire<sup>22</sup>.

#### (c) Les services bancaires de paiement

Le critère du lieu d'exécution de la prestation caractéristique des services bancaires de paiement est étudié *infra* dans le cadre de l'analyse relative au lieu d'exécution des opérations de mise à disposition et de gestion de moyens de paiement (cf. *infra*, § 1.1.1.2).

### **1.1.1.2 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de mise à disposition de la clientèle ou de gestion de moyens de paiement**

Conformément aux dispositions de l'article L. 313-3 du Code monétaire et financier, les opérations de mise à disposition de la clientèle ou de gestion de moyens de paiement comprennent (i) les services bancaires de paiement mentionnés à l'article L. 311-1 du Code monétaire et financier, lesquels devraient en pratique se limiter aujourd'hui, après l'entrée en vigueur de la loi n° 2013-100 du 28 janvier 2013 et de l'ordonnance n° 2009-866 du 15 juillet 2009, à la délivrance de formules

---

<sup>21</sup> T. Bonneau, *Droit bancaire*, LGDJ, 11e éd., 2015, p. 53.

<sup>22</sup> Cass. crim., 22 sept. 2010, n° 09-85665.



de chèques<sup>23</sup>, (ii) les services de paiement visés au II de l'article L. 314-1 du Code monétaire et financier, et (iii) les activités d'émission et de gestion de monnaie électronique.

Les critères pertinents de localisation de ces services ne semblent pas avoir été précisés à ce stade par la jurisprudence.

La détermination du lieu d'exécution de la prestation caractéristique ne devrait toutefois pas poser de difficultés en l'espèce.

Ces opérations et services sont en principe réalisées et doivent être localisées au lieu d'établissement du prestataire, qu'il s'agisse (i) de la mise à disposition de moyens de paiement ou de monnaie électronique, correspondant à l'émission ou à la création du moyen de paiement ou de monnaie électronique, (ii) de la gestion de moyens de paiement (correspondant aux services de caisse) ou de monnaie électronique, (iii) de l'exécution d'opérations de paiement (associées à un compte de paiement ou à l'ouverture d'un crédit) ou encore (iv) de la transmission de fonds.

### 1.1.1.3 Le lieu de la prestation caractéristique des services d'investissement

L'identification de la prestation caractéristique et, plus particulièrement, sa localisation soulèvent un certain nombre de difficultés en matière de services d'investissement qui correspondent très souvent à des prestations immatérielles, délocalisées et/ou fournies à distance, s'inscrivant de plus dans un contexte de fragmentation des systèmes de négociation et des lieux d'exécution favorisée par la Directive MIF<sup>24</sup>.

#### (a) La réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers

Le service d'investissement de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers se caractérise par deux éléments constitutifs : (i) la réception de l'ordre et (ii) sa transmission à un tiers en vue de son exécution.

---

<sup>23</sup> Code monétaire et financier, Dalloz, 7e éd., 2017, note ss. article L. 311-1 ; Th. Bonneau, Droit bancaire, Montchrestien, 2015, 11ème éd. n° 90.

<sup>24</sup> Dans le cadre d'une transaction ou d'une opération, un client bénéficie souvent d'une prestation globale comprenant un ensemble de services d'investissement et/ou connexes impliquant l'intervention successive de différents établissements d'une même entreprise d'investissement ou d'un même groupe (succursales, filiales, sœurs ou mères). Il s'agit dans ce cas d'identifier les services d'investissement fournis le cas échéant (par exemple, lors d'une transaction sur une plateforme de négociation, outre l'exécution d'ordres, un service de réception-transmission d'ordres et éventuellement un service de conseil en investissement. Dans ce contexte et afin de préserver une approche unitaire eu égard au caractère global de la transaction, une solution consisterait à opérer une distinction entre le service principal et les services accessoires qui sont dans la dépendance du service principal. Pour les besoins de la localisation, seul le service principal serait pris en compte.



Le lieu d'exécution par la tierce partie en charge de l'exécution de l'ordre est sans conséquence sur la détermination du lieu de cette prestation de service.

En principe, la prestation sera réputée réalisée dans l'État dans lequel est implanté le récepteur-transmetteur d'ordres<sup>25</sup>.

### (b) L'exécution d'ordres pour le compte de tiers

Le service d'exécution d'ordres pour le compte d'un client consiste dans le fait de conclure des accords d'achat et de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers.

L'entreprise d'investissement peut exécuter l'ordre au moyen de son accès à une plateforme de négociation, accès qui aura été convenu aux termes d'un contrat entre l'entreprise et la plateforme et lorsqu'elle négocie pour compte propre dans le cadre de l'exécution d'ordres des clients.

Le service d'exécution d'ordre pourrait ainsi être considéré comme localisé sur le territoire où est située l'entreprise d'investissement qui fournit ce service.

Le lieu de conclusion de l'accord d'achat ou de vente de l'instrument financier a toutefois pu être considéré comme étant l'un des principaux critères mis en avant pour localiser le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers<sup>26</sup>.

S'agissant des transactions portant sur des instruments admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, ce critère revient à situer le service d'exécution de l'ordre au lieu d'exploitation du marché<sup>27</sup> permettant l'appariement des ordres d'achat et de vente. L'utilisation de ce critère se justifiait pleinement dans un univers encore marqué par l'obligation de concentration des ordres au profit des marchés réglementés dont l'objectif était d'obliger les transactions portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé à être réalisées sur ce marché.

Ce critère devient en revanche moins pertinent dans certaines circonstances. En supprimant l'obligation de concentration dans les États dans lesquels elle existait, la Directive MIF a permis la multiplication des lieux d'exécution vers lesquels un ordre peut être acheminé<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> En ce sens, CECEI, Rapport « La libre prestation de services en matière de services d'investissement », 20 nov. 1998, p.11. V. également en ce sens : AFEI, Services d'investissement et passeport européen - Conditions de la libre prestation de services, Juin 1998, p. 21.

<sup>26</sup> CECEI, Rapport « La libre prestation de services en matière de services d'investissement », op. cit., p.11 ; AFEI, Services d'investissement et passeport européen - Conditions de la libre prestation de services, op. cit., p. 22.

<sup>27</sup> Le lieu d'exploitation de la plateforme de négociation est en principe le territoire où est situé le gestionnaire de la plateforme.

<sup>28</sup> L'ordre peut être exécuté par exemple sur un marché réglementé, un système multilatéral de négociation, auprès d'un internalisateur systématique, ou un teneur de marché ou un autre fournisseur de liquidité.



Cette multiplication des lieux d'exécution s'est accompagnée d'une évolution des techniques (internalisation systématique<sup>29</sup>) et des procédés d'exécution (*smart order router*, *trading algorithmique*) qui a encouragé la fragmentation d'un même ordre en vue de son exécution sur différents lieux d'exécution.

Dans ce nouvel environnement, l'approche consistant à localiser le service d'exécution d'ordres au lieu d'implantation de la plateforme de négociation sur lequel l'ordre est exécuté a perdu une partie de sa pertinence.

La localisation du service d'exécution d'ordres à partir du lieu du système d'exécution du prestataire soulève également un certain nombre de difficultés, tenant notamment aux facilités de délocalisation de tels systèmes et aux possibilités d'offrir aux clients un accès direct aux plateformes de négociation dont le prestataire est membre.

### (c) La négociation pour compte propre

Aux termes de l'article D. 321-1, 3 du Code monétaire et financier, constitue le service de négociation pour compte propre le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses capitaux propres. Cette définition couvre en particulier les activités de teneur de marché, d'arbitragiste et de contrepartiste<sup>30</sup>.

Ces activités peuvent porter sur des transactions réalisées sur une plateforme de négociation ou de gré à gré.

#### (i) Négociation pour compte propre et transaction sur une plateforme de négociation

La Directive MIF requiert en principe un agrément pour les membres de marché ou les teneurs de marché qui négocient des instruments financiers pour compte propre (autre que certains instruments financiers comme les contrats financiers sur matières premières ou sur quotas d'émission).

S'agissant des dispositions applicables aux membres de marché, il convient de rappeler que la directive MIF (1 et 2<sup>31</sup>) ne traite pas du champ d'application territoriale de ces règles, et en particulier de l'application des dispositions en matière d'agrément aux membres d'entreprises de pays tiers (qui n'ont pas de succursales dans l'EEE).

---

<sup>29</sup> Les internalisateurs systématiques sont définis par l'article L. 425-1 du Code monétaire et financier comme des prestataires de services d'investissement qui « de façon organisée, fréquente et systématique » négocient pour compte propre en exécutant les ordres de leurs clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation. L'internalisation systématique n'est pas constitutive d'un service d'investissement. Elle nécessite un double agrément en vue de fournir les services d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et de négociation pour compte propre.

<sup>30</sup> Rapport annuel CECEI, 2009, p 37.

<sup>31</sup> Article 2(1) d.



S'agissant de l'activité de tenue de marché, cette activité semble étroitement liée au marché sur lesquels les titres sont négociés. D'un point de vue pratique, elle requiert une présence permanente sur le marché. D'un point de vue juridique, elle nécessite de conclure, lorsqu'elle s'accompagne d'un apport de liquidité au marché, une convention avec l'entreprise de marché.

La localisation de la prestation caractéristique soulève ici des difficultés comparables à celles relevées s'agissant du service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers (cf. *supra*, § 1.1.1.3(b)).

### (ii) Négociation pour compte propre et transaction de gré à gré

S'agissant des contrats financiers négociés de gré à gré, il convient, aux fins d'identifier la prestation caractéristique du service de négociation pour compte propre, d'opérer une distinction entre, d'une part, le simple fait de se porter contrepartie et d'enregistrer (*booking*) la transaction et, d'autre part, les tâches liées à l'arrangement, à la structuration et à la mise en relation des contreparties<sup>32</sup>. Seules ces dernières tâches qui se rapportent à la conception du contrat financier seraient constitutives d'un service de négociation pour compte propre rendu par un professionnel des marchés<sup>33</sup>.

Une telle approche avait conduit les autorités françaises à admettre, à la fin des années 90, la pratique dite du « *passive booking* » autorisant une entité établie en dehors de l'EEE (réglementée ou non réglementée) à se porter, à titre habituel, contrepartie de contrats financiers sans être soumise au monopole prévue à l'article L. 531-10 du Code monétaire et financier dès lors qu'elle n'a fourni aucune prestation d'ingénierie et dans des circonstances où l'arrangement et la structuration de l'opération auraient été effectuées par un prestataire de services d'investissement dûment habilité. Cette approche a été maintenue postérieurement à l'entrée en vigueur de la Directive MIF<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> A. Caillemer du Ferrage et A. Duhamel, *Monopole des prestataires de services d'investissement et produits dérivés négociés de gré à gré*, *Banque & Droit*, n° 76, mars-avril 2001, p. 3.

<sup>33</sup> Interrogé sur le champ du service d'investissement de négociation pour compte propre dans le cadre des débats parlementaires en 1996 entourant la transposition en droit interne de la directive sur les services d'investissement, le ministre de l'économie et des finances avait estimé que « c'est le fait de monter une négociation, de la rendre possible en rapprochant les contreparties et d'en déterminer le cas échéant les conditions en lieu et place de ces contreparties, qui constitue un service d'investissement. Toute entreprise, tout opérateur même s'il est installé en dehors de l'Espace économique européen, peut être, sans aucun agrément particulier, contrepartie d'une opération réalisée avec un français » (JO, Débats AN, 2e séance 29 mai 1996, p. 3606).

<sup>34</sup> Cette doctrine a été confirmée par le CECEI postérieurement à la transposition en droit interne de la Directive MIF. Voir, CECEI, *Rapport annuel 2009*, p. 38 : « l'obtention préalable du statut de prestataire de services d'investissement n'est pas requise lorsqu'une personne, résidente ou non d'un des États de l'Espace économique européen, intervient directement pour son propre compte, comme contrepartie dans des opérations de gré à gré ; en revanche, si une telle personne utilise les services d'un intermédiaire européen pour conclure en France des transactions sur instruments financiers, ce dernier doit disposer d'un statut lui permettant d'exécuter les opérations prévues aux points 1 et 2 de l'article L. 321-1 du Code ».



#### (d) La gestion de portefeuille pour le compte de tiers

La gestion de portefeuille pour le compte de tiers est définie comme le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers<sup>35</sup>.

La caractérisation du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers suppose que la personne à qui la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers a été confiée dispose d'un pouvoir discrétionnaire dans le cadre des décisions d'investissement ou de désinvestissement, ce pouvoir s'exerçant dans les limites définies dans le contrat de mandat. Le gérant-mandataire initie l'ensemble des transactions (en les exécutant lui-même ou en confiant l'exécution à un tiers) en l'absence d'instruction du propriétaire des instruments financiers<sup>36</sup>.

Il ne fait aucun doute que la prise des décisions d'investissement et de désinvestissement constitue le cœur de l'activité du gérant de portefeuille<sup>37</sup>. La réalisation de cette prestation en France devrait logiquement entraîner la soumission du gérant concerné aux règles françaises relatives au monopole des services d'investissement<sup>38</sup>.

La localisation du lieu d'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement du gérant devrait être indifférente dans l'hypothèse où cette exécution est confiée à un tiers<sup>39</sup>. De la même façon, la localisation du compte sur lequel sont inscrits les instruments financiers entrant dans la composition du portefeuille dont le gérant assure la gestion ne nous semble pas être un critère pertinent pour localiser l'activité de gestion de portefeuille. La gestion de portefeuille et la tenue de compte sont en effet deux prestations distinctes, le plus souvent rendues par des prestataires

---

<sup>35</sup> Article D. 321-1 du Code monétaire et financier.

<sup>36</sup> Sur la qualification de l'exécution automatisée d'ordres par des plateformes de trading automatisées en un service de gestion de portefeuille, voir : AMF sanct., 26 oct. 2015, note M. Storck, *Bulletin Joly Bourse*, n° 1, janvier 2016, p. 12.

<sup>37</sup> CECEI, Rapport « La libre prestation de services en matière de services d'investissement », *op. cit.*, p.11 ; AFEI, *Services d'investissement et passeport européen - Conditions de la libre prestation de services*, *op. cit.*, p. 22.

<sup>38</sup> Il est toutefois à noter que le rapport au CECEI approuvé par le Comité le 20 novembre 1998 portant sur la libre prestation de services (*op.cit*) écarte le critère de la localisation des décisions d'investissement pour lui préférer celui du lieu vers lequel le gérant a la charge d'adresser au client les documents périodiques et occasionnels qui tiennent à la réalisation de la prestation (documents contractuels, documents d'information, etc.), ces éléments caractérisant le lien fiduciaire passé entre le mandant et le mandataire. Néanmoins, ce raisonnement semble difficilement transposable en matière de monopole. Le rapport précité considère en effet que le critère de la localisation des décisions d'investissement reviendrait à dénier tout effet utile à la libre prestation de services dans la mesure où les décisions d'investissement sont souvent prises par le gestionnaire sur son lieu d'implantation. Ces considérations n'ont toutefois pas lieu d'être s'agissant de l'application des règles françaises relatives au monopole des services d'investissement.

<sup>39</sup> L'exécution par un gérant de ses propres décisions d'investissement relève du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et non du service d'exécution d'ordres (voir en ce sens, article D. 321-1 2° du Code monétaire et financier).



distincts, le choix par le client du lieu d'ouverture de son compte étant dans cette hypothèse un élément qui échappe au pouvoir et à la volonté du gérant<sup>40</sup>.

#### (e) Le conseil en investissement

Les juridictions ou autorités compétentes françaises n'ont pas encore eu l'opportunité de trancher la question du critère pertinent de rattachement territorial de l'activité de conseil en investissement.

La prestation de conseil en investissement est caractérisée par (i) l'élaboration du conseil en investissement et (ii) la communication de ce conseil au client.

Deux approches pourraient être possibles en matière de localisation.

La première est de retenir une approche identique à celle retenue en matière de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, et de considérer que l'élaboration du conseil en France pourrait logiquement entraîner la soumission du prestataire concerné aux règles françaises relatives au monopole des services d'investissement. En revanche, dans l'hypothèse où l'élaboration du conseil est réalisée hors de France, cette solution militerait pour ne pas la soumettre à la réglementation française, la communication de ce conseil au client n'étant qu'un élément secondaire.

Cette communication « *ne traduirait que la nécessité pour l'établissement de communiquer avec son client où qu'il se trouve, et non le fait que la banque exécuterait le contrat sur le territoire français* »<sup>41</sup>.

Dans une seconde approche, l'élément caractéristique de l'activité de conseil en investissement serait la communication du conseil au client, dans la mesure où, tant que la recommandation n'est pas communiquée, la prestation de conseil en investissement n'est pas constituée (contrairement à la prestation de gestion de portefeuille, pour laquelle le gestionnaire n'a pas à communiquer avec son client préalablement à toute décision d'investissement).

Une telle approche nous semble avoir été retenue par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») qui a souligné, s'agissant des conseillers en investissements financiers, que « *sous réserve de l'appréciation des tribunaux sur la question de la localisation de l'activité de conseil, l'AMF considère que la réglementation française n'a pas lieu de s'appliquer lorsque les conseils sont exclusivement fournis à des personnes résidant à l'étranger, à moins que ces personnes ne se déplacent sur le territoire français pour recevoir lesdits conseils* »<sup>(42)</sup>. Ainsi, la présence du client en France lors de la réception du conseil en investissement pourrait justifier le rattachement de ce service à la juridiction française, sous réserve de confirmation jurisprudentielle de cette interprétation.

---

<sup>40</sup> Pour une opinion contraire, rangeant la localisation du compte parmi les critères permettant de localiser le service de gestion de portefeuille : W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, op. cit., n° 181, p. 119.

<sup>41</sup> W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, op. cit., n°182, p.120.

<sup>42</sup> Position AMF n° 2006-23, *Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers*, n° 1.4.



#### (f) Le placement garanti ou non garanti et la prise ferme

Le service de placement est défini comme le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers. Le placement est dit « garanti » lorsque le prestataire de services d'investissement garantit un montant minimal de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou à acquérir les instruments financiers non placés. En l'absence d'une telle garantie, le service de placement est qualifié de « simple » ou « non garanti ».

Le service de placement est caractérisé par deux éléments constitutifs : le premier a trait à l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers ; le second résulte de la recherche, qu'elle soit directe ou indirecte, de souscripteurs ou d'acquéreurs pour les besoins du service rendu à l'émetteur ou au cédant<sup>43</sup>.

La localisation de l'exécution du service de placement pourrait donc théoriquement être rattachée (i) au lieu d'établissement de l'émetteur, à qui le service est rendu en contrepartie de la rémunération et/ou (ii) au lieu à partir duquel le prestataire recherche des souscripteurs.

Notons qu'il peut être avancé comme critère de localisation de la prestation caractéristique le lieu de situation des souscripteurs dont la recherche par le prestataire constitue la finalité de la prestation rémunérée<sup>44</sup>.

Le lieu d'émission de la garantie, bien qu'elle soit l'accessoire du service principal si l'on s'en tient à la définition du placement garanti donnée par le Code monétaire et financier, pourrait également être pris en compte en raison de l'importance que revêt un tel engagement pour l'émetteur.

La localisation de la prestation caractéristique du service de placement est en pratique d'autant plus délicate à appréhender qu'en pratique, dans le cadre d'émissions revêtant un caractère international, les agents placeurs ont très souvent recours à des filiales ou succursales situées dans des juridictions différentes où sont localisés les souscripteurs ou acquéreurs potentiels. Dans ce cas, si l'accent est mis sur la recherche de souscripteurs, la localisation du service pourrait alors être localisé dans les différents lieux où sont situés les placeurs (y compris leurs succursales) ayant signé un mandat de placement avec l'émetteur.

---

<sup>43</sup> Position AMF n° 2012-08 Placement et commercialisation d'instruments financiers ; Délimitation des services d'investissement, Revue CMF, n° 3, p. 14.

<sup>44</sup> CECEI, Rapport « La libre prestation de services en matière de services d'investissement », 20 nov. 1998, p.11 ; AFEI, Services d'investissement et passeport européen - Conditions de la libre prestation de services, op. cit., p. 22: « la prestation caractéristique en matière de placement est constitué par la recherche de souscripteurs puisque c'est pour cette prestation que le placeur reçoit une rémunération de l'émetteur. Dès lors, le groupe considère que l'activité devrait être réputé accomplie dans le ou les États dans lesquels sont établis le ou les souscripteurs » (AFEI, Services d'investissement et passeport européen - Conditions de la libre prestation de services, op. cit., p. 22).



Le service de prise ferme est quant à lui défini comme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, en vue de procéder à leur vente. Si le prestataire agit en son nom et pour son compte, la finalité de l'opération qui constitue son élément caractéristique, est bien le placement des instruments financiers<sup>45</sup>. Les développements ci-dessus relatifs au service de placement devraient trouver également à s'appliquer au service de prise ferme.

#### **1.1.1.4 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de tenue de compte-conservation**

La tenue de compte-conservation est un service connexe aux services d'investissement<sup>46</sup> et ne relève pas de ce fait du monopole prévu à l'article L. 533-10 du Code monétaire et financier couvrant uniquement les services d'investissement.

Néanmoins, conformément aux dispositions de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier, l'exercice de cette activité en France est, sauf exception, réservée à des prestataires établis en France et soumis aux règles d'agrément applicables aux établissements de crédit ou aux prestataires de services d'investissement, ainsi qu'à des prestataires établis à l'étranger soumis dans leur état d'origine à des règles d'exercice de l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers et de contrôle équivalentes à celles en vigueur en France. Les prestataires étrangers visés ici devraient, à la lecture des travaux parlementaires portant sur la loi de sécurité financière n°2003-706 du 1er août 2003<sup>47</sup>, être limités aux prestataires établis dans un état membre de l'EEE.

Il ressort des dispositions de l'article 322-3 du Règlement général de l'AMF que l'activité de tenue de compte-conservation consiste (i) à inscrire dans un compte-titres les titres financiers au nom de leur titulaire, (ii) à conserver les avoirs correspondants, en ouvrant un ou plusieurs comptes auprès d'un autre teneur de compte conservateur, de l'émetteur ou du dépositaire central lorsque les titres sont admis chez un dépositaire central et (iii) à traiter les événements intervenants dans la vie des titres financiers conservés.

Si la jurisprudence ne semble pas s'être prononcée sur le sujet, il apparaît pertinent de retenir le lieu du compte-titres ouvert au nom du client comme lieu d'exécution de la prestation caractéristique.

C'est en effet l'inscription en compte qui permet de reconnaître les droits du titulaire sur les titres financiers concernés. Par ailleurs, le teneur de compte se doit d'inscrire dans le compte-titres les avoirs correspondants aux titres financiers conservés auprès d'un dépositaire central ou d'un autre

---

<sup>45</sup> T. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers, Economica*, 3e éd., 2010, p. 284.

<sup>46</sup> Article L. 321-2 du Code monétaire et financier.

<sup>47</sup> V. not. Rapport du sénateur Marini (Rapport n° 206, Tome I, p. 248).



teneur de compte, ainsi que les événements et opérations portant sur ces titres<sup>48</sup>. L'ensemble des prestations réalisées fait ainsi l'objet d'un enregistrement comptable sur le compte-titres, lequel constitue de ce fait l'objet essentiel de l'activité du teneur de compte conservateur.

A ce titre, le fait que, dans le cadre de son activité de conservation des avoirs, le teneur de comptes soit amené, notamment lorsque l'émetteur du titre concerné est situé à l'étranger, à ouvrir un ou plusieurs comptes auprès d'autres teneurs de comptes, de dépositaires centraux et/ou d'émetteurs situés à l'étranger, n'a pas pour effet de délocaliser la prestation rendue au client portant sur le compte-titres.

### 1.1.1.5 - Le lieu d'exécution de la prestation caractéristique en matière de gestion collective

En matière de gestion collective, il convient d'opérer une distinction entre, d'une part, la commercialisation des placements collectifs<sup>49</sup> sur le territoire français et, d'autre part, la gestion de ces placements collectifs.

#### (a) La commercialisation des placements collectifs

Si elle s'accompagne le plus souvent de la fourniture d'un ou de plusieurs services d'investissement, la commercialisation de placements collectifs ne constitue pas en soi une activité réglementée. L'offre ou le placement en France de placements collectifs est soumise en elle-même (indépendamment des services d'investissement pouvant être fournis à cette occasion) à un régime de supervision exercée par l'AMF et consistant en un régime d'agrément, d'autorisation préalable ou de simple notification en fonction de la catégorie juridique du placement collectif, de son lieu d'établissement et de celui de sa société de gestion, ainsi que de la nature des investisseurs à laquelle l'offre est susceptible d'être adressée (<sup>50</sup>).

Au-delà de la diversité des régimes applicables, l'AMF a adopté une définition uniforme de la notion de commercialisation s'inspirant des dispositions de l'article 4, 1, x) de la Directive AIFM<sup>51</sup> : « *sur ce*

---

<sup>48</sup> V. not. *Instruction AMF n° 2000-01 - Nomenclature des comptes de titres financiers et leurs règles de fonctionnement.*

<sup>49</sup> Aux termes de l'article L. 214-1 du Code monétaire et financier, « constituent des placements collectifs : 1° Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières agréés conformément à la directive 2009/65/ CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, dits « OPCVM » ; 2° Les fonds relevant de la directive 2011/61/ UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, dits : « FIA » ; 3° Les placements collectifs autres que ceux mentionnés aux 1° et 2°, dits : « Autres placements collectifs ». »

<sup>50</sup> Voir les articles L. 214-1-1, L. 214-2-2, L. 214-3 et L. 214-24-1 du Code monétaire et financier. On relèvera que les FIA de type fermé relèvent également des règles prévues aux articles L. 411-1 et suivants applicables en matière d'offre au public de titres financiers.

<sup>51</sup> *Position AMF n° 2014-04 - Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France.*



*fondement, il est considéré que constitue une « offre » ou un « placement », au sens de l'article 4, 1, x) de la directive 2011/61/UE, de parts ou actions de FIA leur présentation par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) en vue d'inciter un investisseur à le souscrire ou l'acheter.*

*La même définition doit être retenue en ce qui concerne les parts ou actions d'OPCVM. Dans ces conditions, l'acte de commercialisation de parts ou actions d'OPCVM ou de FIA consiste en leur présentation sur le territoire français par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) en vue d'inciter un investisseur à le souscrire ou l'acheter. Lorsque des parts ou actions d'OPCVM ou de FIA ont fait l'objet d'un acte de commercialisation tel que défini ci-dessus, ces parts ou actions sont considérées comme commercialisées en France tant que des investisseurs auprès desquels une commercialisation en France est intervenue sont actionnaires ou porteurs desdits OPCVM ou FIA ». L'AMF prévoit également un certain nombre d'hypothèses dans lesquelles le fonds d'investissement ne sera pas réputé être commercialisé en France, alors même qu'il est souscrit par des investisseurs français.*

La Position AMF contient ainsi des indications précises permettant de caractériser ou au contraire d'exclure l'existence d'un acte de commercialisation sur le territoire français.

#### (b) La gestion de placements collectifs

L'activité de gestion collective n'est pas constitutive d'un service d'investissement et ne relève pas de ce fait du monopole prévu à l'article L. 531-10 du Code monétaire et financier, qui ne saurait être étendu à des services qui ne sont pas qualifiés de services d'investissement par la loi<sup>52</sup>.

Il n'en demeure pas moins que son exercice en France est, sauf exception, réservé à des sociétés de gestion de portefeuille dûment agréées par l'AMF aux termes de l'article L. 532-9 du Code monétaire et financier ; le fait de gérer des fonds d'investissement alternatifs sans y avoir été autorisé au préalable par l'AMF étant passible de sanctions pénales sur le fondement de l'article L. 573-1 I bis du Code monétaire et financier<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Nous n'aborderons dans les développements qui suivent que les seules problématiques ayant trait à la localisation sur le territoire français de la gestion des organismes de placement collectif (OPCVM ou FIA), à l'exclusion des questions relatives à la commercialisation en France de parts et actions d'organismes de placement collectif (sur cette dernière problématique, cf. *infra* § 2.1).

<sup>53</sup> « Est puni de trois ans d'emprisonnement et de 375 000 € d'amende le fait, pour toute personne physique, de gérer un FIA mentionné au II ou aux 1° et 2° du III de l'article L. 214-24 sans y avoir été autorisée dans les conditions prévues à l'article L. 532-9. » On citera également l'article L. 231-3 du Code monétaire et financier aux termes duquel « est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 750 000 euros le fait de diriger en droit ou en fait un organisme qui procède à des placements collectifs en valeurs mobilières sans avoir été agréé ou qui poursuit son activité malgré un retrait d'agrément ». Ce dernier texte recèle un certain nombre de difficultés d'interprétation. On peut en effet se demander s'il vient sanctionner la commercialisation non autorisée de placements collectifs en France ou le seul défaut d'agrément de l'organisme de placement collectif lui-même.



A l'instar du service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, le lieu à partir duquel sont prises les décisions de gestion devrait être le critère déterminant en vue de localiser l'activité de gestion collective. Il ne saurait toutefois s'agir d'un critère unique.

La gestion collective se distingue en effet de la gestion individuelle en ce qu'elle implique la constitution d'un véhicule *ad hoc* de placement, doté ou non de la personnalité morale<sup>54</sup>, ayant vocation à recueillir les fonds levés auprès des investisseurs et à détenir les investissements réalisés pour le compte de ces derniers.

Ainsi, sans préjudice de l'existence d'une commercialisation sur le territoire qui serait soumise aux règles exposées au paragraphe a) ci-dessus, la constitution d'un véhicule de placement collectif en France déclenche l'obligation pour son gestionnaire de disposer d'un agrément en France ou dans l'un des États membres de l'EEE. Les critères de localisation de la gestion de placements collectifs sont donc doubles.

### 1.1.2 - L'initiative de l'établissement de la relation d'affaires

Au regard des finalités du monopole bancaire et financier<sup>55</sup>, il pourrait être considéré que, dès lors qu'un service bancaire ou financier a été fourni par un établissement étranger à un résident en France, non pas à l'initiative de ce dernier, mais après avoir été sollicité sur le territoire français par l'établissement étranger ou par l'intermédiaire d'un tiers agissant pour son compte, les règles françaises relatives au monopole bancaire et financier devraient trouver à s'appliquer, et ce quand bien même l'opération n'aurait aucun autre lien de rattachement avec le territoire français (contrat soumis à une législation étrangère, formation et exécution de la prestation à l'étranger, etc.).

La pertinence d'un tel critère est débattue en doctrine.

Cette réserve sur la pertinence de ce critère semble partagée par la Commission européenne<sup>56</sup> et le CECEI<sup>57</sup> s'agissant de la détermination du critère de déclenchement de l'obligation de notification d'exercice de la liberté de prestation de services au sein de l'EEE. Le critère de la sollicitation active

---

<sup>54</sup> En vertu de l'article 1 (3), les OPCVM « peuvent revêtir la forme contractuelle (fonds communs de placement gérés par une société de gestion) ou de trust (unit trust) ou la forme statutaire (société d'investissement) ». La qualité d'OPCVM découle par ailleurs d'un agrément délivré par l'État membre d'origine. Les formes juridiques que peuvent revêtir les FIA ne sont pas définies de façon limitative. En droit interne, la notion d'« Autre FIA » visée à l'article L. 214-24 III du Code monétaire et financier recouvre tous les véhicules de placement collectif quelle que soit leur forme juridique remplissent les critères de définition des FIA.

<sup>55</sup> Cf. *supra*, § 0.

<sup>56</sup> Commission européenne, Communication interprétative de la Commission - Liberté de prestation de services et intérêt général dans la Deuxième directive bancaire, 20/06/1997, SEC(97) 1193, p. 8.

<sup>57</sup> CECEI, Rapport « La libre prestation de services en matière de services d'investissement », 20 nov. 1998, p.13.



a ainsi été écarté dans ce cadre en raison des difficultés d'appréciation qui peuvent s'attacher à la recherche d'une sollicitation active d'une clientèle par un prestataire, notamment dans le cadre de relations d'affaires établies à distance. Le rapport du CECEI relève par ailleurs que l'emploi de cette notion pourrait prêter à confusion avec la législation relative au démarchage bancaire et financier, qui ne fait pas l'objet d'une harmonisation au niveau européen.

Toutefois, le groupe de travail estime que, s'il est ainsi possible de débattre du caractère prépondérant ou non du critère de la sollicitation active pour l'application des règles françaises relatives au monopole, ce critère devrait à tout le moins être considéré comme constituant un élément important de rattachement au territoire national.

Ce principe sera par ailleurs prochainement consacré par le législateur, s'agissant spécifiquement de la fourniture de services d'investissement, avec la transposition en droit français de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dite « **Directive MIF II** »), qui prévoit qu'une entreprise établie en dehors de l'EEE pourra fournir un service d'investissement ou un service connexe en France sans agrément dès lors que le client aura déclenché, à sa seule initiative, la fourniture du service considéré, et ce quand bien même l'opération aurait d'autres liens de rattachement avec le territoire français (contrat soumis au droit français, contrat formé en France, etc.) (cf. *infra*, § 2).

Ces dernières solutions ont été consacrées en matière de services d'investissement et de services connexes. En l'absence de précisions apportées par la jurisprudence ou le législateur, il n'y a toutefois pas lieu de penser que l'exclusion *per se* de l'application des règles relatives au monopole dans l'hypothèse où les services sont rendus à l'initiative du client puisse être étendue immédiatement aux autres services financiers. Il est toutefois probable que cette exception nouvelle, consacrée par la loi, entraînera progressivement l'application du même critère à d'autres services financiers que les seuls services d'investissement.

### 1.1.3 La formation du contrat sur le territoire français

En matière bancaire, et plus précisément d'opérations de crédit, la jurisprudence a, au début des années 2000, mis en avant le lieu de formation du contrat comme critère de rattachement de l'opération au territoire français. Cette solution a été dégagée à l'occasion d'une série de contentieux ayant trait à l'octroi de crédits consentis par des établissements étrangers à des résidents français garantis par une hypothèque sur un bien situé en France<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Cass. com., 13 mars 2001, n° 96-20840 ; Cass. com., 4 juin 2002, n° 00-16915, note F.-J. Crédot et Y. Gérard, *RDBF*, 2002, p. 181 ; Cass. com., 7 janvier 2004, n° 01-02481, note F.-J. Crédot et Gérard, *RDBF*, mars-avril 2004, p. 88 et note J. Stoufflet, *JCP E*, 2003, p. 463 ; B. Sousi, *La libre prestation de services, l'agrément bancaire et l'octroi de crédits hypothécaires. Épilogue* : D. 2005, p. 785



La Cour de cassation a systématiquement validé l'analyse des juges du fond consistant à considérer que, dans des circonstances où la convention de crédit avait été conclue à distance, le crédit avait été octroyé en France dès lors que l'offre de crédit avait été « *réceptionnée et acceptée* » sur le territoire français, ce dont il résultait que « *le contrat était devenu parfait en France* ».

Une telle jurisprudence soulève un certain nombre d'interrogations, la première tenant à sa portée au-delà des cas précis visés par les arrêts de la Cour de cassation. En dépit de la généralité des termes employés par la Cour, aucun élément de jurisprudence n'indique qu'une telle solution pourrait être transposée à la fourniture d'autres services financiers.

Par ailleurs, cette solution a également été critiquée sur le fond par la doctrine<sup>59</sup>. Outre le caractère artificiel d'un tel critère qui permet aisément de contourner l'application du monopole en localisant le lieu de formation du contrat hors de France, certains auteurs ont relevé qu'un tel critère de rattachement ne semblait pas conforme aux finalités poursuivies par le monopole bancaire, législation professionnelle dont les finalités sont étroitement liées à la stabilité du système financier<sup>60</sup>.

Par ailleurs, certains ont pu considérer que cette jurisprudence trouvait son fondement dans la théorie de l'émission permettant de déterminer le lieu de formation d'un contrat conclu entre absents et aux termes de laquelle le contrat est réputé formé au lieu où le destinataire d'une offre de contracter a pris la décision de l'accepter et où a été exprimée l'acceptation. L'ordonnance du 10 février 2016 a consacré dans le Code civil la théorie de la réception. En vertu du nouvel article 1121, « *le contrat est conclu dès que l'acceptation parvient à l'offrant. Il est réputé l'être au lieu où l'acceptation est parvenue* ». Désormais, le contrat est donc réputé formé au moment et au lieu où l'acceptation parvient au pollicitant.

L'application mécanique de cette solution jurisprudentielle à des contrats conclus entre absents et portant sur des opérations et services relevant d'un monopole aurait désormais pour effet de conduire à localiser l'opération à l'étranger dès lors que l'offre est réceptionnée en dehors du territoire français<sup>61</sup>.

Une telle conséquence plaide selon le groupe de travail en faveur de l'abandon du critère de la formation du contrat comme élément prépondérant du rattachement d'une opération bancaire au territoire français. Ce critère ne saurait revêtir une importance supérieure à celle des autres critères de rattachement visés au sein du § 1.2.

---

<sup>59</sup> C. Gavalda, J. Stoufflet, *Droit bancaire*, op. cit., p.40 ; W. Sanbar, H. Bouchetemple, *Droit des opérations bancaires et financières transfrontalières*, op. cit., n° 159, p. 99.

<sup>60</sup> Cass. com., 4 juin 2002, n° 00-16915, note J. Stoufflet, *JCP E*, 2003, p.463.

<sup>61</sup> W. Sanbar, *Le monopole bancaire et financier à l'épreuve de la réforme du droit des contrats et du nouveau dispositif MFID et MiFIR*, *Banque & Droit*, n° 170, novembre-décembre 2016, p.11 et s.



## 1.2 - Autres critères de rattachement des services financiers au territoire français

En complément des principaux critères analysés ci-dessus de localisation de la prestation, un certain nombre d'autres critères sont utilisés par la jurisprudence dans le cadre d'une analyse reposant sur un faisceau d'indices, à savoir notamment :

- le lieu de résidence ou du siège du client ;
- la loi applicable au contrat régissant le service en question ;
- le lieu de localisation des actifs du client ;
- l'intervention d'un garant français ;
- la devise utilisée ;
- s'agissant des opérations de crédit, le lieu de situation des biens financés ;
- le lieu d'accomplissement des formalités de due diligence sur le client ;
- le lieu de négociation du contrat.

Cependant, le rôle attribué à ces critères est débattu. En effet, ceux-ci ne sont généralement relevés que de façon succincte dans les décisions des tribunaux français et il est ainsi difficile de déterminer leur incidence dans les décisions rendues par les juges. Il est en revanche établi que ces critères n'ont pas de rôle premier dans la localisation d'une prestation de service financier en France, à l'exception du critère du lieu de résidence ou du siège du client, qui devrait selon l'AMF être prépondérant en matière de localisation des services d'investissement.



## 2 – L'utilisation de dérogation légales à l'obligation de disposer d'un agrément pour intervenir sur le territoire français

### 2.1 La « *reverse solicitation* » applicable en matière de services d'investissement et de commercialisation d'OPCVM ou de FIA

L'article 42 de la Directive MIF II et l'article 46 (5) alinéa 3 le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dit « MIFIR »), dont l'application en droit français a été fixée au 3 janvier 2018, autorisent expressément une entreprise de pays tiers à l'UE à offrir un service d'investissement à un client situé sur le territoire d'un État membre de l'UE, sans être tenu de disposer de l'agrément requis par cet État pour réaliser ledit service ou exercer ladite activité, à la condition que le client ait déclenché, à sa seule initiative, la fourniture de la prestation considérée.

L'article L. 532-51 du Code monétaire et financier, dont l'entrée en vigueur est différée au 3 janvier 2018, transpose les dispositions de l'article 42 de la Directive MIF II en excluant l'application des dispositions du Code monétaire et financier imposant aux entreprises de pays tiers souhaitant pouvoir fournir des services d'investissement et des services connexes à des clients professionnels ou non sur le territoire français « *lorsque les services d'investissement ou les services connexes sont fournis [...] à l'initiative exclusive du client* ».

Cette exception particulière, usuellement dénommée « *reverse solicitation* » ou « *reverse marketing* », est une notion connue en droit interne et avait déjà été édictée par l'AMF concernant la commercialisation de parts d'OPCVM ou de FIA<sup>62</sup>.

Cette solution ne peut toutefois être considérée comme un mode pérenne de commercialisation. En effet, le développement d'une activité par ce biais est nécessairement limité et ce, pour les deux raisons suivantes :

- d'une part, les textes interdisent à l'entreprise du pays tiers de commercialiser d'autres catégories de produits ou de services d'investissement que ceux pour lesquels le client l'a sollicité <sup>63</sup>;
- d'autre part, la dérogation légale à l'obligation de disposer d'un agrément dans le cadre d'une « *reverse solicitation* » n'existe que pour les services d'investissement et les services connexes ; s'agissant des opérations de banque, cette hypothèse n'est pas expressément prévue par la réglementation bancaire, même si la jurisprudence peut voir dans la commercialisation passive un indice d'extranéité de l'opération.

---

<sup>62</sup> Position AMF n° 2014-04 - Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM et des FIA en France, p. 3 et 4.

<sup>63</sup> L'article L. 532-51 alinéa 2 du code monétaire et financier dispose ainsi qu' « il est interdit à toute entreprise de pays tiers de commercialiser des instruments financiers ou des services d'investissement autres que ceux pour lesquels le client a été à l'initiative de la fourniture, autrement que par l'intermédiaire d'une succursale agréée [...] ».



## 2.2 - Le bénéfice du régime d'équivalence accordé à certains États tiers en matière de services d'investissement et de gestion ou de commercialisation de FIA

Le régime dit des « pays tiers » est envisagé, selon des modalités différentes, par plusieurs directives.

En matière de gestion collective, les articles 37 à 41 de la Directive AIFM prévoient l'extension du régime du passeport européen aux gestionnaires de FIA de pays tiers ayant fait l'objet d'une décision de la Commission européenne, après avis positif de l'ESMA quant à l'absence d'obstacles significatifs dans les législations de ces pays en termes de protection des investisseurs, de perturbation du marché, de concurrence et de suivi du risque systémique, empêchant l'application du passeport à la commercialisation dans les États membres de FIA par des gestionnaires établis dans ces pays tiers<sup>64</sup>.

Dans l'hypothèse où le Royaume-Uni ferait l'objet d'une décision d'équivalence de la part de la Commission européenne, les gestionnaires britanniques pourraient alors valablement créer, gérer et commercialiser leurs fonds auprès de clients professionnels sur le territoire de l'UE, soit en libre prestation de services, soit en libre établissement.

Cela nécessiterait néanmoins que la législation britannique reste proche, après l'entrée en vigueur du *Brexit*, de la réglementation européenne en matière de gestion collective pour pouvoir répondre aux critères que l'ESMA est chargée d'évaluer, et que la Commission européenne accepte politiquement cette reconnaissance.

Par ailleurs, s'agissant des services d'investissement, la Directive MIF II et le règlement MIFIR ont établi un cadre réglementaire harmonisé régissant les conditions d'accès des entreprises de pays tiers aux territoires des États membres de l'UE, selon les principes suivants :

- a) les entreprises de pays tiers désirant fournir des services d'investissement dans un État membre de l'UE devront y implanter une succursale agréée par l'autorité compétente de cet État membre<sup>65</sup>.
- b) En revanche, les entreprises situées sur le territoire de certains pays tiers pourront être dispensées de cette obligation s'agissant des services d'investissement et des services connexes fournis à des contreparties éligibles ou des clients professionnels de droit si les conditions suivantes sont réunies<sup>66</sup> :

---

<sup>64</sup> Le 12 juillet 2016, l'ESMA a remis un avis à la Commission européenne concernant l'extension potentielle du passeport AIFM aux gestionnaires de 12 pays tiers à l'UE (Australie, Bermudes, Canada, États-Unis, Îles Caïman, Guernesey, Hong Kong, Japon, Jersey, Île de Man, Singapour, Suisse).

<sup>65</sup> Cf. Directive MIF II, article 39 et nouvel article L. 532-48 I du code monétaire et financier (dont l'entrée en vigueur est différée au 3 janvier 2018), lequel limite toutefois en droit interne l'application de cette exigence d'établir une succursale aux seules entreprises de pays tiers souhaitant fournir en France des services d'investissement ou des services connexes à des clients non professionnels ou des clients qui ont demandé à être traités comme des clients professionnels.

<sup>66</sup> Cf. MIFIR, article 46 et s.



- le pays tiers bénéficie d'une décision de la Commission européenne reconnaissant que les régimes juridique et prudentiel de l'État tiers garantissent le respect, par les entreprises agréées par lui, d'exigences au moins aussi élevées que celles auxquelles sont soumises les entreprises européennes ;
- l'entreprise du pays tiers satisfait à la procédure d'enregistrement dans le registre des entreprises de pays tiers tenu par l'Autorité européenne des marchés financiers.

Enfin, l'ensemble des entités susmentionnées disposeront en outre de la faculté de fournir des services d'investissement, sous le régime du passeport européen, à des contreparties éligibles et des clients professionnels de droit situés dans tous les États parties à l'EEE, sans avoir à y établir de nouvelles succursales<sup>67</sup>.

Ce régime, qui est prévu par un nombre réduit de directives et peut différer d'une directive à l'autre, est peu satisfaisant et potentiellement source d'insécurité juridique, notamment en raison du faible suivi actuel de l'évolution des législations des pays tiers dans le temps. La réflexion sur une révision et une harmonisation de ce régime, ainsi que sa potentielle extension à toutes les activités bancaires et financières, devrait être à terme initiée afin de préciser les contours exacts du régime, ses conditions d'application, la procédure de reconnaissance ainsi que les possibilités de révision d'un tel régime (organisant notamment la possibilité de retirer une reconnaissance d'équivalence).

Comme pour la *reverse solicitation*, la flexibilité potentiellement offerte par ce régime « pays tiers » ne devrait pas constituer une modalité d'exercice en Europe pour la plupart des établissements britanniques, notamment en raison du fait que le Royaume-Uni ne pourra initier une demande de reconnaissance d'équivalence qu'à compter de sa sortie effective de l'Union, ce qui – compte tenu du nécessaire délai d'instruction administrative du dossier – entraînerait, indépendamment de toute volonté politique de l'Union de retarder le processus, une absence de continuité dans la fourniture de services bancaires et financiers par les établissements britanniques sur le continent européen.

---

<sup>67</sup> Cf. dispositions de l'article 47(3) de MIFIR, reprises dans le nouvel article L. 532-50 III du code monétaire et financier (applicable au 3 janvier 2018 ; cf ordonnance n°2017-1107 du 22 juin 2017 relatives aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement).



## 3 – Le régime de l’externalisation

### 3.1 - Le cadre européen

Le recours à l’externalisation fait l’objet d’un encadrement au sein de chacune des directives sectorielles régissant la fourniture de services financiers. Si cet encadrement se caractérise par une forte hétérogénéité (3.1.1), il est toutefois possible de dégager des principes directeurs communs (3.1.2).

#### 3.1.1 L’hétérogénéité du cadre réglementaire européen

##### 3.1.1.1 Externalisation et délégation

Cette hétérogénéité se manifeste, en premier lieu, à travers la diversité des terminologies employées dans les différentes directives. Les directives applicables à la fourniture de services d’investissement<sup>68</sup> et de services de paiement<sup>69</sup> ou régissant les activités d’assurance<sup>70</sup> font ainsi expressément référence à la notion d’« externalisation » ou de « sous-traitance », alors que les directives applicables en matière de gestion d’actifs (Directive OPCVM et Directive AIFM) visent à encadrer le recours aux « délégations de fonctions » consenties par les sociétés de gestion<sup>71</sup> ou les dépositaires<sup>72</sup>.

Si l’encadrement de l’externalisation et de la délégation présente de nombreux traits communs liés à l’existence de problématiques transversales, ces deux réglementations ne sont pas entièrement assimilables compte tenu de la diversité des métiers et des logiques conduisant à recourir aux services d’un prestataire tiers dans le cadre de la fourniture d’un service financier.

##### 3.1.1.2 Degrés d’encadrement de l’externalisation

Le degré d’encadrement de l’externalisation varie d’une directive à l’autre. À cet égard, la Directive

---

<sup>68</sup> Articles 13 (2) et (5) de la Directive MIF (et 2(6), 13, 14 et 15 de la directive d’application 2006/73) et 16 (5) de la Directive MIF II (et articles 2(3), 30, 31 et 32 du Règlement délégué du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II).

<sup>69</sup> Article 19 de la Directive 2015/2366/UE.

<sup>70</sup> Article 49 (1) de la Directive Solvabilité II ; Article 13 de la directive Solvabilité II, définition de la « sous-traitance » : « Un accord, quelle que soit sa forme, conclu entre une entreprise d’assurances ou de réassurance et un prestataire de services, soumis ou non à un contrôle, en vertu duquel ce prestataire de services exécute, soit directement, soit en recourant lui-même à la sous-traitance, une procédure, un service ou une activité, qui serait autrement exécutée par l’entreprise d’assurance ou de réassurance elle-même ».

<sup>71</sup> Article 13 de la Directive OPCVM et article 20 de la Directive AIFM.

<sup>72</sup> Article 22 bis de la Directive OPCVM et article 21 (11) de la Directive AIFM.



MIF<sup>73</sup> et la directive Solvabilité II<sup>74</sup> constituent les modèles les plus aboutis à travers l'existence de mesures de niveaux 1, 2 et 3.

En matière bancaire, l'externalisation n'est pas réglementée en tant que telle au sein de la Directive CRD IV : elle se trouve indirectement encadrée à travers les exigences de substance et les obligations en matière de gouvernance et de contrôle applicables aux établissements de crédit. Les orientations adoptées par le *Committee of European Banking Supervisors* (« CEBS ») le 14 décembre 2006 sur l'externalisation<sup>75</sup> demeurent à ce jour la principale source au niveau européen en la matière<sup>76</sup>.

### 3.1.2 Les principes directeurs communs applicables à l'externalisation et à la délégation

#### 3.1.2.1 Champ des activités pouvant être externalisées/délégées

##### (a) S'agissant de l'externalisation

La réglementation de l'externalisation est bâtie dans les différentes directives sectorielles selon une architecture commune reposant sur une définition générique de la notion d'externalisation, à partir de laquelle est appliquée une logique de cercles concentriques permettant d'adapter le degré d'encadrement en fonction du caractère plus ou moins critique de la fonction externalisée.

De façon générale, la notion d'externalisation recouvre tout accord, quelle que soit sa forme, entre un prestataire assujéti et un prestataire de services, réglementé ou non, en vertu duquel ce prestataire prend en charge un processus, un service ou une activité qui aurait autrement été du ressort de l'entreprise assujéti elle-même.

Le champ des activités pouvant être externalisées n'est pas en soi limité, mais est encadré de façon différente selon que les activités sont importantes ou critiques ou ne revêtent aucun de ces deux caractères. Ainsi, au sein du champ des activités relevant de la définition d'une externalisation, les textes européens opèrent une distinction en fonction de la nature des tâches externalisées permettant de moduler les exigences applicables.

---

<sup>73</sup> Article 13 (5) de la Directive MIF, articles 13 et suivants de la Directive 2006/73/CE portant mesure d'exécution de la Directive MIF et orientations émises par l'ESMA concernant la fonction de conformité et précisant les conditions applicables à l'externalisation d'une telle fonction. On peut également citer les questions - réponses de la Commission européenne relatives à l'interprétation de la Directive MIF (ID 313 ; ID 851 et ID 236).

<sup>74</sup> Article 49 de la Directive Solvabilité II ; article 274 du règlement délégué n°2015/35 et orientations 14, 60 et 62 à 64 des orientations d'EIOPA relatives au système de gouvernance.

<sup>75</sup> CEBS, *Guidelines on outsourcing*, 14 décembre 2006.

<sup>76</sup> L'EBA a publié le 28 octobre 2016 une consultation relative à la gouvernance interne des établissements de crédit qui envisage la problématique de l'externalisation.



A titre d'illustration, la Directive MIF et la directive d'application 2006/73/CE réglementent la seule externalisation des services d'investissement ou de services connexes et des tâches opérationnelles essentielles ou importantes<sup>77</sup>. De la même façon, les lignes directives du CEBS arrêtées en 2006 établissent des principes communs applicables à toute externalisation (Guideline 4.2) tout en prévoyant des exigences renforcées s'agissant des externalisations relatives à des prestations essentielles (Guidelines 4.3) ou nécessitant l'obtention d'un agrément (Guidelines 4.1). De même, dans le secteur de l'assurance, la sous-traitance d'activités ou de fonctions opérationnelles importantes ou critiques fait l'objet de dispositions particulières (article 49(2) et (3) de la directive Solvabilité II).

A l'issue d'une analyse des différentes directives sectorielles, le groupe de travail n'a pas identifié de disposition excluant *a priori* certains services ou activités du champ des activités pouvant faire l'objet d'une externalisation<sup>78</sup>. Les principales limites restreignant la capacité des entreprises et établissements assujettis de recourir à l'externalisation tiennent à l'étendue des externalisations appréciées globalement à l'échelle de l'ensemble des activités menées par ces établissements et à leur capacité de contrôle des activités externalisées.

#### (b) S'agissant de la délégation

Le champ d'application de la réglementation relative aux délégations consenties par les sociétés de gestion relevant de la Directive OPCVM<sup>79</sup> et les gestionnaires relevant de la Directive AIFM<sup>80</sup> couvre

---

<sup>77</sup> Il convient de noter que, si la Directive MIF et la directive d'application 2006/73/CE prévoit expressément que la réglementation relative à l'externalisation s'applique à l'externalisation «de tâches opérationnelles essentielles ou importantes ou de tout autre service ou activité d'investissement» (surligné par nos soins), la Directive MIF II et le règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II ne réglementent que l'externalisation «de fonctions opérationnelles essentielles ou importantes» (cf. considérants 36 et 43 et articles 30 et suivants du règlement délégué (UE) 2017/565). En l'absence de précisions de la part de l'ESMA ou de la Commission, il ne semble pas que cette évolution textuelle ait pour effet d'exclure l'externalisation d'un service d'investissement ou d'un service connexe du champ d'application des règles relatives à l'externalisation ou d'interdire l'externalisation de tels services. L'externalisation de l'ensemble des fonctions opérationnelles essentielles ou importantes composant un service d'investissement ou un service connexe, qui n'est pas interdite à la lecture des articles 30 et suivants du règlement délégué (UE) 2017/565, revient en effet en pratique à externaliser le service d'investissement ou le service connexe considéré. On notera par ailleurs que le considérant 44 du règlement délégué (UE) 2017/565 admet la possibilité d'externaliser un service ou une activité d'investissement en précisant que «l'externalisation de services ou d'activités d'investissements ou de tâches essentielles ou importantes est susceptible d'être considérée comme constituant une modification importante des conditions de l'agrément de l'entreprise d'investissement» (surligné par nos soins). La Directive MIF II ne devrait donc pas à cet égard faire évoluer le champ d'application des règles relatives à l'externalisation tel qu'il était prévu dans la Directive MIF.

<sup>78</sup> Le considérant 18 de la Directive 2006/73/CE portant mesure d'exécution de la Directive MIF précise à cet égard que «les autorités compétentes ne doivent pas accompagner l'agrément accordé pour la prestation de services ou d'activités d'investissement d'une interdiction générale prohibant l'externalisation d'une ou de plusieurs tâches essentielles ou importantes ou de services ou activités d'investissement». Cette précision est reprise au considérant 43 de règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II (sur le champ des activités pouvant faire l'objet d'une externalisation dans le cadre de la Directive MIF II, v. également note de bas de page n°76 ci-dessus).

<sup>79</sup> Article 13 de la Directive OPCVM.

<sup>80</sup> Article 20 de la Directive AIFM tel que complété par les articles 75 à 82 du règlement délégué (UE) n° 231/2013.



l'ensemble des fonctions énumérées en annexe I de chacune de ces deux directives. On relèvera que des exigences renforcées trouvent à s'appliquer lorsque la délégation porte sur la gestion financière ou sur la gestion des risques d'un FIA et sur la gestion des investissements.

Les dépositaires d'OPCVM<sup>81</sup> et de FIA<sup>82</sup> sont par ailleurs uniquement autorisés à déléguer la fonction de garde des actifs, à l'exclusion des fonctions de contrôle et tenant à la gestion du passif et au suivi des liquidités.

### 3.1.2.2 Étendue de l'externalisation ou de la délégation

#### (a) Les directives européennes

Le recours à l'externalisation connaît une limite générale tenant à la substance devant être conservée au sein de l'entreprise délégante assujettie. L'objectif est d'éviter que l'ampleur de l'externalisation soit telle que l'entreprise assujettie devienne « une boîte aux lettres » - pour reprendre la terminologie employée dans les Directives MIF, OPCVM et AIFM - qui serait de nature à remettre en cause les conditions de son agrément.

La notion de substance repose sur un socle d'exigences minimales communes à l'ensemble des directives sectorielles : elle suppose de maintenir *a minima* au sein de l'entreprise assujettie des fonctions effectives de direction (l'administration centrale d'une entreprise assujettie devant être située dans le même État membre que son siège statutaire) et une capacité de contrôles des tâches externalisées.

Ainsi, il résulte de l'article 49(2) de la directive Solvabilité II que l'externalisation d'une activité ou fonction importante ou critique ne doit pas être susceptible de compromettre gravement la qualité du système de gouvernance de l'organisme, d'accroître indûment le risque opérationnel, de compromettre la capacité de contrôle des autorités ou de nuire à la prestation continue d'un niveau de service satisfaisant à l'égard des assurés.

De même, l'article 16(5) de la Directive MIF II impose aux entreprises d'investissement confiant à un tiers l'exécution de tâches opérationnelles essentielles à la fourniture d'un service continu et satisfaisant aux clients et à l'exercice d'activités d'investissement de manière continue et satisfaisante, de prendre des mesures raisonnables pour éviter une aggravation induite du risque opérationnel. L'externalisation de fonctions opérationnelles importantes ne peut pas être faite d'une manière qui nuise sensiblement à la qualité du contrôle interne de l'entreprise d'investissement et qui empêche l'autorité de surveillance de contrôler que celle-ci respecte bien toutes ses obligations<sup>83</sup>.

---

<sup>81</sup> Article 22 bis de la Directive OPCVM.

<sup>82</sup> Article 21 (1) de la Directive AIFM tel complété notamment par les articles 89 (2), 98 et 99 du règlement délégué (UE) n° 231/2013.

<sup>83</sup> V. également, article 31(2) du Règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II.



Au-delà de ce socle, et à l'exception notable de la Directive AIFM<sup>84</sup>, les différentes directives sectorielles ne définissent pas de critères quantitatifs permettant de mettre en balance l'importance respective des activités externalisées et des activités menées en interne afin de caractériser le niveau acceptable d'externalisation. La Directive AIFM oblige également les gestionnaires et les dépositaires de FIA à indiquer aux autorités nationales les raisons objectives justifiant la mise en place d'une délégation<sup>85</sup>.

En l'absence de critères harmonisés permettant une appréciation cohérente au sein des différents États membres, la notion de substance est largement laissée à la discrétion de chacune des autorités nationales.

### (b) La récente doctrine des régulateurs européens

En réaction au Brexit et aux projets de relocalisation d'activités au sein de l'UE envisagés par les établissements financiers britanniques, les régulateurs européens ont récemment apporté un certain nombre de précisions sur l'étendue de l'externalisation ou de la délégation afin notamment d'assurer une harmonisation au niveau européen de l'évaluation de ces accords.

La Banque centrale européenne a ainsi rappelé dans le cadre de questions réponses publiées le 11 avril 2017 l'obligation pour chaque établissement de crédit agréé au sein de la zone euro de disposer d'une capacité locale et indépendante d'exécution des transactions devant être conclues avec un nombre diversifié de contreparties<sup>86</sup>. Appelée à se prononcer sur les accords de back-to-back susceptibles d'être mis en place dans le cadre du *booking* de transactions financières, la Banque centrale européenne a ainsi estimé que :

*“Notwithstanding any temporary arrangements that they may agree on a case-by-case basis with the supervisor, the ECB and the national supervisors expect banks to have sufficient capabilities in place (including local infrastructure, staff and risk management functions) to manage all material risks locally. With specific reference to the “back-to-back booking model”, the ECB and the national supervisors would expect (also after possible transitional arrangements on a case-by-case basis) that a part of all risks is managed locally. For market risk, this might mean eventually establishing permanent local trading capabilities and local risk committees, as well as trading and hedging risks with diversified counterparties. The specific requirements will depend, among other things, on the structure of the*

---

<sup>84</sup> Aux termes de l'article 82 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 complétant la Directive AIFM, les autorités nationales sont notamment invitées à prendre en compte, lorsqu'elles évaluent l'ampleur des délégations consenties, le montant des actifs faisant l'objet d'une délégation rapporté au montant total des actifs sous gestion, la répartition géographique et sectorielle des investissements, la configuration des délégataires, leur zone d'activité et leur structure sociale, et si la délégation est ou non conférée à une entité appartenant au même groupe que le gestionnaire.

<sup>85</sup> Voir articles 20 (1) et 21 (11) de la Directive AIFM. Une même exigence trouve à s'appliquer à l'externalisation de fonctions ou d'activités critiques ou importantes par les organismes d'assurance (orientation 64).

<sup>86</sup> *Procedures for the relocation of banks to the euro area in the context of Brexit.*



*booking model, as well as on the underlying contractual relations and internal arrangements. (...) Banks in the euro area should be capable of managing all material risks potentially affecting them independently and at the local level, and should have control over the balance sheet and all exposures. They should be in a position to respond directly and independently to potential enquiries by the ECB or national supervisors on all activities affecting the bank and provide information swiftly. The governance and risk management mechanisms should be commensurate with the nature, scale and complexity of the business and fully comply with European legislation. Establishing an “empty shell” company would not be acceptable.’*

L’AEMF (ESMA) a de son côté publié le 31 mai 2017 une opinion<sup>87</sup> qui, s’agissant des demandes de relocalisation dans l’UE des entreprises agréées au Royaume-Uni, pose neuf principes pour assurer une convergence des autorités compétentes lors de l’examen des dossiers d’agrément.

Cette opinion contient notamment un principe (*Principle six*) en matière de substance prévoyant que certaines activités et fonctions clés pour le fonctionnement de l’entité (telles que les fonctions de direction) doivent être localisées sur le sol de l’Union européenne et ne peuvent être externalisées hors de l’UE. L’ESMA considère par ailleurs que, dans certaines circonstances propres au secteur d’activité considéré, certaines activités ou fonctions importantes ne peuvent être externalisées sans compromettre l’activité de l’entité et la possibilité pour l’autorité de surveillance d’exercer un contrôle effectif de l’entité. Il s’agit notamment des fonctions clés de direction et de responsables d’activités, du contrôle interne, des infrastructures de contrôle des systèmes informatiques, du contrôle des risques ou de la fonction de conformité.

L’ESMA a dans ce cadre mis en place un « mécanisme de coordination » (*Supervision Coordination Network*) qui, par l’intermédiaire des autorités compétentes, échange sur les demandes de relocalisation, les autorités compétentes conservant néanmoins leur pouvoir d’agrément.

Trois opinions sectorielles de l’ESMA publiées le 13 juillet 2017, concernant les entreprises d’investissement<sup>88</sup>, les plateformes de négociation<sup>89</sup> et la gestion collective<sup>90</sup>, sont par ailleurs venues préciser, pour chaque secteur particulier, les conditions de relocalisation des entreprises établies au Royaume-Uni et plus généralement les conditions d’externalisation de services ou d’activités.

---

<sup>87</sup> ESMA, *Opinion, General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 31/05/2017, ESMA42-110-433.

<sup>88</sup> ESMA, *Opinion to support supervisory convergence in the area of investment firms in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 13/07/2017, ESMA35-43-762.

<sup>89</sup> ESMA, *Opinion to support supervisory convergence in the area of secondary markets in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 13/07/2017, ESMA70-154-270.

<sup>90</sup> ESMA, *Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union*, 13/07/2017, ESMA70-154-270.



Dans son opinion sectorielle portant sur les entreprises d'investissement, l'ESMA précise notamment que les autorités nationales compétentes doivent s'assurer que l'externalisation est justifiée par des raisons objectives et, lorsque celle-ci intervient au sein d'un même groupe, que la sélection de l'entité du groupe auprès de laquelle les fonctions ou services sont externalisés est fondée sur des raisons objectives en dépit des risques de conflits d'intérêts accrus que présente cette externalisation.

Il est de plus précisé que les services ou fonctions externalisées par une entreprise d'investissement ne doivent pas excéder substantiellement les services ou fonctions fournis ou réalisés en interne.

S'agissant spécifiquement de l'externalisation de fonctions liées au service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, l'ESMA indique que, lorsque ces fonctions sont externalisées auprès d'entités établies en dehors de l'UE et portent sur des portefeuilles investissant dans des instruments émis par des émetteurs établis dans l'UE, les autorités nationales compétentes doivent apprécier si, au regard de la répartition géographique des investissements et des clients entre les marchés de l'UE et hors UE, de tels accords d'externalisation sont appropriés et justifiés de manière objective.

Par ailleurs, s'agissant des services de placement, de prise ferme et d'exécution d'ordres fournis à des clients établis dans l'UE, l'ESMA considère que, si certaines fonctions de *back-office* peuvent être externalisées auprès d'entités établies hors de l'UE, la commercialisation et la fourniture des services susmentionnés (incluant les fonctions de relation client - «*client facing*» - et de gestion des risques) devraient en principe être réalisées en interne ou confiées à des prestataires de services établis dans l'UE.

Dans son opinion sectorielle portant sur les plateformes de négociation, l'ESMA a notamment précisé que le pouvoir de décision concernant (i) la conception, le contrôle et la surveillance du fonctionnement du système de négociation ainsi que (ii) la suspension ou le retrait de cotation ou la mise en œuvre de mesures d'interruption de négociation sur les marchés, ne peut être externalisée auprès d'un prestataire établi hors de l'UE. S'agissant des opérations de suspension ou de retrait de cotation ou d'interruption de négociation, l'ESMA indique qu'il demeure toutefois possible de localiser hors de l'UE les modalités techniques permettant de mettre en œuvre ces suspensions, retraits ou interruptions. Il est enfin précisé que le personnel exerçant des fonctions clés et importantes et doté d'une expérience significative de doit être localisé dans une proportion significative au sein de l'UE.

Dans son opinion sectorielle portant sur la gestion collective, l'ESMA considère que les règles issues de la Directive OPCVM encadrant les délégations, régies uniquement par des mesures de niveau 1<sup>91</sup>, doivent être interprétées en conformité avec les principes dégagés par les mesures de niveau 2 de la Directive AIFM (92), ceci afin d'assurer aux investisseurs d'OPCVM le même niveau de protection que ceux investissant dans des FIA.

---

<sup>91</sup> Article 13 de la Directive OPCVM.

<sup>92</sup> Articles 75 à 82 du règlement délégué (UE) n° 231/2013.



Les sociétés de gestion recourant à la délégation doivent ainsi justifier auprès des autorités nationales compétentes que la délégation est fondée sur des raisons objectives.

L'ESMA précise par ailleurs que les sociétés de gestion déléguant la gestion financière ou la gestion des risques à une entité établie hors de l'UE doivent s'assurer que cette entité est soumise à des règles en matière de rémunération équivalentes à celles prévues dans les orientations de l'ESMA relatives aux politiques de rémunération<sup>93</sup> ou que des accords contractuels ont été mis en place afin de s'assurer qu'il n'y ait pas de contournement de ces règles.

L'ESMA considère enfin que les autorités nationales compétentes doivent être particulièrement vigilantes et renforcer leurs contrôles lorsque les sociétés de gestion ne disposent pas d'au moins 3 ETP localement pour assurer les fonctions de gestion financière, de gestion des risques et/ou de surveillance des tâches déléguées.

### 3.1.2.3 Conditions tenant aux délégataires ou aux prestataires de services externalisés

Les différentes directives sectorielles n'imposent pas, par principe, de restrictions quant à la localisation des prestataires auxquelles les entreprises assujetties sont susceptibles d'avoir recours dans le cadre de schémas d'externalisation ou de délégation. Il est donc en théorie possible de procéder à une délégation ou à une externalisation auprès d'une entité située au sein d'un pays tiers.

Ce principe connaît toutefois plusieurs tempéraments.

En premier lieu, s'agissant de l'externalisation ou de la délégation de services dont la fourniture est soumise à agrément ou autorisation au sein des États membres, certaines directives (Directive MIF<sup>94</sup>, Directive MIF II<sup>95</sup>, Directive OPCVM<sup>96</sup> et Directive AIFM<sup>97</sup> s'agissant des délégations de gestion) prévoient, sauf exceptions<sup>98</sup>, l'obligation pour le prestataire tiers d'être habilité à fournir les services en cause et d'être soumis à une supervision prudentielle conformément aux normes du pays dans lequel ce prestataire est établi<sup>99</sup>. Il peut toutefois être dérogé à ces exigences dans certaines circonstances et sous réserve d'obtenir un accord préalable de l'autorité compétente<sup>100</sup>.

---

<sup>93</sup> ESMA, *Orientations relatives aux politiques de rémunérations applicables aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs*, 3 juillet 2013 (ESMA/2013/232); ESMA, *Orientations relatives aux bonnes politiques de rémunération au titre de la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*, 14 octobre 2016 (ESMA/2016/575).

<sup>94</sup> Articles 14 (2) et 15 (1) de la Directive 2006/73/CE portant mesure d'exécution de la Directive MIF.

<sup>95</sup> Articles 31(2) et 32(1) du Règlement délégué (UE) 2017/565 du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II.

<sup>96</sup> Article 13 (1) de la Directive OPCVM.

<sup>97</sup> Article 20 (1) de la Directive AIFM.

<sup>98</sup> Ces exceptions couvrent l'activité de tenue de compte-conservation. L'article 17 (3) de la Directive 2006/73/CE portant mesure d'exécution de la Directive MIF autorisent les entreprises assujetties à recourir aux services d'un sous-conservateur local situé dans un État tiers ne prévoyant aucune réglementation régissant la détention d'instruments financiers sous réserve du respect d'un certain nombre de conditions (possibilité ouverte que s'agissant d'instruments financiers appartenant à des clients professionnels et accord écrit du client).



De la même façon, en matière bancaire, les orientations arrêtées par le CEBS (Guidelines 4) prévoient que :

*“An authorised entity may not outsource services and activities concerning the acceptance of deposits or to lending requiring a licence from the supervisory authority according to the applicable national banking law unless the outsourcing service provider either (i) has an authorisation that is equivalent to the authorisation of the outsourcing institution; or (ii) otherwise allowed to carry out those activities in accordance with the relevant national legal framework.”*

Dans le secteur de l'assurance, s'agissant de l'externalisation d'une activité ou fonction opérationnelle importante ou critique, l'article 274(3) du règlement délégué impose à l'organe d'administration, de gestion ou de contrôle de l'entreprise d'assurance ou de réassurance, de veiller notamment à ce que le prestataire de services dispose de « *la capacité légale et de tout agrément légal nécessaires* ». Si l'externalisation vers un prestataire établi dans un pays tiers n'est pas interdite et ne fait pas l'objet de dispositions particulières, il appartiendra dans un tel cas à l'organisme d'assurances de veiller en particulier à ce que la réglementation localement applicable ne restreigne pas les droits d'accès et de contrôle requis par la directive.

En second lieu, les Directives MIF, OPCVM et AIFM imposent l'existence d'un accord de coopération entre l'autorité de l'État membre de l'entreprise assujettie et l'autorité compétente du prestataire tiers. On notera que dans la Directive MIF cette obligation est limitée à l'externalisation du service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers lorsque ce service est fourni à un client non professionnel. La Directive MIF II, tout en maintenant l'application de cette exigence au seul service de gestion de portefeuille<sup>101</sup>, n'opère plus de distinction selon la catégorie à laquelle appartiennent les clients de l'entreprise d'investissement.

---

<sup>99</sup> La délégation des fonctions de garde et de conservation incombant aux dépositaires auprès de sous-conservateurs situés dans des pays tiers fait l'objet d'exigences spécifiques.

<sup>100</sup> Voir en ce sens : article 15 (2) de la Directive de la Directive 2006/73/CE portant mesure d'exécution de la Directive MIF et article 20 (1) de la Directive AIFM.

<sup>101</sup> Il convient de noter que l'article 31 (2)(i) du règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement impose de manière générale aux entreprises d'investissement recourant à l'externalisation de prendre toutes les mesures requises pour que les autorités compétentes dont elles relèvent aient un accès effectif aux données relatives aux activités externalisées et aux locaux professionnels pertinents du prestataire tiers. S'il n'est pas expressément requis par les textes qu'un accord de coopération soit conclu entre l'autorité de l'État membre de l'entreprise assujettie et l'autorité compétente du prestataire tiers s'agissant de l'externalisation portant sur des prestations autres que la gestion de portefeuille, on peut toutefois se demander si, en pratique, l'existence d'un tel accord ne serait pas nécessaire pour permettre à l'entreprise d'investissement de satisfaire à l'obligation susmentionnée et permettre ainsi à l'autorité compétente dont elle relève d'avoir un accès effectif aux données et aux locaux du prestataire tiers, et ce quand bien même le contrat d'externalisation prévoirait l'obligation pour le prestataire tiers de coopérer avec l'autorité compétente de l'entreprise d'investissement conformément aux dispositions de l'article 31(2)(h) du Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la Directive MIF II susmentionnée.



Il apparaît ainsi (i) que l'exigence d'un agrément délivré localement n'est prévu que dans certaines directives et s'agissant de certains services seulement et (ii) qu'il n'est pas prévu de procédure de reconnaissance mutuelle des agréments, un accord de coopération entre autorité étant suffisant.

#### 3.1.2.4 Définition d'un régime commun de la délégation et de l'externalisation

Sous réserve de quelques spécificités, les régimes de l'externalisation et de la délégation prévus par les différentes directives sectorielles présentent de très nombreux points de convergence. En substance, les conditions communes suivantes peuvent être relevées :

- l'externalisation ou la délégation doit faire l'objet d'un contrat écrit dont les modalités de résiliation doivent permettre d'assurer la continuité et la qualité des activités exercées ;
- l'externalisation ou la délégation ne saurait entraîner le transfert de la responsabilité de l'entreprise assujetti au prestataire de services ;
- l'entreprise assujettie qui a recours à l'externalisation ou à la délégation doit conserver l'expertise nécessaire pour contrôler effectivement les tâches ou fonctions externalisées ou déléguées et gérer les risques découlant de l'externalisation ou de la délégation ;
- l'entreprise assujettie doit s'assurer que le délégataire ou le prestataire de services dispose des moyens et des compétences nécessaires pour mener à bien sa mission, conformément aux obligations professionnelles applicables à l'entreprise assujettie ;
- le prestataire de services et le délégataire doivent assurer la protection des informations confidentielles qui leur sont transmises ;
- le prestataire de services et le délégataire doivent informer l'entreprise assujettie de tout événement susceptible d'avoir un impact sensible sur sa capacité à exécuter les tâches ou fonctions externalisées ou déléguées ;
- le prestataire et le délégataire doivent s'engager à coopérer avec les autorités nationales chargées de la supervision de l'entreprise assujettie et garantir un accès effectif à l'entreprise assujettie, ces contrôleurs, et aux autorités aux données relatives aux tâches ou fonctions externalisées ou déléguées ainsi qu'aux locaux professionnels ;
- l'externalisation ou la délégation ne doivent pas avoir pour effet de modifier les relations de l'entreprise assujettie avec ses clients ou ses obligations envers ceux-ci.

Il est à noter que, sauf exception<sup>102</sup>, la mise en place d'un schéma d'externalisation ou de délégation n'est pas soumise à l'obligation d'obtenir une autorisation préalable délivrée par les autorités compétentes,

---

<sup>102</sup> Voir notamment article 20 (1) de la Directive AIFM, lequel impose d'obtenir une approbation préalable lorsqu'un gestionnaire de FIA envisage de déléguer la gestion de portefeuille ou la gestion des risques à une entité ne répondant pas aux conditions définies dans la Directive AIFM.



le recours à l'externalisation pouvant toutefois faire l'objet d'une autorisation dans le cadre de l'agrément ou de la mise à jour du programme d'activités des entreprises assujetties. Les directives sectorielles prévoient par ailleurs une information préalable des autorités nationales compétentes<sup>103</sup>. Enfin, on relèvera que seul le règlement délégué (UE) n° 231/2013 pris en application de la Directive AIFM impose aux gestionnaires de communiquer aux autorités compétentes les « *raisons objectives* » qui motivent le recours à la délégation<sup>104</sup>.

### 3.2 - En droit interne

Les dispositions en droit interne régissant spécifiquement<sup>105</sup> l'externalisation et les délégations sont respectivement prévues :

- s'agissant des entreprises d'assurance, par les articles L. 354-3 et R. 354-7 du Code des assurances complétés par le point 12.4 de la notice « Solvabilité II – système de gouvernance » établie par l'ACPR<sup>106</sup> ;
- s'agissant des établissements de crédit, des sociétés de financement, des entreprises d'investissement (autres que les sociétés de gestion de portefeuille), des établissements de paiement, des établissements de monnaie électronique, par les articles 231 et suivants de l'arrêté du 3 novembre 2014 ;
- s'agissant des teneurs de compte-conservateur, par les dispositions des articles 322-33 et suivants, 313-14 à 313-16 et 313-72 à 313-75 du Règlement général de l'AMF tels que précisés par l'Instruction AMF n° 2000-01 ;
- s'agissant des sociétés de gestion de portefeuille, par les dispositions des articles 313-72 et suivants pour l'externalisation de tâches ou fonctions opérationnelles essentielles ou importantes, 313-77 et 318-58 du Règlement général de l'AMF pour la délégation de gestion d'OPCVM et de FIA tels que précisés par la Position - recommandation AMF n° 2012-19 ;
- s'agissant des dépositaires d'organismes de placement collectifs, par les dispositions (i) de l'article L. 214-10-6 du Code monétaire et financier applicable aux dépositaires d'OPCVM tel que complété par les articles 323-14 et 323-15 du Règlement général de l'AMF et (ii) de l'article L. 214-24-9 du Code monétaire et financier applicable aux dépositaires de FIA tel que précisé par l'article 323-32 du Règlement général de l'AMF.

---

<sup>103</sup> Voir ainsi l'article 49 (3) de la Directive Solvabilité II pour les activités ou fonctions opérationnelles importantes ou critiques et article 19 (6) de la DSP 2.

<sup>104</sup> Article 76 du règlement délégué (UE) n° 231/2013.

<sup>105</sup> L'agrément des entreprises s'accompagne d'une analyse des moyens et ressources dont elles disposent. Dans le cadre de ce contrôle, les autorités de supervision sont amenées à analyser les différents accords d'externalisation susceptibles d'être mis en place.

<sup>106</sup> Des informations complémentaires sont également disponibles sur le site Internet de l'ACPR : <https://acpr.banque-france.fr/agrements-et-autorisations/procedures-secteur-assurance/externalisation-dactivite-ou-fonction-importante-ou-critique-nouveau-solvabilite-ii.html?xtmc=&xtnp=1&xtcr=1>.



Les développements qui suivent s'attacheront uniquement à souligner :

- les spécificités de la réglementation française, telle que mise en œuvre par les autorités nationales compétentes au regard des principes directeurs figurant dans les différentes directives sectorielles ; et
- les difficultés rencontrées dans le cadre de la mise en œuvre de ses principes.

### 3.2.1 - Champ des activités pouvant être externalisées ou déléguées

Les textes de droit interne qui encadrent l'externalisation reprennent très largement la logique des cercles concentriques issue du droit européen précédemment exposée.

A titre d'illustration, les articles 10 et 231 de l'arrêté du 3 novembre 2014 applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement distinguent au sein des « *tâches essentielles ou importantes* » différentes catégories de prestations qui, selon le cas, doivent ou non être externalisées auprès de personnes agréées<sup>107</sup>.

Dans le cadre de la mise en place de schémas d'externalisation, le rattachement d'une prestation donnée à telle ou telle catégorie peut soulever en pratique des difficultés de qualification.

Ainsi, le concept utilisé dans le cadre de l'arrêté du 3 novembre 2014 de « *prestations participant directement à l'exécution* » d'un service réglementé est sujet à interprétation. Les autorités nationales compétentes ont ainsi été amenées à préciser si certaines activités entraient dans ces catégories. C'est notamment le cas des opérations de crédits (*scoring* et décision d'octroi d'un crédit) et de la gestion de la chaîne des moyens de paiement mis à la disposition d'une clientèle de particuliers<sup>108</sup>.

---

<sup>107</sup> Article 10 r) : « Prestation de services ou autres tâches opérationnelles essentielles ou importantes :

- les opérations de banque au sens de l'article L. 311-1 du code monétaire et financier, l'émission et la gestion de monnaie électronique au sens de l'article L. 315-1 du même code, les services de paiement au sens du II de l'article L. 314-1 du même code et les services d'investissement au sens de l'article L. 321-1 du même code, pour lesquels l'entreprise assujettie a été agréée ;

- les opérations connexes mentionnées aux 1, 2, 3, 7 et 8 du I de l'article L. 311-2, aux 1, 2, 5 et 6 de l'article L. 321-2 et aux articles L. 522-2 et L. 526-2 du code monétaire et financier ;

- les prestations participant directement à l'exécution des opérations ou des services mentionnés aux deux premiers tirets ;  
- ou toute prestation de services lorsqu'une anomalie ou une défaillance dans son exercice est susceptible de nuire sérieusement à la capacité de l'entreprise assujettie de se conformer en permanence aux conditions et obligations de son agrément et à celles relatives à l'exercice de son activité, à ses performances financières ou à la continuité de ses services et activités. »

Article 231 : « Les entreprises assujetties s'assurent que toutes prestations qui concourent de façon substantielle à la décision engageant une entreprise vis-à-vis de sa clientèle à conclure une opération mentionnée aux trois premiers tirets du r de l'article 10 n'est externalisée qu'auprès de personnes agréées ou habilitées selon les normes de leur pays à exercer de telles activités. »

<sup>108</sup> Voir : CECEI, rapport annuel de 2005, pages 78 et s, Aide-mémoire n° 4 ; CECEI, Rapport annuel, 2006, page 104 ; rapport annuel 2007, page 92 ; rapport annuel 2008, page 87 : « Le Comité a été amené à préciser, en liaison avec le



Indépendamment de ces problématiques d'interprétation, nous n'avons pas identifié à ce stade dans les textes de droit interne de restrictions spécifiques qui interdiraient *a priori* l'externalisation de certaines tâches, fonctions ou services<sup>109</sup>, sous réserve du respect des exigences d'ordre général tenant notamment à la gouvernance et à la supervision des entreprises assujetties et à l'obligation de disposer de moyens humains et matériels adéquats.

### 3.2.2 - Etendue de l'externalisation ou de la délégation

Aucun texte de droit interne ne vient ajouter aux règles européennes sur la question du poids respectif des activités déléguées et non déléguées au sein d'un établissement<sup>110</sup>.

En matière de gestion collective, l'AMF a, en 2017, considérablement élargi les possibilités de déléguer la gestion financière des placements collectifs en modifiant les termes de la Position - recommandation AMF n° 2012-19<sup>111</sup>, pour y indiquer que si, conformément aux règles européennes précitées, le poids des activités déléguées ne peut excéder significativement celui des activités non déléguées, il est possible de déléguer l'intégralité de la gestion financière dès lors notamment que la société de gestion maintient en interne les fonctions essentielles de gestion des risques<sup>112</sup>.

Par ailleurs, à l'exception des fonctions de direction et de contrôle, il existe peu de textes qui prennent en compte l'organisation interne des entreprises assujetties en directions ou services (front office, back-office, fonctions commerciales en relation directe avec la clientèle ou fonctions support).

---

<sup>108</sup> (suite) Secrétariat général de la Commission bancaire, si telle ou telle activité entrain dans ces catégories. C'est ainsi qu'il a considéré qu'un établissement de crédit qui externaliserait la fonction de scoring des crédits à la clientèle et de proposition d'acceptation ou de refus de ces crédits ne pourrait le faire qu'auprès d'un autre établissement de crédit ou qu'une banque qui confierait à un tiers la gestion de la chaîne des moyens de paiement mis à la disposition de sa clientèle de particuliers (remise de chèquiers, traitement de compensation des chèques tirés sur cette banque, remise des fonds) ne pourrait le faire qu'auprès d'une autre banque. L'externalisation du contrôle interne par les établissements de petite dimension, notamment auprès de cabinet de révision comptable, n'est pas en revanche interdite puisque cette activité ne relève pas des prestations visées à l'article 37-1 du règlement n° 97-02 et qui les réserve aux seuls établissements agréés ou habilités. [...] » G. Vaysset, *Externalisation et surveillance*, Revue d'économie financière, 2007, n° 90.

<sup>109</sup> A l'exception de certaines des fonctions relevant des attributions des dépositaires d'OPCVM et de FIA (cf. supra).

<sup>110</sup> Article 13(2) de la Directive OPCVM : « La société de gestion ne délègue pas ses fonctions dans une mesure telle qu'elle deviendrait une société boîte aux lettres », transposé sans modification à l'article 313-77 du règlement général de l'AMF. Article 20 (3) de la Directive AIFM « (...) le gestionnaire ne délègue pas ses fonctions au point de ne plus pouvoir être considéré, en substance, comme étant le gestionnaire du FIA et de devenir une société boîte aux lettres » transposé à l'article 318-58 du règlement général de l'AMF : « la société de gestion de portefeuille ne délègue pas ses fonctions dans une mesure telle qu'elle deviendrait une société boîte aux lettres ».

<sup>111</sup> Dans sa version applicable au 20 juin 2017.

<sup>112</sup> Position-Recommandation AMF DOC 2012-19 § 3.8.2.3. L'AMF tient compte, dans son appréciation globale, des critères suivants : « le montant des encours, le nombre de gérants, l'organisation de la gestion des risques (et notamment le nombre de contrôleurs des risques), le nombre de fonds, l'organisation par pôles d'expertise au sein d'un groupe, ou encore la répartition du chiffre d'affaires entre gestion déléguée et gestion exercée en direct ».



On peut en particulier s'interroger sur le point de savoir si le prestataire tiers peut entrer en contact direct avec les clients de l'entreprise assujettie. D'un point de vue juridique, l'externalisation ne saurait avoir pour conséquence de créer un lien de droit direct entre le prestataire tiers et le client final, ce qui ne semble pas interdire par principe l'existence de contacts directs.

### 3.2.3 - Conditions tenant aux délégataires ou aux prestataires de services externalisés

Les dispositions de droit interne régissant l'externalisation ou la délégation de services dont la fourniture est soumise à agrément en France imposent de recourir à des prestataires disposant au sein du pays où ils sont établis d'une habilitation les autorisant à fournir les services en cause<sup>113</sup>.

En matière bancaire et de services d'investissement, le CECEI a précisé dans ses rapports annuels<sup>114</sup> que « *Le règlement [97-02 modifié] pose d'abord pour principe que les « prestations essentielles » à leur activité qui sont au cœur de l'activité bancaire ou de services d'investissement ainsi que les « prestations qui concourent de façon substantielle à la décision engageant l'entreprise vis-à-vis de sa clientèle » pour les opérations précitées ne peuvent être externalisées qu'auprès d'entreprises agréées en France ou habilitées selon les normes de leurs pays à exercer de telles activités.* »

Dès lors, le cadre réglementaire français, en phase avec les orientations du CEBS (voir notamment l'orientation 11, paragraphe 5) apparaît indifférent au fait que le prestataire soit implanté en France, dans l'UE, l'espace économique européen (EEE) ou dans un pays tiers, notamment en vertu des articles 231<sup>115</sup> et 239 « h » de l'arrêté.

### 3.2.4 - Régime de la délégation et de l'externalisation

Ce point n'appelle pas à ce stade de commentaire particulier, les principes généraux dégagés au niveau des directives (cf. *supra*) se retrouvant en droit interne.

---

<sup>113</sup> On relèvera que la gestion financière de FIA et d'OPCVM ne peut être déléguée qu' « à une personne agréée aux fins de la gestion d'actifs » ce qui inclut non seulement les entités agréées au titre de la gestion collective mais également les entités habilitées à exercer le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (article 313-77 et 318-58 du règlement général de l'AMF).

<sup>114</sup> CECEI, Rapport annuel de 2006, page 104 ; rapport annuel de 2007, page 92 ; rapport annuel de 2008, page 87 ; rapport annuel de 2009, page 90.

<sup>115</sup> Article 231 : « les entreprises assujetties s'assurent que toute prestation qui concourt de façon substantielle à la décision engageant l'entreprise vis-à-vis de sa clientèle à conclure une opération mentionnée aux trois premiers tirets du r de l'article 10 n'est externalisée qu'auprès de personnes agréées ou habilitées selon les normes de leur pays à exercer de telles activités ».



## CONCLUSION

Toute réflexion sur les modalités d'intervention des établissements financiers britanniques en France dans un environnement *post Brexit* revêt un double enjeu fondamental pour la Place financière de Paris, le premier relatif à la clarté des règles qui y sont applicables et la nécessaire stabilité des opérations qui s'y opèrent (et du système bancaire et financier de manière générale), et le second lié à la compétitivité de la Place de Paris par rapport à ses homologues européens.

A cet égard, tout essai de clarification objective des critères de rattachement des opérations financières internationales à la réglementation française participe directement de la sécurité des transactions effectuées sur la Place et la protection des clients des opérateurs financiers.

Il est néanmoins essentiel, afin de refléter l'enjeu relatif à la compétitivité de la Place, que cette réflexion ne demeure pas dans un cadre purement national et qu'une concurrence entre places européennes ne puisse s'opérer sur l'interprétation de ces règles.

Le groupe recommande ainsi qu'une réflexion soit menée sur ces sujets au niveau européen pendant la période de transition ouverte par l'article 50 du Traité sur l'UE. Des notions fondamentales ayant une influence sur l'application des monopoles financiers européens provenant désormais de directives européennes (*reverse solicitation* par exemple), le groupe appelle à une définition plus précises des services d'investissement dans les différentes européennes et une réflexion communautaire concernant la détermination des critères de localisation des prestations de services financiers sur le territoire de l'Union.

Les travaux du HCJP sur le sujet des conséquences du Brexit sur l'accessibilité au marché français par les entreprises britanniques se poursuivront donc, en vue d'établir des recommandations ayant trait à éviter les arbitrages réglementaires entre États membres de l'Union européenne.



## ***ANNEXE 1***

*Composition du groupe de travail  
« Brexit et libre prestation de services »*



## COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL « BREXIT ET LIBRE PRESTATION DE SERVICES »

### PRÉSIDENT :

- Stéphane PUEL, avocat associé, Cabinet Gide Loyrette Nouel, membre du HCJP

### REPRÉSENTANTS DE L'ACPR :

- Henry de GANAY
- Marion GOYENETCHE
- Cyril GRUFFAT
- François LESAGE
- Stéphanie MACHEFERT

### REPRÉSENTANTS DE L'AMF :

- Denis GUINAUDEAU
- Anne MARÉCHAL
- Cyril GRUFFAT

### REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR :

- Jérôme BROUILLET
- Geoffroy CALLOUX
- Alexis JORDAN
- Marie-Anne LAVERGNE
- Pierre ROHFRTSCH

### PARTICIPANTS :

- Arnaud ACHARD, avocat associé, Cabinet Orrick Rambaud Martel
- Fabrice ARMAND, avocat associé, Cabinet DLA Piper
- Clothilde BEAU, avocat collaborateur, Cabinet Gide Loyrette Nouel
- Pierre-Henry CASSOU, membre du HCJP
- Jacques DELMAS-MARSALET, membre du HCJP
- France DRUMMOND, Paris II
- Gérard GARDELLA, secrétaire général du HCJP
- Alain GOURIO, Fédération Bancaire Française
- Gilles KOLIFRATH, avocat associé, Cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
- Michel PRADA, membre du HCJP
- François ROSIER, Fédération Française des Assurances

### RAPPORTEURS

- Alexis BONZOME, avocat collaborateur, Cabinet Gide Loyrette Nouel
- Guillaume GOFFIN, avocat collaborateur, Cabinet Gide Loyrette Nouel