



OBSERVATOIRE INTERNATIONAL DES REGULATIONS ECONOMIQUES

**Comment se dessine l'avenir de la Régulation
Financière à travers le Monde :
Bonnes pratiques et Enseignements**

Rapport annuel 2017

L'Observatoire international des régulations économiques (OIRE), lancé à l'initiative de la Fondation pour le Droit Continental, a été inauguré le 7 juillet 2015, à l'occasion d'une conférence de presse au Quai d'Orsay sous le haut patronage du Ministre des affaires étrangères et du développement international. Ce panel est composé de personnalités éminentes du monde juridico-économique issues du monde entier, pays développés ou dits émergents ou en développement confondus. Il a remis en juillet 2016 ses premières conclusions sur le thème de la régulation de la concurrence. Pour son deuxième rapport annuel, l'Observatoire a choisi le thème de la régulation financière, à l'heure du bilan dix ans après l'éclatement de la crise des *subprimes*, et plus de huit ans après le G20 de Londres.

Président : Jean-Michel Darrois

Membres : Gloria Isabel Ortiz Castañeda ; Graham Gibb ; Gabriel Hawawini ; Hua Li ; Francisco Müssnich ; Robert Safari ; Paul C. Saunders ; Nasser Wahbi

Consultants spéciaux : Paulo Ceppas Figueiredo ; Adam Koffi Drissa ; Ana Carolina de Oliveira Malta ; Dominique B. Walter

Rapporteure générale : Angélique Delorme

Avec l'appui de la Fondation pour le Droit Continental

Remerciements à M. Laurent Fabius pour son soutien dès le lancement du projet de l'Observatoire

Sommaire

1. INTRODUCTION.....	6
1.1. A l'origine de l'Observatoire international des régulations économiques	6
1.1.1. <i>L'Observatoire international des régulations économiques est né de quatre constats.....</i>	6
1.1.2. <i>L'OIRE souhaite promouvoir une approche originale et spécifique, complémentaire aux institutions existantes.....</i>	7
1.1.3. <i>L'OIRE prend la forme d'un panel international réunissant des personnalités du monde entier.....</i>	7
1.2. Après un travail inaugural sur la régulation de la concurrence, un deuxième rapport annuel sur la régulation financière	7
1.2.1. <i>Les dix ans de la crise des subprimes : les enjeux de la régulation financière</i>	7
1.2.2. <i>Une régulation financière internationale encore insuffisamment tangible malgré de timides avancées depuis la crise de 2008</i>	9
1.2.3. <i>Un contexte particulier avec l'élection de Donald Trump et le Brexit : une tentation de repli dans certains Etats au cœur du monde de la finance, susceptible de remodeler la régulation et la concurrence financière.....</i>	10
1.2.4. <i>Un objet volatile non régulable : peut-on vraiment réguler la finance ?</i>	11
1.2.5. <i>Les turbulences de l'été 2017 dans le secteur bancaire européen : les prémices d'une future crise ?.....</i>	13
2. L'HEURE DU BILAN : EN FINIR AVEC LE MYTHE DE LA REGULATION FINANCIERE INTERNATIONALE	14
2.1. Une impulsion internationale au G20 de Londres du 2 avril 2009 qui doit être saluée – mais pas de véritable régulation financière à l'échelle internationale	14
2.2. Les Etats restent toutefois maîtres de la régulation de leur système financier	17
2.3. Le renforcement de la régionalisation : vers une polarisation de la régulation financière	20
2.4. Le foisonnement des modèles institutionnels.....	24
2.5. Les failles, vices de conception, interrogations et réticences restent nombreux	27
2.5.1. <i>Les difficultés d'articulation des différents niveaux de régulation : entre déficit de communication et incohérences temporelles</i>	27
2.5.2. <i>Le contournement de la régulation</i>	28
2.5.3. <i>Un indéniable pouvoir aux mains des Américains</i>	28
2.5.4. <i>La question chinoise.....</i>	29
2.5.5. <i>D'autres failles du système sont autant de signaux d'alerte</i>	30
3. RECOMMANDATIONS : QUEL NOUVEAU MODELE BATIR POUR DEMAIN ? QUELLES ORIENTATIONS PRENDRE ?	31
3.1. Avoir un cadre de conduite international qui permette de poser les bases d'un <i>level playing field</i> : compléter et achever en bonne intelligence diplomatique l'œuvre des G20 de Londres et Pittsburgh et du Comité de Bâle	31
3.2. Repenser la manière d'articuler échelon local et échelon international : entre réalisme sur les potentialités limitées d'une véritable régulation supranationale et volonté de bâtir un fonctionnement en réseau.....	33
3.3. Quel rôle pour le régulateur financier local ? Des réponses forcément sur mesure ..	35
3.3.1. <i>L'établissement de règles techniques.....</i>	35
3.3.2. <i>La supervision.....</i>	36
3.3.3. <i>La sanction des violations.....</i>	37

3.4. Améliorer l’articulation régionale et le <i>kairos</i> de l’intervention du régulateur	37
3.5. Eloigner le risque systémique, en coupant notamment les liens entre les <i>too-big-to-fail</i> du secteur bancaire et le <i>shadow banking</i> , sans créer un « <i>shadow shadow banking</i> »	38
3.6. Investir pleinement le champ de la diplomatie bilatérale financière	40
3.7. Diffuser la surveillance macroprudentielle pour déceler et désamorcer les risques systémiques	40
3.8. Trancher ou non le débat sur le <i>Glass-Steagall Act</i> ?	41
3.9. Ne pas brider l’innovation financière si elle est positive pour l’économie réelle	42
SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS	43
Annexe 1 : Le tableau de bord de l’Observatoire international des régulations économiques	
Annexe 2 : La composition de l’Observatoire international des régulations économiques	
Annexe 3 : Bibliographie	

SYNTHÈSE

L'Observatoire international des régulations économiques s'est penché, pour son deuxième rapport annuel, sur le thème de la régulation financière, à l'heure du dixième anniversaire de la crise des *subprimes*.

Au terme d'une démarche comparative, confrontant les systèmes nationaux de régulation financière tant en Europe qu'en Amérique du Nord et du Sud, en passant par l'Asie, l'Afrique et le Moyen-Orient, analysant les démarches supranationales de régulation financière depuis le G20 de Londres d'avril 2009, décortiquant les bonnes pratiques et soulignant les points d'amélioration, l'Observatoire a dégagé 17 recommandations. Ces recommandations s'adressent principalement aux pays en train de construire leur propre système de régulation financière, ainsi qu'à ceux qui souhaiteraient réformer leur système existant vers davantage de stabilité économique. En outre, ces recommandations s'adressent aux instances internationales de réflexion qui semblent être au point mort depuis l'élan de l'année 2009.

Surtout, ces recommandations tiennent compte d'un changement de paradigme de taille qui affecte la gouvernance mondiale en matière de régulation financière : avec l'arrivée d'un nouveau président américain au pouvoir, à la démarche plutôt isolationniste au vu de ses premiers mois de mandat, et la sortie du Royaume Uni de l'Union européenne qui génère une concurrence dérégulatrice à la fois entre le Royaume Uni et l'Union, mais aussi entre les Etats membres entre eux, le danger d'un relâchement de la régulation des marchés bancaires et financiers est bien réel, et, partant, entraîne le spectre d'une nouvelle secousse tellurique de l'économie mondiale.

Les 17 recommandations de l'OIRE en matière de régulation financière tant nationale qu'internationale se déroulent en neuf axes :

1. avoir un cadre de conduite international qui permette de poser les bases d'un *level playing field* : compléter et achever en bonne intelligence diplomatique l'œuvre des G20 de Londres et Pittsburgh et du Comité de Bâle ;
2. repenser la manière d'articuler échelon local et échelon international : entre réalisme sur les potentialités limitées d'une véritable régulation supranationale et volonté de bâtir un fonctionnement en réseau ;
3. repenser le rôle du régulateur financier local, tant sur le plan de sa mission d'établissement de règles techniques, que sur celui de sa mission de supervision et de sanction des violations aux règles ;
4. améliorer l'articulation régionale et le kairós de l'intervention du régulateur ;
5. éloigner le risque systémique, en coupant notamment les liens entre les too-big-to-fail du secteur bancaire et le shadow banking, sans créer un « shadow shadow banking »
6. investir pleinement le champ de la diplomatie bilatérale financière ;
7. diffuser la surveillance macroprudentielle pour déceler et désamorcer les risques systémiques ;
8. revenir sur un Glass-Steagall Act à condition de dégager un consensus international ;
9. ne pas brider l'innovation financière si elle est positive pour l'économie réelle.

Introduction

1.1. A l'origine de l'Observatoire international des régulations économiques

1.1.1. L'Observatoire international des régulations économiques est né de quatre constats

La conjonction de quatre constats a présidé à la création de l'Observatoire international des régulations économiques (OIRE).

Premier constat: la régulation économique est conçue à l'échelle encore essentiellement domestique, que ce soit en matière d'architecture institutionnelle et de gouvernance, de relations entre les acteurs ou encore de cadre juridique et juridictionnel. Or quel économiste oserait dire aujourd'hui, et même depuis plus de trente ans, que l'économie, toujours davantage mondialisée, interconnectée et fondée sur un écheveau sans cesse croissant d'interpénétrations entre des acteurs eux-mêmes transnationaux, mais également le commerce et le jeu de la concurrence, s'inscrivent toujours dans un cadre strictement national ? Le déphasage entre la réalité économique et la conception de la régulation est patent.

Deuxième constat : trente ans après que le terme « régulation » – initialement un anglicisme, qui ne se recoupe que très partiellement avec le terme plus conforme à la langue française de « réglementation » – a émergé dans le vocabulaire économique et juridique, sa signification s'est radicalement transformée. La régulation ne correspond en effet plus simplement aux modalités de l'intervention étatique traditionnelle dans les mécanismes économiques. Ce concept fait aujourd'hui référence à des outils très modernes, réunis sous la bannière un peu fourre-tout du droit souple ou « *soft law* », qui n'ont plus rien à voir en termes de réactivité, de flexibilité et de réalisme économique avec les outils classiques. Et c'est précisément pour cette raison que la définition du terme « régulation » dépasse de beaucoup dans son acception la plus ample celle de la traditionnelle « réglementation ».

L'économie actuelle, marquée au cours des trois dernières décennies par des phénomènes majeurs tels que la financiarisation, la désintermédiation et la numérisation comme fondement de l'innovation, ne peut plus être régulée avec des outils pensés pour l'économie du vingtième siècle. Ce nouveau paradigme économique, propre à l'avènement de la société et de l'économie « liquides » dont parle le sociologue anglais Zygmunt Bauman, exige de l'imagination. L'Observatoire s'est donc posé la question de savoir où aller chercher des idées innovantes et pragmatiques en matière de régulation, et pense avoir trouvé une clé dans la confrontation des bonnes pratiques du monde entier.

Troisième constat : la régulation a vocation à être l'un des soucis majeurs des pays émergents ou en développement lors des années à venir. Ces derniers sont en effet encore en train de structurer leur économie, qui a dans de nombreux cas été brusquée par une croissance exponentielle et par un rythme de transformation du tissu des entreprises (secteur, taille, modes d'organisation) inédits, jamais connus dans les pays dits développés. Ces pays sont en demande de solutions, de recommandations, et de compréhension de leurs enjeux et difficultés propres. Ce sont précisément à ces besoins d'éclairages que souhaite répondre l'Observatoire par son travail comparatif.

Quatrième et dernier constat : les institutions existantes qui réfléchissent à ce en quoi pourrait consister une « bonne régulation » se concentrent essentiellement sur une analyse microéconomique. L'OIRE souhaite promouvoir une autre vision, complémentaire, de la régulation, à travers un prisme macroéconomique mais aussi institutionnel, juridique et juridictionnel. Il a donc établi son propre tableau de bord pour analyser les caractéristiques, les forces et les faiblesses des modes de régulation partout dans le monde.

1.1.2. L'OIRE souhaite promouvoir une approche originale et spécifique, complémentaire aux institutions existantes

L'Observatoire s'est donné pour fonctions de :

1°) confronter les différents systèmes juridiques existants sur les plans normatif, institutionnel et procédural ;

2°) dégager de cette comparaison des bonnes pratiques en matière de régulation, à même de combiner efficacité économique, sécurité juridique et exigences démocratiques ;

3°) formuler, sur la base de ces observations, des indications et recommandations, adressées aux régulateurs économiques, aux Gouvernements, aux entreprises ainsi qu'à l'ensemble de la communauté scientifique, économique et juridique internationale, prioritairement à l'attention des pays en développement.

Afin de mener ce travail d'analyse et d'évaluation, l'Observatoire s'est doté de son propre tableau de bord recensant les critères à prendre en compte (cf. Annexe 1). Ce tableau de bord se concentre, à la différence des approches les plus communément répandues, moins sur les aspects microéconomiques de la régulation que sur ses aspects macroéconomiques et institutionnels.

1.1.3. L'OIRE prend la forme d'un panel international réunissant des personnalités du monde entier

L'OIRE consiste en un panel de personnalités qualifiées du monde entier, administrativement adossé à la Fondation pour le Droit Continental mais évoluant en pleine autonomie. Sa composition a vocation à évoluer et s'enrichir dans le temps. Dans le cadre de la préparation des travaux du présent rapport, ont été mobilisées des personnalités chinoise, américaine, brésilienne, colombienne, britannique, congolaise, syrienne, et française, afin de disposer d'éclairages sur presque – l'Océanie n'étant pas représentée – chaque continent (cf. Annexe 2 : composition de l'Observatoire).

1.2. Après un travail inaugural sur la régulation de la concurrence, un deuxième rapport annuel sur la régulation financière

1.2.1. Les dix ans de la crise des *subprimes* : les enjeux de la régulation financière

Pour son rapport inaugural, l'OIRE avait choisi de se pencher sur la régulation de la concurrence. Pour son deuxième rapport, l'Observatoire a voulu établir un bilan de la régulation financière dans le monde, dix ans après l'éclatement de la crise financière via le séisme des *subprimes* américains, dont les conséquences récessives sur l'économie réelle ont laissé des séquelles toujours tangibles aujourd'hui dans de nombreux pays.

Les liens entre le monde de la finance et l'économie réelle, s'ils se sont manifestés avec violence de manière empirique avec la crise, demeurent relativement complexes. Un débat récurrent ces dernières années se focalise d'ailleurs sur la compatibilité entre régulation stricte des activités financières et croissance. Les travaux de la Banque des règlements internationaux (BRI) attestent pourtant que les banques qui ont le plus de fonds propres sont celles qui ont le moins restreint le crédit pendant la crise. De même, les travaux du Fonds monétaire international (FMI) montrent que la relation entre finance et croissance est plus complexe qu'on ne le supposait avec la crise : passé un certain seuil, si le secteur bancaire et financier grossit trop vite, il porte préjudice à la croissance en engendrant des bulles qui le déstabilisent en créant une spirale récessive par contagion à l'économie réelle. Par ailleurs, les bulles financières et bancaires, en entraînant des surprofits et donc des « sur-salaires » dans ces secteurs spécifiques, portent le risque de déformer l'allocation des ressources humaines au détriment des autres secteurs de l'économie, puisque ces perspectives salariales agissent comme un drainage de cerveaux et de talents.

Faute d'investir intellectuellement et politiquement dans la prévention des crises, les dégâts de l'instabilité financière dans l'économie réelle sont extrêmement coûteux à réparer. Il est incontestable que la crise de 2008 a mis en évidence la nécessité absolue de renforcer la stabilité financière, pour protéger l'économie réelle. Aujourd'hui, de nombreux pays n'ont pas encore retrouvé leur niveau de PIB d'avant-crise, n'ont pas réussi à résorber la hausse du chômage qui en a résulté et pâtissent encore d'une situation dégradée de leurs finances publiques qui les pénalise dans leurs choix de politique économique, notamment du fait du transfert d'une partie de la dette privée, notamment du secteur bancaire, vers la dette publique (coût des opérations de *bail-out*). Les pertes cumulées de PIB en raison de l'éclatement de la crise financière ont été estimées par le FMI à un quart du PIB mondial¹.

Depuis l'éclatement de la crise financière américaine puis économique et globale de la fin des années 2000, de nombreux chantiers ont été lancés, que ce soit sur la qualité et la quantité des fonds propres, « éponge » pour absorber les pertes éventuelles et éviter les faillites aux effets domino, sur les exigences de liquidité pour que les banques puissent mieux faire face à une rupture de liquidité sur le marché interbancaire, sur la taille des bilans des « mastodontes » bancaires porteurs de risque systémique – les fameux « *too-big-to-fail* » mieux contrôlés qu'auparavant, sur la surveillance des grands établissements à travers par exemple l'union bancaire en Europe, sur la résolution des difficultés bancaires, ou encore sur le renforcement des mécanismes de garantie des dépôts.

Mais ces chantiers ne sont pas aux mêmes stades d'avancement selon les pays et régions du monde, et ne sont nulle part véritablement achevés.

L'une des sources incontestables et incontestées de la crise de 2007-2008, à savoir l'excès de titrisation (*securitization*) et la complexification croissante des produits et véhicules financiers, semble ainsi revenir au galop de manière assez inquiétante, puisque le *shadow banking* – ou finance de l'ombre ou finance parallèle – gagne en ampleur depuis le début des années 2010 pour dépasser aujourd'hui son volume d'avant-crise.

Encadré 1 : Des pays inégalement touchés par la crise financière de 2007-2008 : la résilience brésilienne

La crise financière de 2007-2008 n'a pas touché les pays avec la même amplitude. Le Brésil a été relativement peu touché par la crise financière. Il faut dire que le pays avait commencé à renforcer son cadre de régulation financière plus tôt, à la suite des crises multiples que son secteur financier a connu, notamment en 1998-99.

La capitalisation des banques brésiliennes, tout d'abord, était bien plus élevée que celle des banques américaines, certes induisant un effet de levier plus faible. Les exigences imposées par les autorités

¹ IMF World Economic Outlook, avril 2015

locales aux banques brésiliennes sont plus strictes que le cadre de Bâle III. L'exposition du système financier brésilien aux titres et produits dérivés est par ailleurs très faible de manière traditionnelle.

Par ailleurs, les banques brésiliennes sont contrôlées par de gros actionnaires : le contrôle n'est pas excessivement « pulvérisé », ce qui renforce la volonté de chaque actionnaire d'avoir un management maîtrisé, sans prise de risque excessive.

Le Brésil a également su se doter d'un système de contrôle du risque de crédit (*Central de Risco de Crédito*), créé en 1997, particulièrement solide pour contrôler la santé financière des prêteurs ainsi que pour permettre aux institutions financières de partager de l'information. Il en résulte un nombre faible de faillites et une meilleure gestion du risque de crédit.

1.2.2. Une régulation financière internationale encore insuffisamment tangible malgré de timides avancées depuis la crise de 2008

Le 8 novembre 2008, Pascal Lamy, alors directeur général de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), formulait l'étonnant constat qui suit : « *Il y a des organisations mondiales pour le commerce², la santé³, l'environnement⁴, les télécommunications⁵, l'alimentation⁶. Il y a deux trous noirs dans la gouvernance mondiale : la finance, avec ses bulles qui éclatent, et les migrations, un secteur où il n'y a pas de bulle mais des drames quotidiens* ».

En effet, malgré l'interconnexion des marchés de capitaux dans le monde, les systèmes de régulation financière restent essentiellement de nature nationale. Le mode de réflexion reste quant à lui encore tributaire de l'environnement financier qui prévalait après la Seconde Guerre mondiale, à l'époque où les flux de capitaux entre pays étaient limités et contrôlés pour l'essentiel par les autorités politiques et monétaires, sous la coordination du FMI.

Pourtant, l'internationalisation des flux financiers ne date pas d'hier, ni du XXI^{ème} siècle, loin de là : elle peut être retracée à la suspension « temporaire » de la convertibilité du dollar en or par le président américain Richard Nixon en 1971, laquelle a eu pour conséquence d'engager un mouvement de privatisation des flux internationaux de capitaux. Le développement de ces flux a pris encore de l'ampleur, sous l'effet des politiques de dérégulation financière engagées et de la libéralisation des mouvements de capitaux, dans les années 1980 dans les pays industrialisés (via les politiques activement dérégulatrices du président américain Ronald Reagan et de la Première ministre britannique Margaret Thatcher), puis durant la décennie suivante dans de nombreux pays émergents et en développement.

Pendant ces plus de quarante-cinq années, les Etats se sont efforcés de développer la coopération entre leurs autorités monétaires et financières, parfois de manière bilatérale, mais surtout par le truchement de forums internationaux, généralement organisés par ligne de métier, en opérant une distinction entre banque, assurance et marchés de titres. Ces forums internationaux se sont donnés pour mission de faire émerger un ensemble de référentiels, fruits du consensus, ce qui a donné naissance à un corpus de *soft law* international. Il a tout de même fallu attendre les premières crises financières mondialisées dans les années 1990, elles-mêmes précédées par la crise de 1987, pour que les Gouvernements se saisissent de la régulation des marchés financiers internationaux comme problématique de fond à part entière. La première illustration de cette prise de conscience a été le sommet du G7 à Halifax de 1995, à la suite de la crise de la dette souveraine mexicaine de 1994. Des initiatives concrètes n'ont été toutefois

² L'Organisation mondiale du commerce ou OMC, créée en 1995.

³ L'Organisation mondiale de la santé ou OMS, créée en 1948.

⁴ L'Organisation mondiale de l'environnement ou OME, en cours de formation.

⁵ L'Union internationale des télécommunications ou UIT, créée en 1865.

⁶ L'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture ou FAO, créée en 1945.

lancées qu'après la crise asiatique puis russe de 1997 et 1998, avec comme mesure phare la création du Groupe des vingt (G20), en marge du G7 de septembre 1999 à Washington⁷.

La crise financière de 2007-2008 a conduit à renforcer ces forums internationaux, sans aller toutefois jusqu'à confier un rôle de régulation supranationale aux institutions financières internationales que sont le FMI et la Banque mondiale. Elle a aussi entraîné un élargissement des champs d'intervention de ces forums, en pointant du doigt l'importance d'une approche systémique du risque par opposition à celle, davantage microéconomique, des régulateurs, la procyclicité des règles prudentielles, la régulation des institutions financières larges et complexes investies dans de nombreux champs d'activité, les dimensions transfrontalières de la gestion des crises, ou encore la prise en compte insuffisante des questions de disponibilité effective des fonds propres et de liquidité des banques.

Force est de constater que depuis le sommet de Pittsburgh de septembre 2009, le G20 a rencontré des difficultés à aller plus loin dans la communication sur la régulation financière. L'impulsion politique semble être retombée. Les chantiers annoncés au G20 de Londres en avril 2009 sont loin d'avoir tous été achevés et saisis localement par les différents pays.

Plusieurs facteurs cumulatifs expliquent l'insuffisance des avancées réalisées. Tout d'abord, les traditions juridiques diffèrent selon les régions du monde. Ensuite, les échelons de régulation avant la crise étaient très nombreux, cloisonnés entre les différents niveaux d'administration d'un pays (fédéral et subfédéral, central et régional) et les différents types d'activité, renforçant paradoxalement la puissance des groupes de pression dans les secteurs bancaire et financier. Par ailleurs, l'économie politique peut parfois conduire à l'attentisme plutôt qu'à l'interventionnisme prématuré qui enverrait un signal négatif et, partant, déstabilisateur sur toute l'économie ; tendance encore renforcée par la constante prise en compte d'un éventuel aléa moral.

Enfin, la crise n'a pas touché tous les pays uniformément. En revanche, elle a montré que chaque État restait garant en dernier ressort de son système financier, y compris pour son activité à l'étranger. Le maintien de cette responsabilité financière rend encore plus difficile les abandons de souveraineté dans ce domaine et l'organisation d'un dispositif réellement supranational par rapport à celui qui existe aujourd'hui.

1.2.3. Un contexte particulier avec l'élection de Donald Trump et le Brexit : une tentation de repli dans certains Etats au cœur du monde de la finance, susceptible de remodeler la régulation et la concurrence financière

Paradoxalement, alors que la crise financière de 2007-2008 est toujours très présente dans les esprits, une nouvelle phase de dérégulation financière semble aujourd'hui s'amorcer.

Les grandes zones économiques sont dans une compétition mondiale pour attirer les capitaux. La régulation est un facteur substantiel dans cette compétition, même s'il n'est bien évidemment pas le seul. Les juridictions qui pratiquent une régulation laxiste peuvent attirer les activités à court terme, mais courent le risque de les voir disparaître tout aussi rapidement si une crise de confiance survient.

⁷ Pendant les neuf premières années de son fonctionnement, le G20 s'est réuni au niveau des ministres des finances et gouverneurs des banques centrales, en focalisant ses échanges sur les questions macroéconomiques. Ce n'est qu'en 2008 lors de sa réunion à Washington que le G20 s'est réuni pour la première fois au niveau des chefs d'Etat et de Gouvernement et qu'il s'est véritablement saisi de la question de la régulation financière.

Plus qu'un reflux de l'internationalisation de la norme, on peut redouter un relâchement de la régulation financière. Or, pour fonctionner dans un environnement optimal pour tous, les règles du jeu doivent être claires : il ne peut s'instaurer une sorte de concours du gendarme financier le moins-disant entre places mondiales pour attirer chez elles les banques ou les sociétés de gestion. Cela vaut aux Etats-Unis, où la volonté affichée du nouveau Président de déréguler la finance risque d'accroître la domination des banques américaines ; cela vaut aussi entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ; cela vaut en outre pour les vingt-sept pays européens entre eux, qui veulent chacun tirer parti des potentialités offertes par le Brexit.

L'impact potentiel du Brexit sur la régulation financière en Europe et au Royaume-Uni est symptomatique de cette nouvelle ère. Or, l'élément clé lié au Brexit est la localisation à Londres d'une large part des activités de compensation (*clearing*) de transactions en euros. Lorsque le Royaume-Uni sera effectivement sorti de l'Union européenne, la sécurité commanderait que les chambres de compensation ayant une activité importante en euros puissent faire l'objet d'une supervision directe par les autorités européennes tandis que celles faisant peser sur la zone euro un risque systémique particulièrement important ne pourraient fournir leurs services qu'en s'y établissant. Cette nouvelle règle envisagée par la Commission européenne conduirait très certainement à la relocalisation sur le continent européen d'une partie des activités financières londoniennes.

Or le Royaume-Uni y verrait l'exercice de représailles par Bruxelles à sa sortie de l'Union européenne, et selon la théorie des jeux, pourrait avoir la tentation à son tour de répliquer en dérégulant à tous crins.

Quant au nouveau Président des Etats-Unis, il n'a pas dissimulé son envie de revenir sur la loi Dodd-Frank, accusant ce texte voté en 2010 d'avoir été trop loin dans son objectif d'éviter un désastre comparable à celui de 2008, en bridant excessivement les banques et par là même l'économie des Etats-Unis, par la restriction du crédit. La feuille de route de la Maison Blanche consisterait, au vu du rapport présenté par le secrétariat au Trésor le 12 juin dernier, à assouplir la régulation en fonction de la taille des établissements. Ainsi, la règle Volcker, qui interdit aux banques de spéculer pour leur propre compte, ne s'appliquerait plus pour les banques disposant de moins de 10 milliards de dollars d'actifs. Ces institutions bancaires de taille modérée verraient également leurs obligations assouplies en matière de ratio de capital sur fonds propres. Il s'agirait aussi de relever le seuil à partir duquel les établissements ont l'obligation de se soumettre à des *stress tests*, passant d'une approche quantitative en fonction de la taille du bilan à une approche présentée comme plus qualitative, focalisée sur le niveau de risque pris par les établissements et sur la complexité de leurs activités.

Or l'expérience démontre que lorsque s'engage un mouvement de dérégulation, les prises de risque augmentent et donnent naissance inévitablement à de nouvelles bulles.

1.2.4. Un objet volatile non régulable : peut-on vraiment réguler la finance ?

Réguler un secteur suppose d'en connaître en toute transparence les acteurs et les activités. Réguler la finance est donc par essence une tâche ardue, étant donné le caractère éminemment volatile et complexe de son objet. Surtout, l'innovation financière fait que le secteur a toujours un train d'avance sur son régulateur. Le contournement de la régulation est dans ce secteur précis bien plus aisé que dans n'importe quel autre, créant une véritable boîte noire qui échappe à la régulation : le *shadow banking*.

Ce système bancaire et financier parallèle, qui échappe très largement voire entièrement à la régulation, pèse, selon le Conseil de stabilité financière, 100 000 milliards de dollars en 2017⁸ dans le monde. La région du monde où le *shadow banking* est le plus important en volume est l'Europe. Les principaux acteurs de cette finance de l'ombre sont les fonds d'investissements, à hauteur de 40% en 2015. Le deuxième plus gros acteur est le secteur des courtiers (« *broker-dealer* »), puis en troisième position viennent les *hedge funds*.

Le *shadow banking* est la traduction sur le plan macro-économique de la tendance des banques, au niveau micro-économique, à développer des activités dites « hors bilan ». Il est en effet devenu pratique courante d'effectuer des transactions de manière à ne pas figurer sur les bilans conventionnels et, partant, à sortir du radar des régulateurs. La finance de l'ombre regroupe ainsi un ensemble hétéroclite d'institutions bancaires ou non-bancaires (banques d'investissement, fonds spéculatifs, fonds mutuels, fonds de pension, sociétés d'assurance) qui échappe aux règles du secteur, alors qu'elles réalisent des activités de crédit et de transformation de collecte de déposants en financement de prêts de long terme comparables à celles des banques. N'ayant pas accès à une assurance de dépôts ni au refinancement des banques centrales, la finance de l'ombre est potentiellement plus vulnérable au moindre choc.

Ce qui s'avère d'autant plus problématique que le *shadow banking* est systémique : s'il est ébranlé, c'est l'ensemble du système bancaire « standard » qui est touché. La crise des *subprimes* en est d'ailleurs la preuve. Or dans ce monde sans réelle supervision, il est impossible d'anticiper sereinement les secousses et de prévenir les crises. Si la crise de 2008 a engendré initialement un reflux du *shadow banking* dans l'immédiat, ce dernier a fait son grand retour dans les années 2010, et ce pour une raison simple : il a tendance à se développer lorsque les taux sont bas et que la régulation bancaire se durcit – deux circonstances caractéristiques du contexte actuel. A un dégonflement a donc succédé un redressement phénoménal de ce type d'activités. Plus la réglementation se durcit, plus la finance de l'ombre se développe et ruse d'ingénierie pour se techniciser.

Certes, Bâle III prévoit des limites à certaines activités financières de l'ombre, mais en réalité, rien n'est vraiment identifié ni contraignant – la crainte principale étant en outre de provoquer à la chaîne des réactions de contournement, et de créer un « *shadow shadow banking* »⁹.

Dix ans après la crise des *subprimes* et alors qu'elle est à son origine, la finance parallèle a résisté aux tentatives de régulation des Etats et banques centrales : les opérations, transactions et prêts hors des radars menacent de nouveau la stabilité financière mondiale.

Encadré 2 : L'essor exponentiel du *shadow banking*

Dans le cadre de ses travaux, le Conseil de stabilité financière (CSF) a été amené à développer un cadre annuel de suivi des évolutions des activités liées à la finance parallèle. Le cinquième exercice annuel d'évaluation publié en novembre 2015 porte sur 26 juridictions, dont 6 de la zone euro, qui représentent au total 90% des actifs financiers mondiaux.

Le CSF s'appuie sur deux méthodes d'estimation des activités du *shadow banking* : d'une part, l'approche « globale » (*broad measure*) et d'autre part, l'approche affinée (*narrow measure*). Cette dernière est la plus parlante, puisqu'elle est fondée sur l'estimation des risques associés à cinq fonctions économiques, afin de réduire le périmètre étudié aux activités présentant effectivement un risque systémique. Ces cinq fonctions sont la gestion des organismes de placements collectifs susceptibles de faire l'objet de rachats massifs, l'octroi de crédit sur la base de ressources financières

⁸ Voir l'étude du CFS parue mi-mai 2017. En 2015, la finance de l'ombre était estimée à 92 000 milliards de dollars par le CFS, soit 150% du PIB mondial. Le chiffre s'élevait à 80 000 milliards de dollars en 2014. A titre de comparaison, le volume de la finance de l'ombre ne dépassait pas 26 000 milliards de dollars en 2002.

⁹ Voir le livre de Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart, *Le Shadow Banking*, 2015.

à court terme, les activités d'intermédiation dépendantes de ressources financières à court terme ou fondées sur les actifs des clients, les activités de facilitation de crédit, et enfin le financement des entités financières et intermédiation de crédit fondés sur la titrisation.

Les résultats de l'approche affinée sont les suivants : le *shadow banking* porteur d'un risque systémique est estimé pour 2014 à 36 000 milliards de dollars, soit 59% du PIB et 12% des actifs financiers des 26 juridictions étudiées. A eux seuls, les organismes de placements collectifs (fonds d'investissement, fonds alternatifs, fonds monétaires) représentent 60% des encours. Les Etats-Unis, en matière de *shadow banking* porteur de risque systémique, figurent en première position avec 14 200 milliards de dollars. Suit le Royaume-Uni avec 4 100 milliards de dollars, puis la zone euro avec 8 280 milliards de dollars, soit 23% des encours.

Que ce soit aux termes de la *narrow measure* ou de la *broad measure*, si les Etats-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni figurent en tête et détiendraient les trois quarts des actifs relevant de la finance de l'ombre, la progression de ces activités est particulièrement fulgurante dans les pays émergents, notamment en Chine, en Inde, en Indonésie et en Russie.

En ce qui concerne la France, le Haut Conseil de stabilité financière a pour sa part estimé l'encours du système financier parallèle à 1 144 milliards d'euros, soit 55% du PIB et 15% des actifs du secteur bancaire, contre 7 770 milliards d'euros pour le secteur bancaire, soit un rapport de 1 à 7.

Il faut noter que les estimations varient selon les méthodes de calcul employées.

Au-delà de la taille du phénomène, c'est sa dynamique qui est inquiétante, ainsi que les facteurs qui l'alimentent. L'un de ses facteurs est l'effet des politiques d'assouplissement quantitatif menées par plusieurs banques centrales : l'environnement de taux d'intérêt durablement bas réduit les perspectives de rendement des investisseurs ; les acteurs financiers sont donc poussés à chercher des rendements plus élevés auprès d'entités non bancaires. Un autre facteur est le résultat des stratégies d'arbitrage réglementaire de la part des acteurs financiers régulés : le renforcement de la réglementation bancaire issu de la crise a contraint les ressources et les capacités de crédit des banques et conduit paradoxalement à accroître le niveau d'activité de la finance de l'ombre. Enfin, le système financier parallèle est la résultante d'une évolution de long terme : pendant longtemps, le développement d'un système financier parallèle au financement bancaire a même été soutenu par les pouvoirs publics. Cela a été le cas aux Etats-Unis avec les garanties apportées aux opérations de titrisation par les entreprises semi-gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac.

Source : Rapport d'information du Sénat n° 607, au nom de la commission des affaires européennes, sur l'amélioration de la transparence et de la régulation du système financier parallèle, par le sénateur François Marc.

1.2.5. Les turbulences de l'été 2017 dans le secteur bancaire européen : les prémices d'une future crise ?

L'été 2017 a donné lieu en Europe à la réapparition de très fortes inquiétudes concernant la fragilité du secteur bancaire.

Le secteur bancaire italien, d'abord : quatre banques sont de fait sous perfusion de l'Etat. Le sauvetage des banques italiennes Veneto Banca et Banca Popolare di Vicenza, avec leurs mauvaises dettes qui seront transférées à une « *bad bank* », s'avérera particulièrement coûteux pour le contribuable italien, puisqu'on l'estime à 10 milliards d'euros soit 0,6% du PIB du pays. Les banques espagnoles ont également été dans la tourmente. L'espagnole Banco Santander a racheté la Banco Popular à l'euro symbolique, mais a acquis aussi la totalité de l'actif incluant les mauvaises dettes.

Ces crises bancaires ont été réglées au niveau étatique : c'est là un camouflet pour l'Union bancaire, qui cherchait pourtant à permettre aux Etats de ne pas être impliqués directement dans la résolution des crises bancaires.

L'Allemagne n'est pas en reste et fait craindre un risque systémique européen encore plus massif. Le FMI alertait en 2016 sur le fait que la Deutsche Bank apparaissait comme la plus grande contributrice de risques systémiques pour le système bancaire global. La Fed avait révélé

dans la foulée que la banque avait échoué à son *stress test* annuel. Or les banques allemandes, au premier rang desquelles la Deutsche Bank, sont au cœur du complexe industriel allemand, finançant la totalité des grandes entreprises allemandes.

Neuf ans après la chute de Lehman Brothers, cette fragilité bancaire européenne mise à jour fait redouter le même effet domino pour l'économie non seulement européenne mais aussi mondiale.

2. L'heure du bilan : en finir avec le mythe de la régulation financière internationale

2.1. Une impulsion internationale au G20 de Londres du 2 avril 2009 qui doit être saluée – mais pas de véritable régulation financière à l'échelle internationale

Lors des sommets du G20 de Washington en novembre 2008 et de Londres en avril 2009, une démarche supranationale de réformes visant à mieux surveiller et contrôler le secteur financier a été initiée selon quatre principaux axes :

- rendre les institutions financières plus résilientes avec une capacité accrue d'absorption des chocs ;
- mettre fin au problème du « *too big to fail* », les entreprises systémiques prenant trop de risques et mettant en péril la stabilité du système financier ;
- rendre les marchés de gré à gré, dans lesquels les échanges se font directement entre les agents, plus sains ;
- développer un *shadow banking* qui serve véritablement au financement des entreprises et de l'économie.

Si les réformes annoncées ont au premier abord pu frapper par leur ampleur, le processus s'est néanmoins opéré de façon très séquentielle. L'essentiel de la démarche a porté sur les banques : l'on constate ainsi un certain nombre d'avancées significatives dans le domaine bancaire. De nombreux progrès restent à faire sur les autres axes.

Ainsi, l'amélioration de la solidité financière des banques s'est matérialisée par les accords de Bâle III, adoptés le 16 décembre 2010 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), qui réunit les gouverneurs des banques centrales des économies mondiales les plus avancées¹⁰.

D'une part, Bâle III recommande de durcir le ratio « Fonds propres / Actifs pondérés des risques » :

- 1) par une amélioration de la qualité des fonds propres considérés, en modifiant la définition de ces derniers, notamment via une restriction des instruments financiers éligibles aux fonds propres de base avec exclusion progressive de certains titres hybrides ;
- 2) par une valorisation plus prudente des actifs ;
- 3) par un relèvement du niveau minimal requis de fonds propres de 2% à 4,5% à horizon 2015, puis à 7 à horizon 2019 par intégration d'un « coussin de conservation » supplémentaire de 2,5%.

D'autre part, Bâle III a introduit un ratio de levier, qui limite l'endettement des établissements. Ainsi, le total des expositions (bilan et hors bilan) ne pourra dépasser 33 fois le capital *Tier One* des banques d'ici 2018.

¹⁰ Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, Etats-Unis, France, Hong Kong, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse et Turquie

Enfin, le dispositif introduit deux ratios de liquidité :

- 1) un ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio* – LCR) correspondant à l'obligation pour les banques de disposer d'actifs liquides de très bonne qualité, permettant de faire face à des sorties de trésorerie pendant 30 jours dans des scénarios de *stress tests* avancés. Les actifs liquides sont pondérés en fonction de leur qualité ;
- 2) un ratio de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR) correspondant à l'obligation pour les banques de financer leurs engagements durables par des ressources stables de long terme.

Le relèvement des exigences de fonds propres à 7% entraîne pour les banques un besoin de fonds propres supplémentaires estimé par le Comité de Bâle au 31 décembre 2011 à 374,1 milliards d'euros. Les besoins de ressources résultant des ratios de liquidité proposés par le régulateur s'élèveraient à 4 300 milliards d'euros.

Encadré 3 : Les comités de Bâle

Le développement de la *soft law* dans le domaine de la finance internationale a été impulsé par la mise en place des comités de Bâle en 1975 au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), qui assure leur secrétariat. La BRI est elle-même une organisation internationale. Créée en 1930 pour faciliter le règlement des réparations de guerre imposées à l'Allemagne à l'issue de la Première Guerre mondiale, elle est devenue un organe de coopération et de coordination des banques centrales. C'est elle qui assure le secrétariat des comités de Bâle, renforcé par des personnels mis à disposition par les régulateurs. Les normes sont formellement produites par les comités et non par la BRI.

Les comités de Bâle ont été créés à la fin de l'année 1974 par le Groupe des 10 (G10) qui rassemblait les banquiers centraux des principales économies. Ces comités rendent compte aux gouverneurs des banques centrales et, lorsqu'ils sont distincts, aux responsables de la supervision de ses États membres, aujourd'hui au nombre de 27. Les normes que ces comités élaborent servent de référence dans la plupart des pays dont les banques sont actives au niveau international, même quand ces pays n'appartiennent pas aux comités. L'ensemble des régulateurs participe en effet à la Conférence bisannuelle des régulateurs bancaires (*International Banking Supervisors Conference* - ICBS). Les comités de Bâle ne disposent d'aucune autorité supranationale et, pour être mises en œuvre, les normes qu'ils proposent doivent être endossées et intégrées dans les législations nationales (ou régionales dans le cas de l'Europe).

Le plus connu est le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS). Il est à l'origine des accords de Bâle I (1988) sur les ratios de capitalisation bancaire, et de Bâle II (2004) qui révisent les précédents et étendent leur champ. Il a également publié une série de documents destinés à promouvoir des principes fondamentaux en matière de supervision bancaire « *Core Principles for Effective Banking Supervision* » et « *Core Principles Methodology* ». Un ensemble d'initiatives prises par le Comité sur le mandat du G20 à la suite de la crise financière de 2008-2009 est connu sous le vocable de Bâle III.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (*Committee on Payment and Settlement Systems* – CPSS) élabore des normes relatives à l'efficacité et à la sécurité des systèmes de paiement et de compensation. La crise financière l'a conduit à accroître le nombre de ses membres et à élargir son activité.

Le Comité sur le système financier mondial (*Committee on the Global Financial System* - CGFS) suit l'évolution des marchés financiers et en analyse les implications en termes de stabilité financière. Son activité n'est donc pas, en soi, normative mais il est amené à s'y intéresser.

Source : « *Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier* », Christophe Destais, directeur adjoint du CEPII, 2011.

Des normes non contraignantes sont ainsi produites par des enceintes internationales relativement techniques.

Certains auteurs (Eatwell, 2011) ont pu parler d'une « internationalisation rampante » de la régulation financière au travers d'organismes fonctionnant sur la base de la reconnaissance mutuelle et du consensus pour produire une *soft law*. Ce droit est composé d'un ensemble de codes, de recueils de « bonnes pratiques », de « lignes directrices » dont la mise en œuvre est de la responsabilité de chacune des institutions responsables au niveau national, sans que leur non-respect ne puisse faire l'objet de sanctions de nature juridique, que ce soit par l'organisme international ou par des tribunaux. Dans la mesure où il n'emporte pas d'obligations juridiques, le recours à la *soft law* évite certaines des lourdeurs inhérentes à la rédaction, à la signature et à la modification des traités internationaux. À l'inverse, il n'offre pas les mêmes garanties en matière de transparence, d'obligation de rendre des comptes et d'opposabilité pour les justiciables.

Si l'on écarte la question des normes comptables et de l'audit, qui ne sont toutefois pas sans lien avec la stabilité financière, on distingue trois catégories d'enceintes (les Anglo-saxons parlent de « *standards setting bodies* ») :

- les comités de Bâle (cf. encadré, supra) ;
- l'organisation internationale des bourses de valeur (cf. encadré, infra) ;
- l'association internationale des contrôleurs d'assurance (IAIS, créée en 1994 et, comme les comités de Bâle, hébergée par la BRI).

Encadré 4 : L'organisation internationale des bourses de valeurs

L'OICV ou *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) réunit les organismes qui régulent les marchés de titres et de produits dérivés. Elle a été créée en 1983 à partir d'une institution dont le champ géographique se limitait aux Amériques. Depuis 1999, elle dispose d'un secrétariat permanent établi à Madrid. Son activité normative s'est affirmée après les scandales financiers du début de la décennie 2000.

Ses membres « ordinaires » sont les régulateurs primaires étatiques ou, à défaut, les Bourses ou les organismes professionnels dotés de compétences de régulation. Ses membres associés sont les autres régulateurs d'un pays, si ce dernier en compte plusieurs. Les membres affiliés sont les autres places boursières et organismes professionnels. Seuls les membres ordinaires ont le droit de vote. L'OICV compte 114 membres primaires, 11 membres associés et 74 membres affiliés. L'activité de l'OICV est partagée entre plusieurs comités. Le plus important en ce qui concerne la production de normes est le « Comité technique », lui-même organisé en 6 sous-comités spécialisés : comptabilité, audit et transparence, régulation des places boursières, régulation des intermédiaires financiers, mise en œuvre transfrontalière de la loi, régulation des fonds d'investissement, régulation des agences de notation.

L'OICV a adopté en 1998 un ensemble d'« Objectifs et de principes de la régulation » qui font l'objet d'un processus d'adaptation permanent. Ces principes portent sur le rôle, l'indépendance et le contrôle des auditeurs, la transparence des comptes, les conflits d'intérêt et la transmission d'information entre les autorités des pays membres dans le but de faciliter l'action de ces dernières.

Source : « *Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier* », Christophe Destais, directeur adjoint du CEPII, 2011.

Les forums internationaux producteurs de *soft law* ont émergé selon un découpage tributaire des lignes de métiers traditionnelles de la finance – banque, assurance et marchés – faisant écho au cloisonnement de la profession qu'avaient renforcé les dispositions prises à la suite de la crise de 1929 aux États-Unis (*Glass Steagall Act*), et après la Seconde Guerre mondiale en Europe.

Or la libéralisation des flux de capitaux, la déréglementation financière des années 1980-90 et l'innovation dans ce secteur ont rendu perméables ces frontières. Comme les crises de la fin des années 1990 et de la fin des années 2000 l'ont montré, elles ont permis l'accumulation de risques dans des espaces où ils échappaient à la régulation.

Au niveau international, les différentes enceintes rassemblant les autorités de régulation avaient engagé une coordination au milieu des années 1990 avec la création du *Joint Forum of financial market regulators* regroupant le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, l'IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) et l'IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*), et centré à l'origine sur la supervision des conglomérats financiers. Le nombre de pays représentés à ce forum est toutefois beaucoup plus limité que dans les organisations elles-mêmes puisqu'il ne rassemble que le G7, l'Australie, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, les Pays-Bas et la Suisse. La Commission européenne y est membre observateur.

2.2. Les Etats restent toutefois maîtres de la régulation de leur système financier

En premier lieu, on observe dans de nombreuses zones géographiques la création d'observatoires du risque systémique afin de compléter les institutions de régulation financière traditionnelles au niveau macroprudentiel. Ces nouveaux organes du paysage de la régulation portent leur attention aux liens entre les établissements entre eux, à l'évolution des secteurs économiques et aux équilibres – ou déséquilibres – des grands ensembles macroéconomiques.

Encadré 5 : Le récent dispositif de régulation financière macroprudentielle en France

La création d'un organe de supervision macroprudentielle du risque financier s'est faite en France en deux étapes dans la période post-crise de 2007-2008.

Tout d'abord a été créé un conseil de régulation financière et du risque systémique (Corefris), par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. Cette instance, composée de représentants de la Banque de France et des autorités de contrôle du secteur financier, s'est vue confier la mission de conseiller le Ministre chargé de l'économie dans la prévention et la gestion du risque systémique.

Depuis la loi de séparation et de régulation des affaires bancaires du 26 juillet 2013, le Corefris a été transformé en Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF). C'est donc aujourd'hui l'autorité macroprudentielle française chargée d'exercer la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique.

Le HCSF est également chargé de faciliter la coopération et l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent. Ces échanges permettent de limiter les angles morts de la surveillance et de mieux prendre en compte les risques liés aux interconnexions entre les différents acteurs ou secteurs et aux interactions entre les réglementations.

Le HCSF compte 8 membres : le ministre des Finances (qui préside le HCSF), le Gouverneur de la Banque de France et Président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), le Vice-Président de l'ACPR, le Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), le Président de l'Autorité des normes comptables ainsi que trois personnalités qualifiées, choisies en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique, et nommées chacune par le président de l'Assemblée nationale, le président du Sénat et le ministre chargé des finances. Le HCSF se réunit à un rythme trimestriel. Il publie un rapport annuel d'activité.

Les outils à la disposition du HCSF s'articulent avec les outils élaborés à l'échelle européenne. La transposition de la directive européenne sur les exigences de fonds propres (dite CRD IV) et l'application du règlement sur les exigences de fonds propres (dit CRR - *Capital Requirements Regulation*) dote le HCSF de plusieurs « coussins » de surcharge des exigences de fonds propres :

- le coussin pour le risque systémique constitue une protection en capital au sein du système financier, sous forme de surcharge en supplément des ratios réglementaires des institutions concernées. Il peut être compris entre 0 % et 3 %, voire jusqu'à 5 % des expositions à compter de 2015 ;
 - le coussin contracyclique permet d'imposer aux institutions financières une surcharge de capital réglementaire afin de limiter l'amplification excessive des cycles (en particulier il vise à lutter contre une croissance excessive du crédit). Son application progressive est prévue selon le calendrier suivant : 0,625 % du montant total d'exposition pondéré dès 2016, 1,25 % en 2017, 1,875 % en 2018, pour atteindre 2,5 % de fonds propres en 2019.
 - L'article 458 du règlement CRR prévoit que, pour traiter le risque macroprudentiel ou systémique au niveau national, les États membres peuvent imposer des mesures nationales plus strictes que celles définies au niveau européen, en termes d'exigences de fonds propres, d'exigences relatives aux grands risques, d'exigences de publication d'information, de niveau du coussin de conservation de fonds propres, d'exigences de liquidité, de pondérations de risque pour faire face aux bulles immobilières et d'expositions au sein du secteur financier.
- Par ailleurs, aux termes de l'article 49 de la loi dite « Sapin 2 » du 9 décembre 2016, le HCSF détient la possibilité de restreindre les retraits sur les assurances-vie en cas de crise grave, pendant 6 mois maximum.

Source : Ministère de l'économie et des finances.

Des institutions similaires ont été créées aux Etats-Unis¹¹, en Chine¹², au Royaume-Uni¹³ ou encore au niveau européen¹⁴.

En deuxième lieu, en raison du rôle des *brokers* dans le déclenchement de la crise, on retrouve partout à travers le monde la question de l'encadrement de certains produits (comme les dérivés) et des activités de marchés, qui s'incarne dans des projets de séparation des activités de dépôts et de certaines activités de banques d'investissement. C'est ce que l'on dénomme souvent comme le retour du *Glass-Steagall Act*¹⁵. Le débat a pris de l'ampleur à la faveur de la crise du Libor au cours de l'été 2012 (cf. encadra infra). Un nombre grandissant d'experts appellent en Europe à l'adoption d'une telle législation, afin d'éviter les conflits d'intérêts potentiels et de limiter les risques de contagion systémique en cas de crise.

¹¹ Le Financial Stability Oversight Council (FSOC) a été établi par la loi Dodd-Frank de juillet 2010 et est présidé par le Secrétaire au Trésor américain.

¹² En juillet 2017, le président chinois Xi Jinping a annoncé que les pouvoirs de la Banque populaire de Chine en termes de surveillance macroprudentielle et prévention du risque systémique seraient renforcés, et qu'une Commission de la stabilité et du développement financiers, dépendant du Conseil des affaires d'Etat, serait créée.

¹³ Le Financial Policy Committee, composé de treize membres et rattaché, malgré son indépendance, à la Banque d'Angleterre, a été créé par le Financial Services Act de 2012.

¹⁴ Le Comité européen du risque systémique (CERS) a été créé le 16 décembre 2010, à la suite des travaux du groupe de haut niveau, présidé par M. Jacques de Larosière, chargé d'étudier les modalités d'un renforcement de la surveillance financière en vue de mieux protéger les citoyens européens et de rétablir la confiance dans le système financier. En 2009, le rapport du groupe de Larosière a recommandé la création d'un organisme, au niveau de l'Union, ayant pour mission d'assurer la surveillance du risque au sein du système financier. Parallèlement, la mise en place du Mécanisme de surveillance unique (MSU), sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE), a également renforcé le cadre institutionnel européen : si les autorités macroprudentielles nationales conservent la responsabilité première d'une intervention, la BCE a la possibilité de durcir les mesures macroprudentielles prises dans les États ayant rejoint le MSU.

¹⁵ Le *Glass-Steagall Act* est le nom sous lequel est connu le *Banking Act* de 1933, par lequel ont été instaurés, d'une part, l'incompatibilité entre les métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement, d'autre part le système fédéral d'assurance des dépôts bancaires et, enfin, le plafonnement des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires. Critiqué depuis le milieu des années 1970 et largement contourné par la profession bancaire, il est abrogé en 1999 sous l'Administration Clinton.

Aucune séparation stricte n'a été actée, mais des outils de cloisonnement entre activités de dépôt et de marchés ont été élaborés à travers le monde.

Au Royaume-Uni, la commission Vickers a proposé en septembre 2011 un cloisonnement des activités bancaires. L'application de cette proposition est envisagée pour 2019. Ce cloisonnement n'a pas pour objectif de démanteler les groupes bancaires : l'activité de banque de détail deviendrait une entité économique, avec son propre conseil d'administration et des exigences en capital plus élevées. Il s'agit donc en quelque sorte de « sanctuariser » les activités de banque de détail au sein des groupes bancaires, dans le but de les protéger des risques liés à l'activité de banque d'investissement. Cette protection se matérialiserait par une garantie explicite de protection de l'Etat. Dans cette perspective, l'activité de banque d'investissement ne pourrait plus utiliser les dépôts dans un but spéculatif et ne bénéficierait plus de la garantie publique.

Aux Etats-Unis, le *Dodd-Frank Act* de juillet 2010 n'agit pas sur le groupe en lui-même, mais interdit à toute banque qui collecte des dépôts un certain nombre d'opérations, notamment le *trading* pour compte propre, et limite la possibilité pour les banques de détenir des parts dans des *hedge funds* et des fonds de *private equity* (3 % de leurs fonds propres au maximum).

Toujours en 2010, côté européen, la directive « MIF » sur les marchés d'instruments financiers de la Commission impose des obligations de transparence aux *hedge funds*, en rendant obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées. En 2012, le rapport Liikanen a proposé de segmenter les activités bancaires au sein des groupes bancaires, afin d'isoler les activités spéculatives et à risque. Surtout, depuis le 1^{er} janvier 2015, l'Union bancaire européenne a été mise en œuvre : elle transfère à la Banque centrale européenne la supervision des grands groupes bancaires et instaure des mécanismes de résolution en cas de faillite d'une banque, et garantit les dépôts jusqu'à 100 000 euros.

En troisième lieu, dans certains pays tels que le Royaume-Uni, l'architecture institutionnelle même de la régulation financière a été repensée post-crise. Ainsi, avant la crise financière de 2007-2008, l'unique régulateur de l'industrie financière britannique était la FSA (*Financial Services Authority*). Il lui a toutefois été reproché de nombreux défauts vus comme ayant échoué à empêcher la diffusion de la crise : ne pas avoir identifié les risques de stabilité financière ; ne pas avoir réagi dans une temporalité juste et adaptée ; avoir négligé son rôle de superviseur prudentiel pour se concentrer dans la régulation des comportements des institutions financières ; s'être trop appuyée sur la « *tick-box compliance* », dans une confiance un peu trop naïve dans les acteurs du secteur qui a conduit à négliger une analyse stratégique profonde des risques. La FSA était vue comme un régulateur aux œillères, beaucoup trop concentré sur le respect des règles au détriment d'une vision d'ensemble.

Ces raisons ont mené à l'abolition de ce système de régulateur unique : en 2013, la FSA a été supprimée pour être remplacée par deux nouvelles autorités de régulation, la *Financial Conduct Authority* (FCA) d'une part, et la *Prudential Regulation Authority* (PRA) d'autre part. La *Bank of England* joue également un rôle majeur dans le système de régulation financière britannique. C'est à elle que revient la supervision des infrastructures du marché financier, ce qui inclut notamment les chambres de compensation. Elle contrôle en outre la stabilité du système de paiements interbancaires.

2.3. Le renforcement de la régionalisation : vers une polarisation de la régulation financière

• L'Union européenne

De manière peut-être légèrement paradoxale, alors que la crise financière a démarré des Etats-Unis, l'Union européenne a très rapidement et très proactivement pris des mesures dans le sens du renforcement au niveau régional de la régulation financière.

Ainsi, concernant le secteur assurantiel, l'ambitieuse directive Solvabilité II, adoptée par l'Union européenne le 22 avril 2009, vise à construire pour les compagnies d'assurance un cadre réglementaire harmonisé. Elle repose sur trois piliers :

- un premier pilier qui définit les normes de calcul des provisions techniques et des fonds propres et introduit deux niveaux de fonds propres. Il a pour ambition d'adapter le niveau des capitaux propres des compagnies aux risques réels auxquels elles sont exposées (notamment les risques financiers, qui sont les plus importants, mais aussi les risques assurantiers et opérationnels). Le niveau des capitaux propres doit être proportionné aux risques des actifs et passifs détenus par les assurances. Plus un actif est considéré comme risqué, plus les exigences en capital correspondant sont élevées. A titre d'illustration : une obligation d'Etat se voit correspondre une exigence en capital nulle, car elle est supposée sans risque, alors qu'à l'inverse, une action d'entreprise considérée comme risquée conduit à avoir une exigence en capital plus importante ;

- le deuxième pilier est relatif à la gouvernance des compagnies d'assurance et fixe des normes qualitatives de suivi interne des risques. Il précise de quelle manière l'autorité de contrôle doit exercer ses pouvoirs de surveillance ;

- le troisième porte sur la transparence des compagnies d'assurance.

Dans le domaine bancaire, outre le comité européen du risque systémique (CERS), une réflexion a été conduite dès 2010 qui a mené à la création de l'Union bancaire en avril 2014, comme conséquence de la crise de la dette en zone euro. L'idée présidant à sa mise en place consistait à briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine, en évitant d'être pris en otage par les établissements *too big to fail*. Il est doté d'un mécanisme de supervision unique adossé à la Banque centrale européenne, avec pour rôle de surveiller et sanctionner les 130 plus grandes banques de la zone euro. Il est également doté d'un mécanisme de résolution unique, composé d'un conseil de résolution unique et d'un fonds de résolution commun opérationnel depuis le 1^{er} janvier 2016, afin d'affecter le moins possible le contribuable européen et l'économie réelle en cas de sauvetage de banque en difficulté. Le fonds doit atteindre 55 milliards d'euros d'ici 2025.

• L'Afrique de l'ouest et l'Afrique centrale : une régionalisation ancienne

La plupart des marchés financiers existant en Afrique de l'ouest et en Afrique centrale, espace dont la majorité des pays sont membres de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA), font l'objet d'une régulation intégrée.

Le domaine bancaire fait office de précurseur de la régulation intégrée en Afrique de l'Ouest et du Centre. L'objectif visé étant alors de réglementer la politique monétaire afin de faire face aux risques substantiels de ce secteur. Les instances communautaires de régulation de la politique monétaire de ces zones, qui ont vu le jour à la suite de la crise ayant secoué ce secteur

au cours des années 1980, sont organisées en deux pôles régionaux, l'un en Afrique centrale en zone CEMAC¹⁶, l'autre en Afrique de l'Ouest en zone UEMOA¹⁷.

La mise en place d'une véritable régulation bancaire a démarré dans la deuxième partie des années 1980, car les établissements de crédit de la zone CEMAC connaissaient de sérieuses difficultés non seulement à cause de la conjoncture économique internationale, mais également à cause de nombreuses insuffisances de gestion. Ce processus s'est approfondi lorsque les six Etats de la CEMAC ont signé en 1999 la convention portant création d'une commission bancaire de l'Afrique centrale (COBAC). Cette institution régionale de contrôle et de surveillance de l'activité des établissements de crédit est venue renforcer la banque des Etats de l'Afrique centrale (BEAC) dans la mission générale de régulation des activités bancaires.

Dans la zone UEMOA, le contrôle de l'activité bancaire revient à la Commission bancaire, créée le 24 avril 1990 par une convention entrée en vigueur le 1^{er} octobre de la même année. Sa création visait essentiellement le renforcement de la supervision des banques et établissements financiers, en conférant le rôle de contrôle à un organe supranational en lieu et place des comités nationaux de contrôle bancaire. A l'instar de la COBAC, la Commission bancaire de l'UEMOA s'inscrit dans le cadre d'une vaste réforme institutionnelle entreprise à l'issue de la crise économique et financière survenue dans les années 1980.

Pour ce qui est des marchés financiers, l'Afrique centrale compte la bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale et la Douala Stock Exchange. La régulation et le contrôle du marché financier régional de la CEMAC sont confiés à la Commission de surveillance des marchés financiers de l'Afrique centrale (COSUMAF), créée en 2001. Au Cameroun, la supervision du marché financier national est confiée à la Commission des marchés financiers créée en 1999.

En UEMOA, la supervision des marchés financiers revient au Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers (CREPMF), créé en 1996.

L'Afrique centrale et l'Afrique de l'Ouest font donc figure de pionniers de la régionalisation en termes de régulation financière.

Par ailleurs, l'appartenance de la quasi-totalité des Etats membres de l'UEMOA et de la CEMAC à l'OHADA a une incidence certaine sur le système de régulation prudentielle retenu sur l'ensemble de cet espace. Le système de régulation dans cette zone, de manière assez originale, emprunte à la fois à la régulation séparée à la française et à la régulation unifiée à l'anglaise. Ainsi, alors que les règles transversales issues des actes uniformes de l'OHADA s'appliquent de la même façon à tous les acteurs, les secteurs bancaires et financiers sont soumis à des règles prudentielles qui leur sont propres¹⁸.

A noter, les réglementations prudentielles en Afrique de l'ouest et centrale sont traditionnellement strictes : bien plus que la crise de 2007-2008, c'est la crise financière des années 1980 qui a laissé des stigmates en faisant craindre les risques systémiques. Les ratios de bonne gestion imposés aux établissements de crédit dans le cadre de la réglementation prudentielle sont donc particulièrement durs dans cette région du monde¹⁹.

¹⁶ La CEMAC : Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale. Elle se compose de six pays notamment le Cameroun, le Congo Brazzaville, le Gabon, la Guinée Equatoriale, la République Centrafricaine et le Tchad.

¹⁷ L'UEMOA : Union économique monétaire Ouest-Africaine. Elle comporte huit membres : Sénégal, Côte d'Ivoire, Mali, Burkina-Faso, Bénin, Niger, Togo, Guinée-Bissau.

¹⁸ Ebénézer D. Keuffi, *La régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA*.

¹⁹ Roland Tcheumalieu M. Fansi, *Droit et pratique bancaire dans l'espace OHADA*.

En revanche, en Afrique, la *compliance* n'est pas encore entrée dans les mœurs chez les régulateurs, pour une raison très simple : il n'existe pas d'agents formés à la *compliance*. Toutefois, certaines entreprises ont créé en leur sein des structures internes ayant pour mission de gérer la conformité.

• Le monde arabe : l'unité dans la diversité

La régulation bancaire dans le monde arabe est globalement assignée aux banques centrales. D'un pays à l'autre, celles-ci disposent de larges pouvoirs pour assurer leurs fonctions traditionnelles garantissant la stabilité monétaire, la stabilité financière et la régulation bancaire. Peu de pays ont établi des commissions distinctes pour assurer la régulation bancaire comme le Liban, qui a créé au sein de la Banque centrale du Liban la *Banking Control Commission of Lebanon*.

La régulation des activités d'assurance est également à géométrie variable. Ces activités sont placées sous le contrôle tantôt des banques centrales, comme au Liban, au Qatar et au Bahreïn, tantôt des services spécialisés au sein des ministères chargés des finances ou de l'économie, comme en Algérie et en Jordanie. Tantôt elles sont supervisées par des autorités de régulation financière, à l'instar de la situation en Égypte, à Oman et en Palestine. Tantôt elles relèvent du ressort d'une autorité de régulation spécialisée et distincte, à l'instar des systèmes en vigueur au Maroc, en Tunisie et en Syrie.

La régulation financière a connu paradoxalement des évolutions considérables à partir de la dernière décennie suite à la mise en place d'autorités de régulation financière spécialisées. L'apparition des régulateurs financiers dans le monde arabe a commencé à voir le jour à partir de la fin des années 1970 en Afrique du Nord : l'Égypte en 1979, le Maroc et l'Algérie en 1993, la Tunisie en 1994 et enfin la Libye en 2010. En revanche, les pays de la région du Moyen-Orient ont tardé à leur emboîter le pas jusqu'à la fin des années 1990 avant que le phénomène ne s'accélère dans les années 2000 : la Jordanie en 1997, Oman en 1998, les Emirats arabes unis en 2000, l'Arabie saoudite en 2003, l'Iraq et la Palestine en 2004 ; la Syrie et le Qatar en 2005, le Koweït en 2010 et enfin le Liban en 2011.

Pour répondre aux exigences internationales, les pays arabes tendent à attribuer aux régulateurs financiers un statut indépendant vis-à-vis de l'exécutif tant sur le plan organique (la collégialité, la pluridisciplinarité et la prévention des conflits d'intérêts) que sur le plan fonctionnel (l'absence de règles de rattachement et de tutelle). Ainsi, les régulateurs financiers arabes ne s'insèrent pas dans les hiérarchies d'un ministère : ils sont des structures publiques distinctes dotées de la personnalité morale avec une autonomie administrative et financière. Le propos est cependant à relativiser car l'examen des solutions retenues montre que ces régulateurs ne sont pas totalement indépendants à l'égard de l'exécutif.

La majorité des pays arabes s'attachent à la séparation entre deux pôles de régulation : la régulation financière et la régulation prudentielle. Tandis que cette dernière est assurée généralement par les banques centrales, les régulateurs financiers prennent en charge l'encadrement et le contrôle des activités des marchés financiers, à savoir les bourses, les infrastructures du marché et les intervenants sur les marchés financiers. Cependant, plusieurs pays, tel que le Maroc, la Tunisie, l'Algérie et la Syrie, ont opté pour davantage de spécialisation en suivant un modèle plutôt multipolaire : un régulateur spécialisé pour les marchés financiers, un régulateur spécialisé pour les activités d'assurance et la Banque centrale qui assure la régulation des activités bancaires.

Conscients des risques du chevauchement des compétences et de la multiplication des régulateurs, plusieurs solutions ont été avancées pour renforcer la lisibilité du dispositif de régulation et éviter le risque des conflits de compétences : la majorité des pays penchent pour la nomination des membres provenant de certains régulateurs pour siéger au sein des autres

régulateurs ; certains pays comme l'Arabie saoudite exigent par la loi une coopération et coordination entre le régulateur financier et la Banque centrale ; dans d'autres pays, les divers régulateurs recourent pratiquement à la signature des accords de coopération et de coordination, comme le Koweït.

Une seconde série de pays tend à étendre la portée du fonctionnement des régulateurs financiers à d'autres activités que celles des marchés financiers. Dès sa mise en place en 1998, la *Capital Market Authority* (CMA) omanie a été chargée à la fois de la régulation des marchés financiers et des activités d'assurance. De même, le régulateur financier de Palestine, dès sa naissance en 2004, a pour mission de réguler les activités des marchés financiers, les sociétés d'assurance, les sociétés de crédit-bail et les sociétés de financement immobilier. Toutefois, la crise financière de 2008 a entraîné des réformes du dispositif de régulation financière pour aller vers un modèle plus intégré dans quelques pays arabes. Mais avec des choix radicalement différents : soit pour renforcer le rôle du régulateur financier ; soit pour renforcer le rôle de la banque centrale.

Certains pays ont retenu de la crise la nécessité d'étendre le périmètre du champ du contrôle des régulateurs financiers²⁰. Ainsi, le champ de contrôle de l'*Egyptian Financial Supervisory Authority* (EFSA égyptienne) est désormais beaucoup plus large que son prédécesseur la *Capital Market Authority*. Alors que celle-ci contrôlait uniquement les activités des marchés financiers, l'EFSA régule tout à la fois les marchés de capitaux, les marchés à terme, les activités d'assurance, le financement immobilier, le crédit-bail, l'affacturage et la titrisation. Dans le même ordre d'idées, les protestations sociales et populaires en Égypte en 2011 ont conduit à des réformes constitutionnelles permettant de renforcer l'indépendance de l'EFSA, qui fait dorénavant partie de la catégorie « *des autorités indépendantes et des organismes du contrôle* » consacrée au niveau constitutionnel²¹.

D'autres pays ont choisi d'aller vers un modèle plus intégré qui permet de renforcer le rôle des banques centrales dans le dispositif de régulation financière. D'une part, la plupart des pays arabes ont introduit des réformes en vue de doter leur banque centrale de nouveaux moyens et de nouvelles structures internes pour mieux réduire les risques systémiques et assurer la stabilité financière. Il s'agit des services chargés d'assurer la stabilité financière ou de lutter contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme : c'est le cas par exemple du Qatar, du Liban, de la Jordanie et de la Tunisie. D'autre part, un certain nombre de pays sont même allés jusqu'à rapprocher leur régulateur financier de leur banque centrale. Si Bahreïn conserve un modèle selon lequel la Banque centrale exerce la mission de réglementation financière et bancaire, le Liban a confié la présidence de l'Autorité du marché des capitaux au gouverneur de la Banque centrale. De même, la législature du Qatar a introduit en 2012 une réforme radicale selon laquelle l'Autorité des marchés financiers du Qatar est désormais rattachée au gouverneur de la banque centrale²². Ainsi, le Liban et le Qatar ont opté pour la supervision du gouverneur de la banque centrale sur diverses activités financières : régulation financière, régulation bancaire, régulation des activités d'assurance et des services de lutte contre le blanchiment d'argent.

²⁰ Le régulateur financier de la Jordanie déclare sur son site Internet sa détermination à continuer de convaincre les pouvoirs publics pour choisir un modèle unique et intégré de régulation en son sein : http://www.jsc.gov.jo/public/mainEnglish.aspx?page_id=1454.

²¹ Constitution égyptienne de 2014, article 220

²² Dans son propos introductif sur le site Internet de la QFMA (*Qatar Financial Markets Authority*), le Gouverneur de la banque centrale du Qatar souligne que le développement du secteur financier qatari dépend du renforcement des structures de régulation et du renforcement de la coordination et de la coopération entre elles « *afin de créer un modèle intégré de régulation et de surveillance qui contribue à renforcer la concurrence et à attirer davantage d'investissements locaux et étrangers* ».

<https://www.qfma.org.qa/English/CeoMessage.aspx?id=40>.

2.4. Le foisonnement des modèles institutionnels

Aucun véritable modèle institutionnel de régulation financière n'a fait montre de son caractère optimal et pleinement éprouvé.

Et pour cause : dans les pays dits développés, les autorités de régulation financière nationale telles qu'elles existent aujourd'hui sont déjà relativement jeunes : par exemple, l'Autorité des marchés financiers française est née en France en 2003²³, soit il y a moins de quinze ans. La manière dont elles ont été conçues au début des années 2000 semble toutefois déjà être, à plusieurs égards, obsolète. La crise de 2007-2008 a fait s'esquisser les contours d'une nouvelle génération d'architecture institutionnelle de la régulation financière. C'est le cas pour la micro-supervision, qui a fait l'objet de réformes en Europe (notamment au Royaume-Uni) et aux Etats-Unis où, à l'occasion de la loi Dodd-Frank de 2010, l'organisation et les attributions entre autorités financières ont été redéfinies car considérées comme vétustes et bureaucratiques. C'est aussi le cas pour la macro-supervision, comme mentionné *supra*, qui a vu la création d'organes dédiés au début des années 2010 dans plusieurs parties du monde.

La seule chose que l'on peut éventuellement distinguer, sans émettre de jugement sur le caractère préférable de l'un ou l'autre des deux modèles, c'est l'existence d'un côté de régulateurs uniques intégrés, qui combinent régulation prudentielle et régulation de marché comme aux Etats-Unis, et de l'autre de structures à deux pôles comme en France où coexistent l'AMF s'agissant des marchés financiers et de gestion d'actifs et l'ACPR s'agissant des banques et assurances.

L'enjeu aujourd'hui n'est pas de décerner à l'un des modèles la palme du plus efficace. Il se situe au contraire dans la nécessité de ne plus raisonner désormais avec ces schémas traditionnels, mais de bâtir un modèle plus agile et plus adapté à la réalité des transactions financières.

Le modèle américain n'est d'ailleurs pas la panacée. Le schéma de régulation financière qui existe aux États-Unis est dû en grande partie à un accident historique. Cela ne veut pas dire qu'il est inefficace mais que d'autres peuvent mettre en œuvre des cadres entièrement différents pour obtenir les mêmes résultats.

²³ Fusion du Conseil des marchés financiers, de la Commission des opérations de bourse et du Conseil de discipline de la gestion financière.

Encadré 6 : La régulation du secteur bancaire et financier aux Etats-Unis, une architecture institutionnelle davantage le fruit de hasards historiques que d'une réflexion de politique économique

Les États-Unis ont instauré la régulation des banques et autres institutions financières dès l'avènement de la République. Le premier ministre des finances, Alexander Hamilton, fut celui qui proposa et créa la première banque centrale. La régulation fédérale des valeurs mobilières et des bourses des valeurs est venue plus tard, après la grande dépression des années 1920. La régulation portant sur les produits dérivés, le financement du logement et sur d'autres institutions financières est un phénomène plus récent, comme l'est la participation aux réglementations financières internationales.

La régulation bancaire aux États-Unis. Aujourd'hui, la régulation bancaire aux États-Unis est principalement régie par quatre organismes fédéraux :

- l'*Office of the Comptroller of the Currency* [le Bureau du Contrôleur de la Monnaie] : cet organisme étatique, sous la tutelle du département du Trésor des Etats-Unis, surveille les banques à charte fédérale ou « nationales » afin de s'assurer de leur solidité financière et d'éviter le risque systémique ; il est établi par le *National Bank Act* de 1864 [cette loi américaine fait partie d'un triptyque de trois « Acts » datant de 1863, 1864 et 1865-66, pierre angulaire juridique de la régulation bancaire américaine et plus généralement du système bancaire américain. Le *National Bank Act* de 1863 a créé la banque centrale qui a précédé la *Federal Reserve*, laquelle date du *Federal Reserve Act* de 1913. C'est aussi par cette loi qu'a été imposé le système de « *charterisation* » des banques nationales par le gouvernement fédéral.] ;
- la *Federal Deposit Insurance Corporation* [Organisme fédéral d'assurance de dépôts bancaires] : cette agence a été créée en 1933 pour répondre aux milliers de faillites de banques qui se sont produites à la suite du krach de 1929. Depuis son entrée en fonctionnement le 1^{er} janvier 1934, aucun déposant n'a perdu un cent en raison d'une faillite. L'agence ne reçoit aucun crédit public : elle est financée par les primes d'assurance que les banques et les institutions d'épargne lui versent et des revenus provenant d'investissements en valeurs du Département du Trésor américain. Cette agence indépendante du Gouvernement américain protège les petits épargnants et est le régulateur principal des banques à charte fédérale qui ne font pas partie du système de la Réserve fédérale. Elle garantit les dépôts bancaires aux Etats-Unis jusqu'à concurrence de 200 000 dollars. Cette institution est considérée comme un pilier de la confiance populaire dans le système financier américain, en tant, d'une part, qu'elle assure les dépôts des particuliers dans les banques et les institutions d'épargne et, d'autre part, qu'elle limite l'effet de la faillite d'une institution financière sur l'économie réelle et le système financier. Son rôle a été complété en 2008 à la suite de la crise financière : elle assure désormais une partie des dettes des institutions financières américaines ;
- la *National Credit Union Administration* [l'Administration nationale des coopératives de crédit] : agence fédérale indépendante créée par le Congrès dans le cadre du *New Deal* en 1934 (*Federal Credit Union Act*), elle réglemente et supervise toutes les coopératives de crédit fédérales ainsi que celles des États qui ont choisi d'être assurées au niveau fédéral. A noter, après cinq ans passés, au début des années 2010, à renforcer le cadre réglementaire afin de pouvoir s'armer contre l'éventualité de la survenance d'une nouvelle crise, la *National Credit Union Administration* a décidé en 2015 d'entamer une « *regulatory relief* », à savoir un desserrement des boulons de la régulation : elle a formulé quinze nouveaux axes afin de réduire le poids de la *compliance* ;
- le *Federal Reserve Board of Governors* [Conseil de la Réserve fédérale] (« La Fed »), lequel réglemente les réserves afin d'assurer la stabilité des banques et des fiducies, et qui est le principal régulateur prudentiel d'une variété d'institutions financières, y compris les agences de banques étrangères aux États-Unis, et le principal régulateur de tous les établissements financiers « d'importance systémique » en vertu de la Loi Dodd-Frank [le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* a été promulgué par le président Barack Obama le 21 juillet 2010. Considéré comme une réponse à la crise de 2007-2008, il a apporté des changements importants à la régulation financière américaine, soit le plus profond bouleversement depuis la réforme de la régulation intervenue pendant la Grande Dépression des années 1930. Le titre complet de la loi Dodd-Frank explicite ses objectifs : « *Une loi pour promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant l'accountability* (la

responsabilisation) et la transparence dans le système financier, pour mettre fin au too big to fail, pour protéger le contribuable américain en mettant fin aux sauvetages financiers (ending bailouts), pour protéger le consommateur des pratiques de services financiers abusifs, et pour d'autres objectifs. »]. Le Système de la Réserve fédérale régit la politique monétaire des États-Unis et agit en tant qu'agent financier des États-Unis.

Certains régulateurs sont dotés d'un pouvoir réglementaire à l'égard des établissements financiers tandis que d'autres exercent leur autorité sur les marchés ou sur les activités. En conséquence, les acteurs du secteur financier peuvent avoir à répondre simultanément à plusieurs régulateurs.

Cette structure de multiples régulateurs a souvent été créée à la suite d'« accidents » historiques. Il n'y a donc pas un seul organisme qui exerce son autorité sur tous les marchés financiers, les activités et les institutions. Il s'agit plutôt, en général, d'un seul régulateur (ou plusieurs) pour chaque type de régulation financière. Un tel système n'est pas aussi simple et efficace qu'il pourrait l'être et des voix s'élèvent périodiquement aux États-Unis pour demander des réformes structurelles régulatrices. La Loi Dodd-Frank n'est que la tentative de réforme régulatrice la plus récente, créant deux nouveaux organismes et plusieurs bureaux régulateurs, ainsi qu'une nouvelle « architecture régulatrice » dont on ne sait si elle survivra au Gouvernement Trump, au vu de ses récentes déclarations favorables à un assouplissement – voire à un détricotage – de cette loi. En juin 2017, la chambre des représentants des États-Unis a d'ailleurs enclenché le processus en votant un projet de loi intitulé « *Financial Choice Act* », qui démantèle une grande partie des réglementations Dodd-Frank.

La régulation des valeurs mobilières aux États-Unis. La régulation des valeurs mobilières est essentiellement fédérale à l'heure actuelle, quoiqu'il reste un nombre très restreint de types de valeurs mobilières encore réglementés par les États fédérés. Il y a principalement deux types de régulations des valeurs mobilières : la régulation des émetteurs de titres d'une part et la régulation des marchés où ceux-ci sont achetés et vendus d'autre part.

La *Securities and Exchange Commission* (« SEC ») [la Commission boursière aux États-Unis], organisme quasi-autonome doté de vastes pouvoirs de régulation et d'exécution, est le principal régulateur fédéral. La SEC réglemente les bourses de valeurs, les courtiers et les négociants en valeurs mobilières, les agences de compensation, les fonds communs de placement, les conseillers en placements (y compris les fonds spéculatifs ayant des actifs dépassant 150 millions de dollars), les agences de notation statistique reconnues au niveau national, les négociants de contrats d'échange (*swaps*), les principaux participants et les plateformes d'exécution des *swaps*, et les entreprises dans le cadre de leurs ventes publiques de titres. La SEC est également habilitée à établir les normes comptables pour toutes les entreprises cotées en bourse. Une des principales obligations régulatrices de la SEC est la régulation des émissions de nouveaux titres. La SEC effectue cette surveillance par le moyen d'un système de lois et de règlements exigeant la divulgation complète (*full disclosure*) de certains aspects des activités et des risques d'entreprise de l'émetteur, interdisant toute déclaration fautive ou trompeuse ou toute omission ayant trait à l'achat ou la vente de titres.

La *Commodity Futures Trading Commission* (« CFTC ») [organisme de tutelle des transactions sur les marchés à terme] réglemente les marchés à terme, les courtiers et les exploitants de *pools* de marchandises, les conseillers en commerce de produits de base, les négociants en contrats d'échange (*swap*) et les plateformes d'exécution des *swaps*. La loi Dodd-Frank a considérablement étendu les compétences de la CFTC en éliminant les exceptions relatives aux transactions de gré à gré sur certains produits dérivés.

À la différence des régulateurs bancaires, la SEC n'a pas d'autorité lui permettant d'intervenir dans une affaire de courtier/négociant, malgré le fait qu'elle applique la règle du capital net exigeant que les courtiers/négociants maintiennent un excédent de capital supérieur à la solvabilité. Contrairement aussi aux régulateurs bancaires, la SEC ne réglemente pas la « sécurité et la solidité » des entreprises individuelles. L'effondrement de Bear Stearns²⁴ illustre avec force la différence entre la régulation bancaire et celle des valeurs mobilières aux États-Unis : malgré le fait que la SEC observait la situation financière de Bear Stearns, quand la menace de sa faillite devint évidente, ce fut la Réserve fédérale et non pas la SEC qui est intervenue en vue de faciliter la vente de Bear Stearns à JP Morgan, en rachetant trente millions de dollars d'actifs toxiques. La loi Dodd-Frank a conféré à la SEC de nouvelles responsabilités de régulation en matière de « sécurité et solidité ».

²⁴ La faillite de cette banque, une des plus grandes banques d'investissement, d'échanges de valeurs mobilières et agent de change des États-Unis, a été un événement précurseur de l'effondrement de l'activité bancaire de Wall Street en septembre 2008 et de la crise financière qui a suivi.

Source : E. Murphy, *Who Regulates Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Securities Markets* [Qui réglemente qui et comment ? Un aperçu de la politique réglementaire financière des États-Unis portant sur les marchés bancaires et financiers], Service de recherches du Congrès des États-Unis, le 30 janvier 2015.

Car en quoi consisterait une « bonne régulation » ? Dans leur ouvrage phare, *Understanding Regulation : Theory, Strategy and Practice* [Compréhension de la Régulation : Théorie, Stratégie et Pratique], Baldwin, Cave et Lodge énoncent cinq critères qui définissent une « bonne » régulation :

1. Les mesures ou le régime s'appuient-ils sur l'autorité législative ?
2. Existe-t-il un cadre de responsabilisation adéquat ?
3. Les procédures sont-elles équitables, accessibles et ouvertes ?
4. Le régulateur dispose-t-il de compétences suffisantes ?
5. Les mesures ou le régime sont-ils efficaces ?

Plusieurs cadres d'architecture institutionnelle peuvent très bien satisfaire à ces cinq critères.

La crise financière de 2008 a simplement enseigné sur ce point qu'en plus de la régulation prudentielle et celle du marché, toute architecture régulatrice doit faire mieux que ce qui a été fait par le passé pour déterminer les risques. Les directives de Bâle III sont un bon premier pas dans la bonne direction.

2.5. Les failles, vices de conception, interrogations et réticences restent nombreux

2.5.1. Les difficultés d'articulation des différents niveaux de régulation : entre déficit de communication et incohérences temporelles

Lorsque les autorités de réglementation sont fragmentées et que leurs sphères de compétence se chevauchent, l'application des règles peut s'avérer incohérente. En témoigne le cas des États-Unis : certaines banques américaines disposent d'une licence (*charter*) au niveau des États fédérés, et d'autres d'un agrément au niveau fédéral. Des études ont montré que les régulateurs des États Fédérés se montrent généralement plus indulgents que les régulateurs fédéraux²⁵.

L'intervention d'un régulateur distant peut mettre au jour les pertes et les pratiques abusives de certaines banques. Ce type de régulateur, toutefois, ne parviendra pas forcément à de meilleurs résultats qu'un régulateur local. Si le régulateur supranational a besoin de l'expertise locale de son homologue national, ce dernier sera en revanche peu enclin à chercher des informations sur un établissement, de peur que le régulateur supranational ne prenne ensuite des mesures qui lui déplaisent²⁶.

Ces tensions sont encore accentuées par la question de la temporisation, voire de l'aboulie, réglementaire. Des études empiriques attestent que, dans le monde entier, les autorités de régulation tendent à réagir lentement lors d'une crise bancaire et se montrent bien souvent

²⁵ Voir Agarwal et al., « *Inconsistent regulators : evidence from banking* », 2014.

²⁶ Voir l'étude Carletti et al., « *Supervisory incentives in a banking union* », 2016.

trop clémentes. La crise des *Savings and Loans* aux Etats-Unis dans les années 80, la crise des *subprimes* en 2007, la crise des *cajas* en Espagne, ou encore la crise de la banque Monte Paschi en Italie en 2017, confirment cette observation d'une réaction tardive des autorités bancaires.

A l'inverse, les régulateurs semblent se montrer davantage sévères *ex ante*, afin de décourager les prises de risque excessives. Et quand il s'agit d'une crise systémique en revanche, le coût d'une non-intervention est tellement élevé que les régulateurs s'estiment contraints d'intervenir²⁷.

Toujours sur la question du *kairos* de l'intervention du régulateur, la fermeture rapide d'une banque en difficulté peut entraîner une contagion financière dans la mesure où cela envoie le signal que le régulateur n'a pas réussi à exercer une surveillance appropriée, ce qui sape la confiance envers d'autres établissements bancaires relevant de cette même autorité de régulation²⁸.

Enfin, la décision d'intervenir étant considérée comme un signal irréversible, cela pousse les autorités publiques à reporter un maximum une intervention puisque les coûts induits sont vus comme irrécupérables : l'attentisme est parfois préféré pour voir si la situation économique évolue vers une résolution de la crise d'elle-même, sans intervention²⁹.

Ainsi, en matière de régulation bancaire comme dans les autres domaines de la régulation financière, les échelons nationaux et supranationaux, entre interventions tardives et incohérence temporelle, risquent à tout moment la cacophonie.

2.5.2. Le contournement de la régulation

La tentation de sur-réguler la finance semble avoir des effets contreproductifs, puisque cela crée des stratégies de contournement qui mènent à la prospérité la finance de l'ombre. Les autorités publiques doivent impérativement garder cela en tête pour éviter la sur-technicisation des normes : au bout du compte, le concepteur de normes est toujours en retard sur les innovateurs financiers (cf. partie 1.2.4).

2.5.3. Un indéniable pouvoir aux mains des Américains

La conception d'une architecture régulatrice financière doit prendre en compte un facteur majeur : celui du rôle des États-Unis.

Il existe au moins une étude (S. Gadinis, *The Politics of Competition in International Financial Regulation*³⁰) qui postule que la coordination des politiques entre les divers régulateurs financiers a un effet favorable important sur l'activité financière mais que le succès ou l'échec de cette coordination dépendra, du moins en partie, de ce que la position dominante des États-Unis se trouve ou non contestée par de gros concurrents des entreprises et des marchés américains, et de ce que l'activité est centralisée dans une seule juridiction ou dispersée entre plusieurs juridictions distinctes.

²⁷ Voir les études Acharya et Yorulmazer, « *Too many to fail: an analysis of time inconsistency in bank closure politics* », 2007, et « *Cash-in-the-market pricing and optimal resolution of bank failure* », 2008.

²⁸ Voir Morrison et White, « *Reputational contagion and optimal regulatory forbearance* », 2013.

²⁹ Voir l'étude Lucchetta et al., « *Closing a bank or making it safer?* », 2017.

³⁰ « *La politique de la concurrence dans la régulation financière internationale* », 49 *Harvard International Law Journal* 447 (2008).

L'ensemble des recherches et des études semble indiquer que les États-Unis maintiendront des obstacles régulateurs pour empêcher la migration des investisseurs vers la concurrence si la position dominante des États-Unis est menacée dans un marché centralisé, tandis que dans un marché dispersé, les États-Unis favoriseront la coordination des politiques car cela leur permet de supprimer les avantages des concurrents sur l'ensemble des marchés.

Prenant l'Accord de Bâle de 1988 comme l'un de ses exemples, Gadinis soutient que le marché bancaire est un marché diversifié où l'essentiel de l'activité est locale. Lorsqu'il est apparu vers le milieu des années 1980 que les banques japonaises menaçaient la prédominance bancaire des États-Unis (dans un marché dispersé comme le marché bancaire), le Congrès a adopté l'*International Lending Supervision Act* [loi sur la surveillance des financements internationaux] qui établit des normes relatives à la suffisance des fonds propres pour les banques américaines et qui exigeait que le Trésor américain incite les autres Gouvernements et les banques centrales à faire le nécessaire pour renforcer les assises financières de leurs banques. Le Comité de Bâle favorisait un accord similaire mais celui-ci était resté en deçà des objectifs américains. Ainsi, au lieu de souscrire aux recommandations de Bâle, les États-Unis ont choisi de négocier des accords bilatéraux avec d'autres pays, y compris avec le Royaume Uni dont les normes relatives à la suffisance des fonds propres étaient plus solides. Ces normes s'appliquaient aux banques étrangères, comme les banques japonaises, qui opéraient dans leurs pays. Gadinis faisait valoir que les États-Unis encourageraient et favoriseraient la coopération régulatrice financière uniquement dans des situations qui renforceraient la position concurrentielle des États-Unis.

Qu'elles soient exactes ou non, les théories de Gadinis représentent un argument que ceux qui estiment que la coopération régulatrice financière est un objectif souhaitable, devraient au moins envisager.

2.5.4. La question chinoise³¹

Le système financier chinois est en quête de maturité. Or ce manque de maturité pourrait être source de déstabilisation de la désormais première puissance économique mondiale.

Il est caractérisé par une faible ouverture des marchés obligataires, des marchés volatils et peu ouverts dominés par les épargnants « boursicoteurs », et des régulateurs nombreux (trois) relativement inexpérimentés, notamment en termes de maîtrise de la communication, au public et entre eux.

Le contraste entre le rythme relativement rapide – même s'il s'est ralenti – de la croissance économique chinoise et un système de régulation financière conservateur et peu adapté aux réalités de la finance peut conduire à des heurts. Le système de régulation financière chinois est en effet ultra cloisonné. Mais on ne peut pas espérer non plus de manière réaliste à court ou moyen terme d'assister au passage vers une régulation unifiée. Les trois commissions de régulation existantes (pour les banques, les assurances et les valeurs mobilières) vont très certainement demeurer. La Banque populaire de Chine (BPOC) continuera également à se voir confier des fonctions de régulation, comme la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire et la supervision des changes. Ce n'est donc pas une absorption des organes existants à laquelle il faut s'attendre, ni espérer, mais une coordination plus fluide entre eux.

³¹ Voir *Banque & Stratégie*, avril 2016 n° 346, Cahier de prospective bancaire et financière, et *La finance chinoise dans la nouvelle phase de la réforme économique*, Michel Aglietta, février 2011, Revue d'économie financière.

En termes de modernisation du système financier, la donne est en train de changer. Les investisseurs internationaux se voient autoriser l'accès à certains pans de marchés, une plus grande variété d'émetteurs est incitée à lever des fonds et des instruments dérivés commencent à faire leur apparition pour une meilleure couverture des risques.

Par ailleurs, les institutions financières, et tout particulièrement les grandes banques commerciales, sont détenues par l'Etat et répondent aux injonctions de la sphère politique – lesquelles ne sont pas toujours alignées avec la rationalité économique, ce qui fait que les financements peinent encore à s'orienter vers les secteurs d'avenir. Les bilans bancaires sont en outre grevés de créances douteuses.

Les krachs qui ont ébranlé les bourses de Shanghai et Shenzhen à l'été 2015 et en janvier 2016 ont mis en questionnement la capacité du système financier chinois – et de son cadre de régulation – à faire face aux enjeux.

Or ceux-ci sont nombreux. Les deux principaux qui peuvent être identifiés sont les suivants : d'une part, répondre aux besoins d'une économie en mutation (la finance doit favoriser le déplacement de l'investissement des industries intensives en capital vers les industries économes en ressources naturelles, vers la restauration et l'amélioration de la qualité de l'environnement et vers les services) ; d'autre part, réduire le recours aux acteurs non régulés du *shadow banking*.

Le secteur bancaire de l'ombre en Chine se classe en effet au quatrième rang mondial, après la zone euro, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, mais il figure au deuxième rang du classement en termes de croissance, derrière l'Argentine. L'importance en Chine de la finance de l'ombre peut sembler à certains égards être une véritable bombe à retardement, à l'effet domino redoutable. Et la régulation de cette finance de l'ombre est d'autant plus délicate que cette finance parallèle est extrêmement connectée aux banques, en particulier les petites et moyennes, qui en sont en retour dépendantes à l'excès. Par ailleurs, le rôle de ce financement parallèle de l'économie chinoise est devenu moteur de la croissance que les décideurs chinois souhaitent relancer : entraver excessivement ces activités financières de l'ombre pourrait provoquer une crise financière, économique et sociale.

2.5.5. D'autres failles du système sont autant de signaux d'alerte

Les problèmes actuels demeurent donc encore nombreux, et en sus des points de vigilance susmentionnés, s'ajoutent entre autres :

- le fait que le rééquilibrage des échanges internationaux reste à réaliser ;
- le constat désolant que les normes comptables IFRS, et notamment le champ d'application du concept de *fair value* (valorisation des actifs à la valeur instantanée de marché) n'ont pas été révisés malgré la démonstration de leur caractère procyclique ;
- la déception de voir que les initiatives prises pour limiter le rôle des agences de notation n'ont pas encore conduit à des changements visibles. Le rôle des agences et notamment la référence explicite à leur notation des réglementations financières, n'ont de fait pas été modifiés.

Sur un plan davantage local :

- la supervision des banques et des compagnies d'assurances aux Etats-Unis, acteur central du secteur financier, reste morcelée, et l'incertitude sur l'avenir de la régulation est totale au vu des annonces du président américain ;

- en Europe, l'Union bancaire a été battue en brèche par la résolution nationale de la crise bancaire italienne durant l'été 2017 ;
- les conséquences du Brexit en matière de surenchère concurrentielle sur le plan de la dérégulation financière ou tout du moins du « moins-disant » sur cette dernière sont imprévisibles, tant entre le Royaume-Uni et l'Union qu'entre les 27 membres de l'Union ;
- Solvabilité II a déjà fait montre de ses vices de conception : le principe d'évaluation des actifs en valeur de marché est extrêmement nocif (alors même que l'activité d'un assureur s'analyse sur le long terme, cette norme soumet l'activité de l'assureur à l'instabilité des marchés) ; l'appréciation de la solvabilité d'un assureur à un horizon très court d'un an apparaît totalement inadaptée à cette activité ; la réglementation édicte le principe que la compagnie d'assurance doit avoir à tout moment des fonds propres lui permettant de faire face à un choc bicentenaire. Cela implique une absence de vision dynamique en ce qui concerne les nouveaux risques, et ce mécanisme est procyclique en ce qu'il requiert de reconstituer la marge de sécurité dans les fonds propres alors que le risque s'est matérialisé. A force de souhaiter être le premier de la classe, l'Europe risque de se tirer une balle dans le pied et de dérouler le tapis rouge pour l'évasion des activités financières et notamment d'assurance.

3. Recommandations : quel nouveau modèle bâtir pour demain ? quelles orientations prendre ?

3.1. Avoir un cadre de conduite international qui permette de poser les bases d'un *level playing field* : compléter et achever en bonne intelligence diplomatique l'œuvre des G20 de Londres et Pittsburgh et du Comité de Bâle

Comme vu dans les développements supra, sans jouer les Cassandre, de nombreux signes visibles à l'heure actuelle peuvent être ceux annonçant une future crise financière à conséquence systémique. Il ne faut pas attendre d'être au bord du gouffre pour réfléchir en commun à l'échelle mondiale au nouveau souffle à donner à la régulation financière internationale. Depuis 2009, l'élan est retombé et depuis, aucun G20 n'a véritablement été conclu avec des recommandations concrètes sur ce point. Il est nécessaire de relancer la machine dès maintenant.

Recommandation n°1 : Relancer une dynamique de réflexion au niveau international à la hauteur de l'année 2009. La France pourrait être le fer de lance de ce mouvement.

Une telle relance est nécessaire pour atteindre un *level playing field*, à savoir un terrain concurrentiel parfaitement équitable, afin de ne pas enclencher des phénomènes contre-productifs de théorie des jeux économiques ou des comportements de passager clandestin. En particulier, l'Europe doit se garder de vouloir faire du zèle de manière solitaire.

Par nature méfiants à l'égard de règles décidées à un niveau international, quand bien même ils auraient participé activement à ces enceintes – le fiasco autour du vote du Congrès refusant de rejoindre la Société des Nations il y a presque un siècle en est une vive illustration –, les Etats-Unis n'avaient déjà que très partiellement adopté les règles de Bâle II élaborées avant la crise. A l'égard de Bâle III, la réticence était également présente : les Etats-Unis ont estimé que ces règles étaient trop uniformes, pas assez adaptées au système bancaire américain particulièrement hétérogène et à son mécanisme de financement de prêts immobiliers très

spécifique. Il a fallu attendre cinq ans après l'effondrement de Lehman Brothers pour que les régulateurs américains commencent à intégrer les normes de Bâle III dans leur tableau de bord de supervision, avec quelques exceptions pour les plus petits établissements bancaires. Toutefois, on ne peut pas dire que le secteur bancaire soit peu régulé aux Etats-Unis : sur le plan domestique, l'adoption de la loi *Dodd-Frank* a été un grand pas, d'autant qu'elle introduit la « *Volcker Rule* » qui interdit aux banques de détail de mener des activités de *trading* pour compte propre et limite certaines opérations de marché. Par ailleurs, la surcharge en fonds propres imposée par la loi *Dodd-Frank* va même plus loin que les règles de Bâle III : elle est deux fois plus exigeante. Il en va de même pour le mode de calcul de certains ratios de liquidité.

En tout état de cause, il est nécessaire de communiquer sur les désastres qu'induirait pour toutes les parties une stratégie non coopérative en matière financière. Ce n'est que de cette manière que Bâle III pourra véritablement être finalisé, huit ans après son lancement.

Encadré 7 : Finaliser Bâle III ou aller vers un Bâle IV

Alors que les établissements bancaires finalisent les adaptations liées aux règles de Bâle III sur les volets solvabilité et liquidité, de nouvelles évolutions sont envisagées pour compléter ces exigences : c'est ce que l'on dénomme « Bâle IV » – même si cette dénomination n'est pas encore pleinement reconnue, certains préférant parler simplement d'une poursuite de Bâle III. Les discussions du Comité de Bâle depuis l'année 2016 se sont en effet focalisées sur la question des modèles internes, modèles pour lesquels les établissements utilisent leurs propres données historiques. Cela se situe donc à la frontière entre contrôle interne et cadre prudentiel de régulation externe.

Ces évolutions auraient des effets sur le dénominateur du ratio de solvabilité et donc plus particulièrement sur le risque de crédit, le risque de marché ainsi que sur le risque opérationnel. Il s'agirait de pouvoir comparer de manière transparente et effective aux termes d'une méthodologie partagée les actifs pondérés par les risques (« *risk weight asset* ») des différentes banques. En effet, aujourd'hui, avec leurs méthodes de calcul propres, les banques sous-estiment largement leurs risques. Et les moyens humains dont disposent les régulateurs ne leur permettent pas d'appréhender ces modèles internes dans leur intégralité, pour chacune des banques supervisées.

S'agissant du risque de crédit, il est envisagé une refonte complète de la méthode standard avec la possibilité d'un recours aux notations externes pour les juridictions qui l'autoriseraient, de la mise en place de « *floors* » pour encadrer les modèles internes existants, ou bien encore de la revue du traitement prudentiel de la titrisation.

S'agissant du risque de marché, les évolutions concerneraient la revue fondamentale du *trading book* (FRTB) et prévoient la réduction des possibilités d'arbitrage réglementaire entre le portefeuille de négociation (*trading book*) et le portefeuille bancaire (*banking book*). L'outil statistique de la *Value at Risk*, très décrié, serait remplacé par l'espérance mathématique de perte extrême (*Expected Shortfall*), moins procyclique.

Quant au risque opérationnel, cela concernerait la mise en place de la nouvelle approche SMA (*Standardized Measurement Approach*) avec l'abandon des méthodes de modèles internes (et notamment de la méthode AMA – *Advanced Measurement Approaches*) et l'introduction d'une variable qui n'est plus seulement le produit net bancaire, mais qui devrait permettre de mieux refléter l'activité de la banque, incluant notamment un historique des pertes opérationnelles.

L'adoption de ce nouveau cadre « Bâle IV », qui viendrait renforcer les exigences auxquelles devra se soumettre l'ensemble du secteur bancaire, est loin d'être acquis, étant donné les fortes critiques qu'il attise, que ce soit chez les acteurs de l'industrie bancaire ou même chez les régulateurs.

La question de la mise en place d'un *floor* forfaitaire en sus d'un ratio de levier calibré de manière ambitieuse fait particulièrement débat, car cela reviendrait à imposer une double contrainte pour un objectif similaire. La vision européenne consiste à considérer le ratio de levier comme un *backstop*, afin qu'il joue son rôle de signal d'alerte – il ne doit donc pas être calibré trop haut. En revanche aux Etats-Unis le ratio de levier n'est pas censé être un *backstop* : pour eux, la mesure du risque courant n'a pas à être au centre de la supervision. L'important pour les Américains est de couvrir le risque de queue de distribution, à travers des *stress-tests*.

Les critiques contre cette finalisation de Bâle III ou ce virage vers un Bâle IV viennent surtout du monde politique : les autorités politiques craignent que la prudence extrême décourage les banques à exercer leur mission fondamentale de financement de l'économie.

Rappelons que les règles de Bâle demeurent de la pure *soft law*, et sont donc assimilables à de simples recommandations : elles ne sont applicables que si elles sont introduites par le droit local.

Sources : *Revue banque* n° 795, avril 2016 ; *Revue banque* n° 800, octobre 2016.

Recommandation n°2 : Finaliser Bâle III et retrouver un *level playing field* raisonnable en communiquant à l'échelle internationale sur les effets néfastes de toute stratégie de cavalier seul en matière de (dé)régulation financière.

3.2. Repenser la manière d'articuler échelon local et échelon international : entre réalisme sur les potentialités limitées d'une véritable régulation supranationale et volonté de bâtir un fonctionnement en réseau

La régulation financière locale aura toujours un rôle car malgré la composante internationale du secteur financier et des marchés, les aspects locaux seront toujours importants, sinon prédominants. Cependant, comme le système financier international évolue rapidement, il y a plusieurs forces à l'œuvre qui ont une incidence sur ce système dont il faut tenir compte lorsqu'on considère l'avenir de la régulation financière locale et la manière dont elle doit s'insérer dans un système internationalisé.

Dans un article intitulé *Fundamental Forces Driving United States and International Financial Regulation Reform* [Les facteurs fondamentaux qui motivent la réforme de la régulation financière aux États-Unis et au niveau international] présenté auprès du *Global Science and Technology Law Institute* à Seoul, en Corée du Sud, par le Professeur Lawrence G. Baxter de la faculté de droit de *Duke University*, étaient identifiés sept facteurs :

1. L'effet des crises financières et les cycles de reprise suivant les crises majeures ;
2. La croissance de la « financiarisation » (*financialization*) où le rôle des services financiers s'est développé hors proportion vis-à-vis de l'économie réelle ;
3. La croissance spectaculaire de l'interconnexion financière mondiale ;
4. Le facteur humain dans la finance ;
5. L'interaction complexe des banques et une écologie financière plus vaste, y compris le système bancaire parallèle (*shadow banking*) ;
6. La transformation fondamentale de l'économie mondiale moderne due à l'innovation technologique ;
7. La convergence prochaine entre les grandes économies émergentes et celle des pays occidentaux, entraînant des changements dans la configuration mondiale et présentant des nouveaux défis pour la régulation financière mondiale en termes d'efficacité, d'équité et d'équilibre.

Ces facteurs permettent de mettre en évidence une « vérité dérangeante » : malgré le fait que les États-Unis aient un système de régulation financière extrêmement détaillé et robuste, la crise financière de 2008 a néanmoins démontré qu'il n'était pas à même de prévenir la crise. Les remèdes de l'après-crise, tels que la loi Dodd-Frank et les règles de Bâle III au plan international, n'ont pas encore fait complètement leur preuve, cf. *supra*. Les crises financières de la zone euro montrent bien que même dans une économie intégrée comme celle de l'Union européenne, la surveillance directe des banques transnationales est toujours difficile.

Il existe encore une autre « vérité dérangeante » : en dépit de la mondialisation et des efforts d'harmonisation des régulations financières locales, l'inégalité dans la répartition des richesses persiste et demeure un problème considérable et insurmontable. Les pressions

exercées par la croissante inégalité financière mondiale continueront d'entraver sérieusement l'harmonisation de la régulation financière.

Tant que l'économie mondiale sera composée des économies d'États souverains ou d'États intégrés au niveau régional comme l'est l'Union européenne, **il apparaît impossible d'avoir un système mondial de régulation financière internationale ayant un solide dispositif d'exécution.** La régulation locale demeurera très nettement confirmée dans ce rôle de gendarme de la finance.

Le système mondial de régulation financière le plus efficace sera sans doute fondé sur des normes de « bonnes pratiques » que les États individuels qui sont le plus en mesure de protéger leurs propres intérêts appliqueront. Dans son communiqué de 2009, le G20 indiquait que « *chacun d'entre nous convient qu'il nous faut un système réglementaire solide au niveau national mais nous sommes également convenus qu'un système financier mondial exige que nous établissions une plus grande cohérence et une coopération systématique entre les pays et le cadre de normes rigoureuses internationalement reconnues dont le système financier mondial a besoin* ». **Certains ont demandé la création d'un système international de régulation et de surveillance³² mais cela semble improbable ou inadéquat.**

Recommandation n°3 : Sur le plan diplomatique, ne pas promouvoir la création d'une Organisation mondiale de la finance.

Le meilleur mécanisme de réforme financière internationale serait ce qu'Anne-Marie Slaughter appelle « **le réseau** ». Elle décrit ce réseau comme étant « *des modèles de mouvement régulier et progressif entre des unités gouvernementales similaires travaillant par delà les frontières qui séparent les pays les uns des autres et qui délimitent le national de la sphère internationale* »³³. Dans une fiche de remarques rédigées pour la Conférence de Tulane sur une Régulation responsable, le professeur David Zaring de la *Wharton School* écrivait que la « *régulation post-financière se fait essentiellement par le moyen des seuls réseaux (...) En ce qui concerne la régulation financière, la précision et éventuellement la pression de conformité accrue d'un traité ou d'un tribunal sont sans commune mesure avec la souplesse d'une confédération de régulateurs agissant à partir de programmes soumis par les dirigeants politiques réunis de concert* ».³⁴

Or **il existe déjà le *Joint Forum of financial market regulators*** regroupant le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, l'IOSCO et l'IAIS. Comme dit *supra*, le nombre de pays représentés à ce forum est toutefois beaucoup plus limité que dans les organisations elles-mêmes puisqu'il ne rassemble que le G7, l'Australie, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, les Pays-Bas et la Suisse, et l'Europe, à travers la Commission européenne, n'est qu'observateur.

Plutôt que de créer un nouveau réseau, ce forum existant mérite d'être à la fois relancé et élargi.

Recommandation n°4 : Relancer l'activité du *Joint Forum of financial market regulators* et l'élargir *a minima* à tous les pays membres du Comité de Bâle, de l'IOSCO et de l'IAIS.

³² Voir, par ex., E. Denters, Regulation and Supervision of the Global Financial System: A proposal for Institutional Reform [Régulation et surveillance du système financier mondial : Une proposition de réforme institutionnelle], Amsterdam Law Forum, Vol. 1, No. 3 (2009)

³³ Anne-Marie Slaughter, A New World Order [Un nouvel ordre mondial], Princeton University Press, (2004)

³⁴ D. Zaring, Post-Crisis International Financial Regulation [Régulation financière internationale d'après-crise], International Finance Reformed, 2011, p.8

La coopération étroite entre régulateurs nationaux, qu'elle soit ou non caractérisée par un réseau formel ou par des contacts et échanges d'informations réguliers, est ainsi l'une des pistes privilégiées pour une meilleure efficacité et efficience de la régulation sur le plan international. C'est ce dont témoigne exemplairement l'affaire du Libor.

Encadré 2 : Une coopération entre régulateurs nationaux réussie : l'affaire du Libor

Créé en 1970, le Libor est un taux d'intérêt de référence établi à Londres par la *British Banker Association*. Au quotidien, c'est à ce taux que les grandes banques du monde se prêtent des milliers de milliards de dollars pour financer leurs activités. Ces taux sont calculés en fonction des informations que les banques se communiquent entre elles sur leur capacité d'emprunt. Or aucun organe indépendant ne contrôle la réalité des informations communiquées par les banques pour obtenir de nouveaux financements.

Etant donné ce vice initial, le scandale était inévitable : en 2011, sur l'impulsion de la banque suisse UBS, est révélée une grande opération de manipulation des taux au sein d'un *pool* d'institutions bancaires.

La résolution de cette affaire est une illustration unanimement considérée comme réussie de la coopération entre régulateurs nationaux. En effet, ce ne sont pas moins de soixante agences de régulation du monde entier qui ont soutenu la FCA britannique, à travers notamment des investigations conjointes, des échanges de données ou encore des communications d'historiques bancaires.

3.3. Quel rôle pour le régulateur financier local ? Des réponses forcément sur mesure

Les régulateurs locaux ont traditionnellement trois fonctions. Premièrement, ils établissent les règles techniques. Deuxièmement, ils contrôlent la conformité et supervisent. Troisièmement, ils sanctionnent les violations.

Le niveau local est par nature efficace en termes de rapidité décisionnelle et de réactivité, par contraste avec la lenteur des enceintes internationales qui fonctionnent par consensus.

Il n'existe cependant aucune recommandation standardisée pour aiguiller les différents Etats vers une meilleure régulation : les réponses doivent être élaborées sur mesure, en fonction de l'aire géographique.

3.3.1. L'établissement de règles techniques

Les régulateurs locaux ne peuvent se borner à adapter les normes internationales aux conditions locales. Les normes internationales ne sont que des recommandations, des lignes directrices. À moins d'être incorporées dans un traité ou dans un autre accord contraignant, elles n'ont aucun effet contraignant. Par conséquent, les régulateurs locaux doivent établir une réglementation qui favorisera en premier lieu les intérêts des secteurs qu'ils réglementent sur leur sphère domestique, intérêts parmi lesquels la sûreté et la sécurité ont une place importante.

Un pays où un gros chantier en la matière doit être entrepris est la Chine. Le corpus de règles de régulation financière chinoise mérite d'être revu. La législation financière en Chine est aujourd'hui trop imprécise voire ambiguë. D'autant plus que la Chine n'étant pas un pays de tradition « *case law* » qui impliquerait une référence aux précédents jurisprudentiels, c'est bien

la loi qui doit être précisée, au risque sinon de laisser une trop grande marge de manœuvre discrétionnaire aux autorités de régulation dans leurs décisions.

Recommandation n°5 : En Chine, préciser davantage dans la loi les règles de régulation financière, pour plus d'équité dans leur application.

Plusieurs pays ont ainsi adapté spécifiquement leur organisation institutionnelle interne afin de renforcer le processus de création et d'application du travail normatif portant sur la réglementation financière et bancaire.

Encadré 3 : L'adaptation des règles internationales au contexte colombien : l'Unité de régulation financière (URF)

Créé par décret en novembre 2011 et entré en fonctionnement deux ans plus tard, l'Unité de régulation financière (URF) est un organisme d'intelligence stratégique pour soutenir le Gouvernement dans la prise de décision. Il s'occupe du travail normatif pour adapter la réglementation en matière monétaire, de change, de crédit, et plus généralement de régulation et d'interventionnisme au sein des secteurs bancaire, boursier et assurantiel. Sa structure a été modifiée par décret en octobre 2016.

L'URF vérifie l'adéquation de la réglementation financière colombienne aux standards internationaux : cette conformité est vue par le pays comme un atout de compétitivité dont il doit faire montre, pour obtenir la confiance des investisseurs.

3.3.2. La supervision

Le contrôle de conformité est une tâche profondément locale qu'un organisme international ne peut accomplir car le régulateur local est le seul qui a l'accès nécessaire pour effectuer un contrôle efficace.

Le cas chinois est encore une fois illustratif de mesures identifiables à mettre en œuvre. Un des grands soucis de la Chine se situe en effet dans la relative mauvaise qualité de la collecte et du partage des données : cette qualité est très largement insuffisante pour permettre une bonne supervision des acteurs. Les asymétries d'information sont nombreuses ; les doublons dans les recherches de données entre les différents organes de régulation le sont également. Il serait nécessaire d'organiser des échanges réguliers d'informations entre les différents organes de régulation.

Une manière d'atteindre cet objectif de meilleure collecte et partage des données pourrait être aussi de créer une agence dédiée au recueil d'informations de la part des institutions financières, qui aurait la charge de diffuser ces données au(x) régulateur(s) pertinent(s) de manière suffisamment rapide. Cette nouvelle agence pourrait avoir également comme mission d'entrecouper les différentes données afin d'évaluer la sûreté du système financier dans son ensemble. Elle pourrait établir un tableau de bord statistique complet afin de « *monitorer* » les risques éventuels et de fournir au bon moment des réponses d'urgence si des signaux d'alerte à une instabilité financière venaient à être détectés.

Si cela impliquait de créer une nouvelle autorité publique, ce qui doit toujours être décidé avec précaution, cette nouvelle agence diminuerait certainement le coût de fonctionnement du système de régulation cloisonné en trois entités, et améliorerait son efficacité.

Recommandation n°6 : En Chine, créer une agence dédiée au recueil d'informations de la part des institutions financières et à leur diffusion auprès des régulateurs.

3.3.3. La sanction des violations

La sanction des violations relève là encore du niveau local, par principe de subsidiarité. En l'absence d'un organisme international doté d'une compétence d'exécution reconnue – ce qui ne risque pas de se réaliser à court ou moyen terme³⁵, cf. *supra* –, seul le régulateur local dispose du pouvoir de sanctionner les violations.

La *compliance* ou « conformité » – même si le terme traduit ne reflète pas l'entière réalité du concept – remplacera-t-elle les sanctions ? Cette question mérite d'être replacée dans son contexte : la *compliance* est d'origine américaine.

Dans le contexte américain, il existe une solide tradition et culture de la conformité réglementaire, notamment en ce qui concerne la régulation financière. Les grandes entreprises (et les petites) ont des mécanismes de conformité très élaborés et des agents de conformité (*compliance officers*). Les employés reçoivent une formation de conformité réglementaire. La conformité réglementaire constitue sans doute une bonne gouvernance d'entreprise mais **elle a une raison d'être spécifiquement américaine : la menace de procédures contentieuses privées** à l'encontre de la banque ou d'autres entreprises de la part des actionnaires et des déposants, sans parler du risque lié à l'application de la réglementation de la part des régulateurs.

On ne peut donc que s'attendre à l'avenir à voir une double structure où la *compliance* et les sanctions coexisteront. Un système de régulation efficace exige la présence de ces deux éléments amont / aval. Les agents de conformité devraient travailler ou travailleront directement avec les régulateurs.

En outre, la non-conformité a des conséquences qui vont au-delà du risque de sanctions réglementaires et d'actions en dommage-intérêts. Elle comporte le **risque de réputation** et, dans la mesure où le cadre réglementaire est bien conçu pour assurer la sûreté et la sécurité et minimiser les risques, la faillite de l'entreprise pourrait être une autre conséquence éventuelle de la non-conformité. Le cas de Lehman Brothers en offre l'exemple.

En tout état de cause, afin de guider les pays qui n'ont pas été infusés comme les États-Unis par la culture de la *compliance*, il serait utile de porter le sujet sur la table d'organes comme le G20 et de formuler des lignes directrices qui serviraient de mode d'emploi. Instiller la culture de la *compliance* dans un système traditionnel de régulation/sanction ne s'improvise pas.

Recommandation n°7 : Faire de la question de la *compliance* un sujet de discussion au niveau international. La France, qui a développé intensivement la *compliance* en bonne intelligence entre institutions financières et régulateurs, et ce alors qu'elle n'est pas dans sa culture, pourrait utilement éclairer les pays en développement dans ce chantier.

3.4. Améliorer l'articulation régionale et le *kairos* de l'intervention du régulateur

Alors que pour l'heure, aucune crise financière internationale d'ampleur n'est survenue depuis celle des *subprimes*, les développements *supra* sur la temporisation des pouvoirs publics en cas de premiers signes défailants du système financier doivent inciter les Gouvernements à discuter ensemble de la bonne temporalité pour agir. Ce sujet doit être traité à part entière dans les enceintes internationales.

³⁵ La finance n'est pas le seul domaine où imaginer un organe d'exécution supranational est un vœu pieux. En témoignent l'expérience plus que mitigée de la Cour internationale de Justice.

Recommandation n°8: Traiter dans les enceintes internationales la question de la cohérence temporelle en matière de prévention et de gestion de crises financières. Les enceintes internationales se sont trop concentrées sur les normes techniques : l'économie politique de l'interventionnisme doit également être discutée et faire l'objet de lignes directrices.

3.5. Eloigner le risque systémique, en coupant notamment les liens entre les *too-big-to-fail* du secteur bancaire et le *shadow banking*, sans créer un « *shadow shadow banking* »

En raison des interdépendances multiples entre les établissements, la fragilité du système tout entier est liée à celle de ses maillons les plus faibles et pourtant mastodontes bancaires – par exemple, la Deutsche Bank et la banque italienne Banca Monte dei Paschi di Siena, dont le plan de sauvetage a été acté l'été 2017. En effet, en cas de stress systémique, les plus grosses banques – et elles sont nombreuses en Europe du fait de la concentration du secteur plus poussée que dans d'autres zones géographiques – ont des besoins en capital très supérieurs à ce que leur impose la réglementation, notamment du fait de leurs activités sur dérivés.

Une véritable réforme de la structure des banques systémiques, qui permettrait notamment de couper les liens incestueux qu'elles entretiennent avec le *shadow banking*, de réduire drastiquement les subventions implicites dont elles bénéficient toujours, ce qui rendrait leur résolution crédible, serait à même de mettre les économies concernées à l'abri d'un cataclysme financier, économique et social lié à l'existence de cette finance de l'ombre et venant des banques systémiques.

Recommandation n°9: Réformer la structure des banques systémiques pour rompre les liens avec le *shadow banking*, porteurs d'un risque systémique.

Dans cette perspective, l'Europe doit s'engager dans le sillage du livre vert de la Commission européenne de mars 2012³⁶ sur le système bancaire parallèle et clarifier les outils européens au service de la mission d'évaluation et de surveillance du *shadow banking*.

Le Comité européen du risque systémique (CERS) depuis l'été 2016 s'est vu confier la surveillance macro-prudentielle de l'ensemble des activités liées au système financier parallèle, en y incluant la gestion d'actifs ainsi que le fait désormais le Conseil de stabilité financière. En juillet 2016, il a en effet publié son premier rapport sur le *shadow banking*³⁷, suivi par un second rapport d'ordre méthodologique³⁸. Il étudie plus spécifiquement, dans ce système financier parallèle, ce qu'il appelle la *market-based finance* (MBF), qu'il définit comme une combinaison de risques découlant des entités (organismes de titrisation, *financial corporations engaged in lending* procédant aux opérations de *factoring*, crédit immobilier, crédit à la consommation et *leasing* financier, *non-securitisation special-purpose entities*, *investment funds* dont les *money market funds*, les *hedge funds* et les *bond funds*) et des activités (*derivatives*, *repos*, *securities lending*).

³⁶ Livre vert, *Le Système bancaire parallèle*, Commission européenne, 19 mars 2012.

³⁷ *EU Shadow Banking Monitor* 1/ July 2016.

³⁸ *Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe* (n° 10/July 2016).

Le CERS identifie comme source de risque systémique le recours au levier par les fonds, en particulier les fonds d'investissement alternatifs, les interconnexions entre les *money market funds* et le secteur bancaire, et enfin les risques engendrés par les activités de transformation de maturité et de liquidité en relation avec certains types de fonds d'investissement.

Au-delà de ce travail de cartographie des risques, il convient de réfléchir à donner au CERS un rôle plus proactif dans la supervision du monde financier parallèle, en le dotant d'outils d'investigation voire de sanctions appropriées.

Recommandation n°10: Au niveau européen, renforcer les pouvoirs du CERS en matière de surveillance macro-prudentielle du *shadow banking*.

Quand bien même la réglementation induit son contournement et qu'il ne faudrait pas mener à la constitution d'un « *shadow shadow banking* », une réponse réglementaire mesurée est souhaitable.

Des pistes, qui se traduisent par une série de recommandations, ont été élaborées par le CSF. Cinq groupes de travail, répartis en fonction d'éléments de risque identifiés lors de la crise financière, y sont dédiés :

- l'interconnexion entre les entités de la finance parallèle et celles du secteur bancaire ;
- les fonds monétaires et les risques liés à des demandes de rachat soudaines et massives de la part des investisseurs ;
- la titrisation ;
- les opérations de pension livrée et de prêts-emprunts de titres ;
- les risques pour la stabilité financière posés par les autres activités et entités du système financier parallèle.

Par ailleurs, le CERS s'est prononcé clairement pour une suppression des fonds monétaires à valeur liquidative constante (*Constant Net Asset Value* ou CNAV) ainsi que pour un renforcement des exigences en matière de liquidité³⁹.

La réforme européenne des fonds monétaires, initiée par une proposition de règlement publiée par la Commission européenne en septembre 2013, a mis quatre ans avant d'avancer⁴⁰. En mai dernier, le Conseil a adopté un règlement visant à assurer le bon fonctionnement du marché du financement à court terme. Il fixe des normes communes afin d'une part d'assurer la stabilité de la structure des fonds monétaires, d'autre part de garantir que ceux-ci investissent dans des actifs suffisamment diversifiés jouissant d'une bonne qualité de crédit et enfin d'accroître la liquidité des fonds monétaires afin que ceux-ci puissent faire face à des demandes de remboursement soudaines.

Au regard de l'importance systémique du *shadow banking*, et après avoir traité le sujet des fonds monétaires, **il est souhaitable que l'Union européenne adopte une législation adaptée sur les autres volets identifiés par le CSF.**

Recommandation n°11: Au niveau européen, encourager l'adoption rapide d'une législation sur le *shadow banking*, qui viendrait compléter celle adoptée en mai 2017 sur les fonds monétaires.

³⁹ Recommandation du CERS du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectifs monétaires.

⁴⁰ Elle prévoyait notamment des obligations au titre de leur gestion de la liquidité afin d'être en situation de rembourser les investisseurs qui souhaitent retirer des fonds à court terme ainsi que des exigences en fonds propres spécifiques pour les fonds à valeur liquidative constante.

3.6. Investir pleinement le champ de la diplomatie bilatérale financière

La réflexion nationale de chaque pays ne peut se faire en occultant le rôle des Américains dans le secteur financier. Etant donné les incertitudes actuelles, il est nécessaire d'investir dans la communication avec l'administration Trump sur le sujet, et d'élaborer sur la base de *scenario planning* des réponses en fonction des options possiblement choisies.

Recommandation n°12: En France comme dans tous les autres pays, investir dans les relations diplomatiques avec les Etats-Unis la question de la régulation financière, et élaborer des scénarios en fonction des avenir possibles. Le travail pourrait être mené aussi au niveau européen.

Sur l'autre grand champ d'incertitude intra-européen, à savoir les conséquences du Brexit, la question doit également être abordée de front.

Ce n'est pas la première fois que l'intensité de la régulation financière constitue un point de friction en Europe. Déjà par le passé, les autorités de régulation financière du Royaume-Uni que sont la FCA et la PRA avaient choisi de ne pas se plier aux lignes directrices de régulation européennes : par exemple, les régulateurs britanniques ont refusé d'appliquer les orientations sur les politiques de rémunération saine formulées par l'Autorité bancaire européenne⁴¹, vues comme trop strictes et insuffisamment proportionnées.

Le Brexit aujourd'hui fait courir le risque d'un scénario de type dilemme du prisonnier. Toutefois, ce scénario peut être évité, si tant est que les acteurs (le Royaume-Uni, l'Union, et les 27 membres individuellement) communiquent entre eux. Le Royaume-Uni peut avoir comme réticence à déréguler la question de sa réputation comme *hub* financier de confiance. Il peut éventuellement être retenu dans ses velléités de dérégulation par la question de l'équivalence et du traitement réciproque. Il ne voudra certainement pas non plus sortir des enceintes de réflexion internationale sur le sujet de la régulation financière. Plusieurs cartes sont donc à jouer.

C'est là où ces prochains mois et ces prochaines années risquent d'être un jeu d'équilibriste très fragile : la confiance, éminemment volatile, est au centre de la théorie des jeux. Il faut absolument éviter le spectre d'une guerre de surenchère dérégulatrice, qui serait pire encore qu'un jeu à somme nulle : un véritable cataclysme perdant-perdant, qui au final profiterait très certainement à Wall Street.

Recommandation n°13: Convoquer un Conseil européen sur les conséquences du Brexit en matière de régulation financière, afin d'éviter l'impasse de la théorie des jeux et du dilemme du prisonnier.

3.7. Diffuser la surveillance macroprudentielle pour déceler et désamorcer les risques systémiques

Partout où un cadre de surveillance macroprudentielle des risques systémiques n'existe pas, il est nécessaire de le construire.

Il est par ailleurs important de rester vigilant sur l'efficacité des tous jeunes systèmes en train d'être mis en place. Si l'annonce de juillet 2017 du président chinois dans le sens de l'instauration d'une telle surveillance macroprudentielle constitue un pas dans la bonne direction, des doutes peuvent émerger quant à son opérationnalité directe. Cela ne résout en

⁴¹ EBA/GL/2015/22, 27 juin 2016

effet pas le fait que la régulation financière y demeure trop cloisonnée. Il manque des mécanismes de coordination.

Par ailleurs, au-delà de la création de nouveaux organes « chapeaux », il est nécessaire d'avoir déjà à la base une bonne coordination entre les organes de régulation microprudentielle. En Chine, si la coordination entre les trois organes de régulation financière est matérialisée aujourd'hui par une conférence inter-agence, il faut aller beaucoup plus loin dans la clarification de la répartition des responsabilités, étant donné qu'aujourd'hui on peut déceler non seulement des failles mais aussi des chevauchements de compétences en matière de régulation. La coordination des différentes agences ne doit pas être une coordination « au bord du gouffre » dans les seuls cas où une crise surviendrait : il est nécessaire que la coopération inter-agences se fasse de manière régulière et qualitative dans les périodes de stabilité.

Recommandation n°14 : En Chine, institutionnaliser et systématiser la coopération inter-agences, en dehors des seules périodes de crise.

Recommandation n°15 : Encourager tous les pays, en particulier les pays émergents, à se doter d'un organe de supervision macroprudentielle. Pour chaque pays étant donné doté d'un tel organe, faire un bilan au G20 de l'état d'avancement de ses travaux.

3.8. Trancher ou non le débat sur le *Glass-Steagall Act* ?

Malgré les nombreuses assertions évoquant un retour au *Glass-Steagall Act*, force est de constater que tous les pays qui se sont emparés du sujet ne l'ont fait que très timidement, en cloisonnant et non en séparant réellement les activités de dépôt.

Doit-on aller plus loin et trancher ce débat ? Si le débat doit être tranché, pour éviter la fuite des banques, il faudrait qu'il le soit au terme d'un consensus international porté au niveau du G20.

D'autant qu'à première vue, et même si elle a été sous le feu de critiques pendant un certain temps, la séparation des fonctions qui a eu lieu aux États-Unis du fait du *Glass-Steagall Act* entre 1933 et 1999 (soit plus de soixante ans !) pourrait en fait avoir été moins néfaste que bénéfique. Durant cette période, la croissance a été relativement soutenue ; l'innovation financière n'a pas été bridée ; les sociétés américaines ont dominé les marchés financiers mondiaux ; les crises financières ont largement été évitées, puisque la crise de 2007-2008 fut la plus désastreuse depuis celle de 1929. A la suppression de ce principe de séparation, l'émergence rapide de conglomérats financiers a en revanche coïncidé avec de nombreux problèmes, tels qu'une série de scandales financiers dans lesquels ces mastodontes ont pu jouer un rôle de catalyseur, une innovation financière destinée à contrecarrer la réglementation, la formation de bulles de marché dans les nouvelles technologies et dans l'immobilier, une croissance plus lente, et enfin une crise financière d'une ampleur considérable ayant des effets durables.

Pousser ce principe à l'échelon international nécessitera un courage politique certain étant donné les leviers de bouclier prévisibles dans le secteur bancaire.

Recommandation n°16 : Porter sur la table des négociations internationales la question du retour de la séparation stricte entre activités de dépôt et d'investissement - et promouvoir ce principe, à condition que se dégage un consensus.

3.9. Ne pas brider l'innovation financière si elle est positive pour l'économie réelle

L'innovation financière n'est pas uniquement synonyme de déséquilibres, de déstabilisation de l'économie et de contournement de la régulation. Elle peut permettre au contraire de soutenir des pans de l'économie pour lesquels le système financier traditionnel est trop pusillanime : c'est même là sa vocation.

Ainsi, au Royaume-Uni, pour encourager l'introduction de produits et services financiers innovants sur le marché, la FCA a créé un hub de l'innovation (*innovation hub*). Il héberge en son sein un « *regulatory sandbox* » (boîte de sable de la régulation) permettant à des entreprises de tester des services financiers innovants dans un environnement sûr, sans risquer de s'affranchir des exigences de la régulation.

Recommandation n°17 : En France, reproduire le modèle britannique d'encouragement et d'encadrement de l'innovation financière positive en créant au sein de l'AMF un *hub* de l'innovation.

SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS

Recommandation n°1 : Relancer une dynamique de réflexion au niveau international à la hauteur de l'année 2009. La France pourrait être le fer de lance de ce mouvement.

Recommandation n°2 : Finaliser Bâle III et retrouver un *level playing field* raisonnable en communiquant à l'échelle internationale sur les effets néfastes de toute stratégie de cavalier seul en matière de (dé)régulation financière.

Recommandation n°3 : Sur le plan diplomatique, ne pas promouvoir la création d'une Organisation mondiale de la finance.

Recommandation n°4 : Relancer l'activité du *Joint Forum of financial market regulators* et l'élargir *a minima* à tous les pays membres du Comité de Bâle, de l'IOSCO et de l'IAIS.

Recommandation n°5 : En Chine, préciser davantage dans la loi les règles de régulation financière, pour plus d'équité dans leur application.

Recommandation n°6 : En Chine, créer une agence dédiée au recueil d'informations de la part des institutions financières, et à leur diffusion auprès des régulateurs.

Recommandation n°7 : Porter la question de la *compliance* sur la table internationale. La France, qui a développé intensivement la *compliance* en bonne intelligence entre institutions financières et régulateurs, et ce alors qu'elle n'est pas dans sa culture, pourrait utilement éclairer les pays en développement dans ce chantier.

Recommandation n°8 : Traiter dans les enceintes internationales la question de la cohérence temporelle en matière de prévention et de gestion de crises financières. Les enceintes internationales se sont trop concentrées sur les normes techniques : l'économie politique de l'interventionnisme doit également être discutée et faire l'objet de lignes directrices.

Recommandation n°9 : Réformer la structure des banques systémiques pour rompre les liens avec le *shadow banking*, porteurs d'un risque systémique.

Recommandation n°10 : Au niveau européen, renforcer les pouvoirs du CERS en matière de surveillance macro-prudentielle du *shadow banking*.

Recommandation n°11 : Au niveau européen, encourager l'adoption rapide d'une législation sur le *shadow banking*, qui viendrait compléter celle adoptée en mai 2017 sur les fonds monétaires.

Recommandation n°12 : En France comme dans tous les autres pays, investir dans les relations diplomatiques avec les Etats-Unis la question de la régulation financière, et élaborer des scénarios en fonction des avenir possibles. Le travail pourrait être mené aussi au niveau européen.

Recommandation n°13 : Convoquer un Conseil européen sur les conséquences du Brexit en matière de régulation financière, afin d'éviter l'impasse de la théorie des jeux et du dilemme du prisonnier.

Recommandation n°14 : En Chine, institutionnaliser et systématiser la coopération inter-agences, en dehors des seules périodes de crise.

Recommandation n°15 : Encourager tous les pays, en particulier les pays émergents, à se doter d'un organe de supervision macroprudentielle. Pour chaque pays étant donné doté d'un tel organe, faire un bilan au G20 de l'état d'avancement de ses travaux.

Recommandation n°16 : Porter sur la table des négociations internationales la question du retour de la séparation stricte entre activités de dépôt et d'investissement - et promouvoir ce principe, à condition que se dégage un consensus.

Recommandation n°17 : En France, reproduire le modèle britannique d'encouragement et d'encadrement de l'innovation financière positive en créant au sein de l'AMF un hub de l'innovation.

Annexe 1 :

Le tableau de bord de l'Observatoire international des régulations économiques

TABLEAU DE BORD

0. Questions préliminaires

→ Pourquoi réguler ? Quelles sont les raisons d'être de la régulation dans votre pays ? Quels sont les fondements théoriques sous-jacents ? (ex : croyance néoclassique au caractère optimal de la concurrence pure et parfaite)

I. Qui régule ?

1.1. Sur la détention du pouvoir de régulation de l'économie

→ Existe-t-il des organes de régulation à part entière ou la régulation de l'économie est-elle seule confiée au législateur et/ou au gouvernement ?

S'il existe des organes de régulation :

1.2. Sur l'indépendance des autorités de régulation

→ Quel est le statut juridique des organes de régulation ?

→ Quel est leur degré d'indépendance vis-à-vis du pouvoir exécutif ?

→ Comment se déroule la procédure de nomination des membres des collèges décisionnels des autorités ?

→ Quelle est la durée des mandats ?

→ L'exécutif peut-il réformer une décision prise par une autorité de régulation (« dernier mot ») ?

→ Existe-t-il des liens organiques entre les autorités de régulation et les pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire ?

1.3. Sur le choix du niveau de pertinence géographique

→ La régulation se fait-elle au niveau national ? local ? supranational ? transfrontalier ? Est-ce que le niveau de pertinence géographique dépend des secteurs ?

→ Comment s'articulent ces différents niveaux géographiques ? Existe-t-il un principe de « subsidiarité » (cf. règles de répartition géographique selon un critère de pertinence) et si oui comment est-il appliqué ? Existe-t-il un pouvoir d'évocation ?

1.4. Sur le degré de transparence du fonctionnement des autorités de régulation

→ Les **procédures** existantes dans ces autorités assurent-elles une transparence suffisante ?

→ Comment se déroule **l'instruction** des dossiers ?

→ Est-il possible de dénoncer des pratiques d'une entreprise de manière **anonyme** ?

→ Les **principes** qui régissent la procédure juridictionnelle démocratique sont-ils aussi appliqués aux procédures devant les agences (**publicité** des débats, **droits de la défense**, **droit à ne pas s'auto-incriminer**, **exigence du contradictoire**) ?

1.5. Sur l'expertise et la crédibilité des autorités de régulation

→ Où se situe le curseur entre **l'expertise et le politique** dans les autorités de régulation ?

→ Les membres sont-ils **recrutés** sur des critères d'expertise objectifs ?

II. Qu'est-ce qui est régulé ?

2.1. Sur l'articulation entre régulation transversale et sectorielle

→ Des organes de régulation transversaux **coexistent-ils** avec des organes de régulation sectoriels ?

→ Si oui, **quelle articulation** entre eux (dialogue formel tels que l'obligation de demande d'avis ainsi que le dialogue informel, prééminence de l'un sur l'autre, interférences, pouvoir d'évocation) ?

→ Comment sont fixées les **délimitations entre secteurs** ? Par exemple, existe-t-il un grand régulateur des industries de réseaux ? L'énergie a-t-elle été divisée en plusieurs secteurs régulés indépendamment ?

2.2. Sur le degré de libéralisme de l'économie

→ Jusqu'à quel **niveau de détail** sont régulés les secteurs ? Cela dépend-t-il des secteurs ?

→ Comment sont identifiées les **défaillances de marché** ?

→ Les **prix** sont-ils régulés, plafonnés ? Qu'est-ce qui entre dans le champ des **pratiques anticoncurrentielles** ?

→ Comment fonctionne la **législation anti-trust** ? Le contrôle des concentrations, s'il existe, s'effectue-t-il *a priori* ou *a posteriori* ?

2.3. Sur la régulation de l'économie et l'intérêt général

→ Comment le **mandat** d'une autorité de régulation est-il défini ? Est-ce inscrit dans une norme législative ?

→ Est-ce que le mandat d'une autorité de régulation **intègre la prise en compte d'intérêts supérieurs** ? De l'intérêt général ? De la sécurité juridique (cf. stabilité des normes, stabilité

de la jurisprudence, capacité d'anticipation des acteurs économiques) ? Des interactions avec d'autres secteurs ?

→ Existe-t-il un **dialogue entre autorités de régulation et autorités non économiques** ? (tels que les autorités type CNIL française)

III. Qui se charge de veiller à l'application de la régulation ?

3.1. Sur la production de normes et de réglementation

→ Qui est **producteur de normes** en matière de régulation ? Des agences partagent-elles le pouvoir avec la représentation démocratique ?

→ Comment ce pouvoir est-il réparti ?

3.2. Sur les outils à la disposition des autorités de régulation

→ Les décisions des autorités de régulation sont-elles **exécutoires** ?

→ Les autorités de régulation ont-elles un **pouvoir normatif** ? un **pouvoir réglementaire** ?

→ Les autorités de régulation ont-elles un **pouvoir de sanction** ?

→ Quels sont leurs pouvoirs en **matière d'enquête** ? **d'instruction** ?

→ Ont-elles un **pouvoir d'injonction** ? **d'interdiction** ? **d'astreinte** ?

→ Peuvent-elles **imposer des engagements**, structurels et/ou comportementaux ? Dans quelle immédiate ?

→ Ont-elles un **pouvoir transactionnel** ?

→ Ont-elles un **pouvoir d'autosaisine** ?

IV. La régulation s'inscrit-elle dans un cadre démocratique ? Est-elle protectrice des entreprises ?

4.1. Sur les voies de recours

→ Existente-t-il des possibilités de **recours gracieux ou hiérarchique** ? Faut-il s'adresser à l'autorité de régulation ou à l'exécutif ?

→ Y a-t-il une possibilité de contester la décision d'une autorité de régulation **devant le juge** ? Existente-t-il des restrictions à cette possibilité de recours ?

→ **Quels types de décision** d'une autorité de régulation sont-ils contestables devant le juge ? Seulement les décisions finales de sanction ? Certains **actes détachables** tels que des décisions de levée du secret des affaires ?

4.2. Sur l'effectivité des recours

→ **Quel degré de contrôle** exerce le juge sur les décisions des autorités de régulation ? Se

limite-t-il au contrôle de légalité externe ? Va-t-il jusqu'au contrôle de la légalité interne et si oui, dans quelle proportion (contrôle de l'erreur manifeste d'appréciation ou contrôle normal) ?

→ Quel est le pourcentage de règlement des litiges par l'**arbitrage** ou la **transaction** ?

→ Quel est le coût des procédures administratives, de la *compliance* ?

→ Existe-t-il des **mesures conservatoires, d'urgence** ?

→ Quel est le **coût et la durée**, en moyenne et en écarts-types, des **procédures juridictionnelles** ?

4.3. Sur la protection des intérêts des entreprises et la « sécurité juridique »

→ **La loi** sur la régulation d'un secteur est-elle **stable** ?

→ **Le droit souple** (i.e. recommandations, lignes directrices, codes de conduite...) a-t-elle une grande place dans la régulation du secteur ? Est-il stable ? Les autorités de régulation doivent-elles motiver, par exemple, un « revirement » de leur droit souple ?

→ Comment fonctionne la question de la **protection et de la levée du secret des affaires** dans les procédures administratives et juridictionnelles ?

→ La **jurisprudence** en matière de régulation est-elle **lisible** ? commentée ?

→ La **jurisprudence** en matière de régulation est-elle stable ? Comment fonctionnent les revirements de jurisprudence ? Y a-t-il la possibilité d'aménager leurs effets dans le temps ou sont-ils rétroactifs ? Les revirements de jurisprudence doivent-ils être motivés ?

→ Dans son contrôle, le juge **intègre-t-il la notion d'intérêt général** ?

V. Qui évalue la qualité de la régulation ?

→ Existe-t-il un **contrôle démocratique** de la qualité de la régulation ? S'exerce-t-il à un niveau **national ou supranational** ?

→ Ce contrôle est-il **périodique** ?

→ La régulation et son fonctionnement ont-ils connu des **réformes** importantes ces dernières années ? Quel est le bilan de ces réformes ?

VI. Éléments préliminaires d'analyse

→ **Quels sont, selon vous, les véritables particularités du système de régulation dans votre pays ?**

→ **Quels sont, à vos yeux, les avantages et les inconvénients de votre système de régulation ? Les points forts et à l'inverse les points à améliorer ?**

→ **Dans ce questionnaire, y a-t-il des concepts qui ne trouvent pas d'équivalent dans votre propre système juridico-économique ?** Certaines questions vous ont-elles posé des problèmes à cet égard ? Si oui, lesquelles ? Au contraire, des concepts qui existent dans votre pays et qui n'apparaissent pas dans ce questionnaire ?

Annexe 2 :

La composition de l'Observatoire international des régulations économiques

1. Le panel

Jean-Michel Darrois, Président

Nationalité : Française

Diplômé de Sciences Po Paris et de l'université Paris II Panthéon-Assas, Jean-Michel Darrois est avocat d'affaires. Ancien membre de la commission Attali pour la libération de la croissance française, il dirige actuellement le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier qu'il a lui-même fondé en 1987.



Francisco Müssnich

Nationalité : Brésilienne

Diplômé de la Harvard Law School et de l'université catholique de Rio de Janeiro, Francisco Müssnich est avocat d'affaires. Il est Fondateur et associé senior du cabinet Barbosa Müssnich & Aragão. Ses activités l'ont conduit à travailler aussi bien au Brésil qu'à l'international.



Paul C. Saunders

Nationalité : Américaine

Diplômé de Georgetown, Paul C. Saunders a travaillé au sein du cabinet Cravath en tant qu'associé jusqu'en 2010. De 2010 à 2014, il a été avocat conseil au département contentieux du cabinet. Il est actuellement Président de l'Institut national de la magistrature de New York sur le professionnalisme dans la loi et membre de plusieurs groupes de travail et commissions tout en enseignant à Georgetown.



Robert Safari Zihahirwa

Nationalité : Congolaise (RDC) / Responsable zone Afrique de l'Ouest

Diplômé de la faculté de droit de l'université de Kinshasa, Robert Safari Zihahirwa est magistrat de profession. Il a été successivement Officier du Ministère public, Juge du Tribunal de grande instance, Juge du tribunal de commerce, Président des tribunaux de commerce de Kinshasa et Conseiller à la Cour d'appel. Elu Juge à la Cour commune de Justice et d'Arbitrage de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA) par la 38ème session du conseil des ministres de cette organisation, il exerce actuellement un mandat de sept ans non renouvelable au sein de cette Cour dont le siège est établi à Abidjan en République de Côte d'Ivoire.



Gabriel Hawawini

Nationalité : Française / Responsable gains et coûts économiques de la régulation

Diplômé de l'université de New York en économie, Gabriel Hawawini est professeur de finances à l'INSEAD. Il a notamment enseigné à l'université de New York, à Columbia, ou encore à Wharton. En parallèle, il est membre du Conseil d'administration de plusieurs compagnies et conseille des entreprises en management.



Hua Li

Nationalité : chinoise

Hua Li est Associée au cabinet Squire Patton Boggs. Elle a auparavant travaillé au ministère du commerce extérieur et de la coopération économique avant de devenir vice-directrice du commerce extérieur de la commission d'Etat pour l'économie et le commerce.



Graham Gibb

Nationalité : Britannique

Diplômé de l'Université de Glasgow, Graham Gibb est avocat d'affaires. Il est partner au cabinet d'avocat londonien Macfarlanes LLP, et y préside le comité international.



Gloria Isabel Ortiz Castaneda

Nationalité : Colombienne

Diplômée de l'université Paris 2 Panthéon-Assas en M1 (Droit Privé Général) et M2 en (Droit Européen Comparé approfondi en Droit chinois, japonais et des pays arabes) ainsi que de l'université Externado de Colombia, Gloria Isabel Ortiz Castaneda est membre de l'Association Macondo pour le développement des échanges entre juristes français et colombiens. Elle est actuellement coordinatrice de sécurité de produit et surveillance des marchés pour la protection des consommateurs à la Surintendance d'Industrie et Commerce de Colombie.



Nasser Wahbi

Nationalité : Syrienne

Nasser Wahbi est conseiller juridique auprès d'Affaki Avocats et chercheur en économie et en droit des affaires à l'Ambassade du Qatar à Paris. Il est également membre du Cercle des économistes arabes. Il est diplômé de l'Université de Paris II où il a obtenu un master en droit des affaires et un doctorat en droit des marchés financiers. Il est également titulaire d'un DEA en droit public et d'un DEA en droit international de l'Université de Damas.



2. Les conseillers spéciaux et personnes consultées

Paulo Ceppas Figueiredo, Associé au Cabinet BMA

Adam Koffi Drissa, Doctorant en droit privé à l'Université de Bouaké en République de Côte d'Ivoire

Ana Carolina de Oliveira Malta, Associée au Cabinet BMA

Dominique B. Walter, Associée au Cabinet BMA

3. La rapporteure générale : Angélique Delorme, maître des requêtes au Conseil d'Etat

L'Observatoire bénéficie également de l'appui de la Fondation pour le Droit Continental, en particulier de son président, **Jean-François Dubos** et de sa directrice générale, **Laure Bélanger**.

Annexe 3 :

Bibliographie

Acharya et Yorulmazer, « *Too many to fail: an analysis of time inconsistency in bank closure politics* », 2007, et « *Cash-in-the-market pricing and optimal resolution of bank failure* », 2008

Agarwal et al., « *Inconsistent regulators : evidence from banking* », 2014

Michel Aglietta, *La finance chinoise dans la nouvelle phase de la réforme économique*, février 2011, Revue d'économie financière

Baldwin, Cave et Lodge, *Understanding Regulation : Theory, Strategy and Practice* [Compréhension de la Régulation : Théorie, Stratégie et Pratique]

Professeur Lawrence G. Baxter, *Fundamental Forces Driving United States and International Financial Regulation Reform* [Les facteurs fondamentaux qui motivent la réforme de la régulation financière aux États-Unis et au niveau international]

Carletti et al., « *Supervisory incentives in a banking union* », 2016

E. Denters, *Regulation and Supervision of the Global Financial System: A proposal for Institutional Reform* [Régulation et surveillance du système financier mondial : Une proposition de réforme institutionnelle], Amsterdam Law Forum, Vol. 1, No. 3 (2009)

Christophe Destais, « *Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier* », directeur adjoint du CEPII, 2011

Eatwell, 2011

S. Gadinis, *The Politics of Competition in International Financial Regulation*, « *La politique de la concurrence dans la régulation financière internationale* », 49 Harvard International Law Journal 447 (2008)

Ebénézer D. Keuffi, *La régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA*

Roland Tcheumalieu M. Fansi, *Droit et pratique bancaire dans l'espace OHADA*

Lucchetta et al., « *Closing a bank or making it safer?* », 2017

François Marc, *Rapport d'information du Sénat n° 607*, au nom de la commission des affaires européennes, sur *l'amélioration de la transparence et de la régulation du système financier parallèle*

Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart, *Le Shadow Banking*, 2015

Morrison et White, « *Reputational contagion and optimal regulatory forbearance* », 2013

E. Murphy, *Who Regulates Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Securities Markets* [Qui réglemente qui et comment ? Un aperçu de la politique réglementaire financière des États-Unis portant sur les marchés bancaires et financiers], Service de recherches du Congrès des États-Unis, le 30 janvier 2015

Anne-Marie Slaughter, *A New World Order* [Un nouvel ordre mondial], Princeton University Press, (2004)

D. Zaring, *Post-Crisis International Financial Regulation* [Régulation financière internationale d'après-crise], *International Finance Reformed*, 2011, p.8

Michel Aglietta, *La finance chinoise dans la nouvelle phase de la réforme économique*, février 2011, *Revue d'économie financière*

Livre vert, *Le Système bancaire parallèle*, Commission européenne, 19 mars 2012

Recommandation du CERS du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectifs monétaires

IMF World Economic Outlook, avril 2015

Banque & Stratégie, avril 2016 n° 346, Cahier de prospective bancaire et financière

Revue banque n° 795, avril 2016

EU Shadow Banking Monitor 1/ July 2016

Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe (n° 10/July 2016)

Revue banque n° 800, octobre 2016

Etude Conseil de stabilité financière, mai 2017

www.economie.gouv.fr

www.qfma.org.qa

www.jsc.gov.jo