

LES LIMITES DE L'AUTORÉGULATION FINANCIÈRE

BERNARD COUPEZ*

LES ENJEUX DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Le terme « régulation » en matière financière ne fait pas l'objet d'un consensus quant à sa signification. Il est souvent utilisé dans un sens étroit, comme l'équivalent du terme anglo-saxon « regulation ». Le mot anglais signifie en effet réglementation et fait référence à un ensemble de règles et de comportements.

223

La « régulation », qui édicte des règles à suivre se distingue alors de la « supervision », qui contrôle le respect de ces règles. Mais dans une acception plus large, le terme « régulation » peut englober aussi bien les aspects de réglementation que de supervision, puisque c'est cet ensemble qui permet d'assurer l'équilibre du système.

La réglementation et la supervision sont souvent exercées directement par l'État ou par l'intermédiaire d'autorités administratives publiques qui peuvent être plus ou moins indépendantes et dotées d'une certaine autonomie. C'est le cas dans la sphère financière avec en France l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Dans le système français, ces derniers sont des autorités administratives indépendantes dotées d'un pouvoir de type normatif (et donc non législatif) en matière de régulation et d'un pouvoir de contrôle et de sanction.

* Professeur associé en sciences économiques, Centre de recherches en économie et droit, Université Paris 2 Panthéon-Assas ; membre du Collège, Autorité des marchés financiers (AMF).
Contact : bernard.coupez@u-paris2.fr.

L'auteur remercie Bruno Deffains pour ses remarques et suggestions qui lui ont permis d'améliorer une version antérieure de cet article. Les erreurs et les omissions relèvent, toutefois, de la seule responsabilité de l'auteur.

En finance de marché, rendre efficient la régulation et la supervision suppose à la fois de la souplesse dans l'application des règles et optimiser la concurrence entre les différents marchés ou les lieux de confrontation des professionnels entre eux. Cela implique des modalités opérationnelles où doivent se conjuguer corégulation, coopération et convergence des règles retenues. Globalement, le recours croissant à des autorités de régulation est généralement justifié par leur plus grande impartialité, leur réactivité, leur efficacité et la participation de personnalités d'origines diverses à leur processus de décision et à leur fonctionnement.

La régulation financière moderne se caractérise¹ « par un système normatif décentralisé faisant intervenir directement les parties intéressées ». On parlera d'autorégulation ou de *soft regulation* (régulation douce), lorsque ce sont les acteurs économiques privés qui mettent en place les règles (chartes, codes de bonne conduite, par exemple).

Dans ce cadre, un rôle nettement plus marqué est accordé aux parties prenantes (*stakeholders*) dans un large spectre comprenant des acteurs privés, semi-privés, voire publics. Cela va des associations professionnelles aux ONG (organisations non gouvernementales) consuméristes, spécialisées en finance. Le rôle de ces acteurs est bien réel, car la participation à l'élaboration d'un droit mou (*soft law*) ne se limite pas à la formalisation d'usages professionnels considérés comme de bonnes pratiques, mais peut s'étendre à des participations actives (via notamment des consultations) à des instances internationales de concertation², de coopération³, de coordination⁴ et de propositions de normes.

Nous chercherons à démontrer, en examinant deux cas récents pourquoi l'autorégulation génère des limites qui conduisent certains acteurs concernés de la finance à souhaiter le passage de l'autorégulation à la régulation, accompagnée d'une supervision des acteurs et d'un dispositif de sanctions.

Le premier cas est celui de la notation de crédit, où l'autorégulation existant avant la faillite de Lehman Brothers a clairement montré ses limites et où ensuite une régulation européenne et transatlantique s'est imposé, accompagnée d'une supervision des acteurs.

Le deuxième cas examiné est plus récent et en pleine évolution puisqu'il s'agit des *initial coin offerings* (ICO), opérations de levées de fond effectuées à travers une technologie de registre distribué (DLT pour *distributed ledger technology*) qui donnent lieu à une émission de jetons (*tokens*), où l'autorégulation prévaut actuellement, mais où le débat sur le passage de l'autorégulation à une forme de régulation est actuellement intense non seulement chez les acteurs, mais aussi au sein des régulateurs.

LA NOTATION DE CRÉDIT : DE L'AUTORÉGULATION À LA RÉGULATION EUROPÉENNE⁵

La crise financière de 2007-2008 a mis en lumière l'importance systémique des agences de notation dans le système financier. Elles ont été violemment critiquées pour avoir sous-évalué le risque de plusieurs types de produits – notamment les produits titrisés – s'appuyant sur des méthodologies jugées défaillantes opaques et procycliques⁶. La structure oligopolistique du marché et les conflits d'intérêts structurels des agences auraient été à l'origine de ces dysfonctionnements.

Le législateur européen a dès lors mis en place des réglementations⁷ visant à éliminer les conflits d'intérêts et à réduire les barrières à l'entrée de manière à faciliter l'accès de nouveaux entrants sur le marché européen de la notation de crédit⁸. À la fin d'avril 2017, le nombre d'agences de notation atteignait vingt-cinq agences enregistrées auprès de l'European Securities and Markets Authority (ESMA). Toutefois, en termes de parts de marché, de taille et de chiffre d'affaires, le caractère oligopolistique du marché de la notation européen perdure, voire se renforce. La Commission européenne a publié en octobre 2016 un rapport⁹ faisant notamment état de la concurrence dans le secteur de la notation, qui conclut qu'« un léger renforcement de la concentration a été observé sur l'ensemble du marché des agences de notation de crédit, le calcul reposant sur le chiffre d'affaires généré uniquement par l'activité de notation ».

225

Par ailleurs, faisant état des risques associés à une dépendance excessive aux notations de crédit des agences, le Conseil de stabilité financière (CSF ou en anglais Financial Stability Board, FSB) a promu la réduction de la dépendance mécanique aux notations de crédit des acteurs de marché via (1) la suppression des références législatives ou réglementaires qui encouragent ou rendent obligatoire l'utilisation des notations et (2) le développement de méthodologies internes d'évaluation du risque de crédit (FSB, 2010). Toutefois le marché européen n'a pas réellement trouvé d'alternatives aux notations de crédit et les participants de marché (émetteurs, investisseurs, administrations publiques, prêteurs, etc.) continuent d'utiliser largement ces notations. De plus, les notations sont toujours requises dans certaines réglementations européennes sectorielles telles que CRD IV ou Solvabilité II.

Le marché européen des agences de notation : état des lieux

Vivement critiquées pendant la crise financière de 2007-2008, les agences de notation évoluent désormais dans un environnement réglementaire totalement différent de celui d'avant-crise. Il est ainsi

intéressant d'observer les évolutions du marché, plusieurs années après la mise en place des réglementations européennes.

La structure du marché européen de la notation a peu évolué

Depuis la mise en place du régime européen d'encadrement des agences de notation, le nombre d'agences est relativement stable¹⁰. À la fin d'avril 2017, on compte en Europe quarante-trois agences de notation (vingt-cinq agences si l'on consolide les sept filiales de Fitch Ratings et de Moody's et les trois de S&P en trois entités) dont :

- trente-neuf agences de notation enregistrées par l'ESMA en vertu du règlement européen 1060/2009. Leur implantation est diversifiée : huit agences sont établies au Royaume-Uni et en Allemagne, sept en Italie, quatre en France, trois en Pologne et en Espagne, deux à Chypre et une au Portugal, en Grèce, en Bulgarie et en Slovaquie ;

- quatre agences de notations certifiées, dont deux agences américaines, une agence de notation japonaise et une agence de notation mexicaine. En effet, la Commission européenne a adopté neuf décisions d'équivalence¹¹ attestant que les régimes réglementaires et de supervision des pays tiers étaient équivalents au régime européen. L'équivalence permet ainsi aux agences de notation de ces pays d'adresser à l'ESMA une demande de certification.

226

Malgré le nombre important d'entités, on constate que le marché européen de la notation est toujours dominé par les trois agences de notation américaines historiques (S&P, Fitch Ratings et Moody's) qui détenaient plus de 92 % des parts du marché européen à la fin de 2016 (contre plus de 95 % aux États-Unis). La plus importante des agences indépendantes, DBRS d'origine anglaise, n'en détient que 1,89 %.

Standard & Poor's dispose d'une position dominante sur le marché européen avec 45 % des parts du marché, soit près de trois fois la part de marché détenue par Fitch Ratings, troisième grande agence de notation. Il est par ailleurs intéressant d'observer que Moody's a vu ses parts de marché baisser entre 2014 et 2016, non au profit des nouveaux entrants sur le marché, mais au profit de Standard & Poor's, *leader* incontesté du marché européen. Un renforcement qui s'expliquerait en partie par le dynamisme du marché *high yield*, sur lequel S&P est l'agence la mieux positionnée.

Par ailleurs, on constate que seules les trois grandes agences de notation et DBRS produisent des notes pour toutes les catégories d'émetteurs (ESMA, 2016a). Les grandes agences assurent ainsi une couverture géographique mondiale de toutes les catégories d'actifs.

A contrario, les agences de petite taille sont spécialisées sur certains segments, AM Best ayant, par exemple, un rôle significatif dans les

émissions des sociétés d'assurances. Elles notent ainsi un nombre d'actifs limité et exercent des activités transfrontalières restreintes.

Le marché de la notation a retrouvé des niveaux d'avant-crise, mais reste saturé et peu accessible pour les petites agences

Jusqu'en 2007, les trois grandes agences de notation étaient très rentables et réalisaient des marges opérationnelles comprises entre 30 % et 55 %. En 2008, l'effondrement du marché de la titrisation a notamment fragilisé leur situation financière. Leurs résultats financiers ont subi une importante contraction à la fin de 2008, mais à partir du second semestre 2009, la tendance s'est inversée. Aujourd'hui, on constate que la capacité à générer des revenus et les marges opérationnelles des trois grandes agences de notation ont retrouvé des niveaux d'avant-crise (ESMA, 2016b).

La situation est toutefois bien différente pour les petites agences de notation. La faible amélioration des conditions économiques a conduit certaines d'entre elles à prendre des décisions stratégiques et à changer de modèle d'exploitation pour atteindre la taille critique via (1) des consolidations, c'est notamment le cas de Feri EuroRating Services, agence de notation allemande enregistrée par l'ESMA le 14 avril 2011 qui a été acquise par Scope Corporation en 2017, ou (2) une diversification de leur gamme de produits et de leur présence géographique.

L'introduction d'un régime complet d'encadrement et de supervision (cf. *infra*) dans de nombreuses juridictions et particulièrement en Europe pourrait logiquement être considérée comme de nature à créer d'importantes barrières à l'entrée. Le nombre élevé d'agences enregistrées tend cependant à infirmer cette perception, le régime européen se voulant proportionné puisque les « petites » agences peuvent solliciter, lors du processus d'enregistrement, une exemption de certaines dispositions (relatives notamment à la gouvernance, la création d'un service chargé de la vérification de la conformité, la mise en place d'une fonction de réexamen chargée d'examiner périodiquement les méthodes, les modèles et les principales hypothèses de notation, et la rotation progressive pour les analystes de notation).

La supervision des agences de notation

Avec l'adoption et l'entrée en vigueur du règlement (UE) n° 513/2011 du 11 mai 2011 qui a modifié le règlement (CE) n° 1060/2009, l'ESMA s'est vu conférer un pouvoir exclusif de supervision directe des agences de notation, son premier domaine de compétence en matière d'enregistrement et de contrôle. Conformément au règlement européen révisé, l'ESMA publie chaque année un rapport sur ses activités de supervision.

L'ESMA supervise actuellement trente-neuf agences enregistrées et quatre agences certifiées. En 2016, elle a refusé la candidature d'une agence de notation polonaise et a été approché par plusieurs acteurs en vue d'un enregistrement. Elle a également retiré l'enregistrement à l'agence allemande Feri EuroRating Services qui a été acquise par l'agence Scope Corporation.

Une supervision des agences mieux ciblée

Face aux changements significatifs dans la gouvernance et la stratégie de plusieurs agences de notation, l'ESMA souhaite accentuer ses efforts de supervision en se concentrant sur des problématiques précises, identifiées comme prioritaires, que sont la stratégie et la gouvernance, l'indépendance, la structure de contrôle interne et les infrastructures IT (*information technology*) (notamment la sécurité des informations et l'utilisation du *cloud computing*).

Pour ce faire, l'ESMA a notamment adopté une approche par les risques, développé son outil RADAR, qui lui permet de collecter des informations sur les prix et les frais prélevés pour les notations et les services auxiliaires, et travaillé au développement de sa European Rating Platform qui donne gratuitement accès à toutes les notations émises et leurs perspectives de manière actualisée.

228

Des contrôles et des sanctions plus fréquents ?

S'agissant des contrôles, l'ESMA a porté en particulier son attention sur les conflits d'intérêts, la robustesse du processus de notation, la revue des méthodologies et la gouvernance.

En 2016, l'ESMA a infligé une sanction de 1,38 M€ à Fitch Ratings pour un certain nombre d'infractions au règlement (CE) n° 1060/2009 (dit « CRA 1 »), notamment le fait de prévenir l'entité notée (en l'occurrence la république de Slovénie en 2012) au moins douze heures avant la publication de la notation, afin que l'émetteur ait une opportunité de vérifier d'éventuelles erreurs commises par l'agence dans son rapport .

Avant cette sanction, il convient d'observer que l'ESMA a exercé seulement deux fois son pouvoir de sanction : DBRS a été sanctionné à 30 000 euros d'amende pour des défaillances dans son contrôle interne en juin 2015, et Standard & Poor's a reçu un blâme en 2014 pour avoir adressé un courrier électronique à 468 souscripteurs annonçant par erreur la dégradation de la note de la France en 2011.

La Commission européenne avait dès lors conclu en 2016 que « le niveau de sanction actuel ne semble pas proportionnel au chiffre d'affaires des agences, notamment dans le cas des grandes agences. Les amendes que l'ESMA peut imposer à l'heure actuelle n'ont aucun effet

dissuasif dans la pratique ». À titre de comparaison, aux États-Unis, la SEC (Securities and Exchange Commission) a imposé, en janvier 2015, des sanctions globales de 77 M\$ pour une série d'infractions à la loi fédérale sur les valeurs mobilières commises par Standard & Poor's¹². L'ESMA est toutefois contrainte de respecter les montants d'amendes définis par le règlement (CE) n° 1060/2009.

La supervision des notations

L'ESMA supervise étroitement les changements (négatifs et positifs) de notations. Ces changements ne constituent pas en soi une indication quelconque d'une violation de la réglementation. Toutefois ils impliquent que l'ESMA s'assure qu'ils ont été initiés via un processus de notation indépendant et rigoureux. L'ESMA observe que le nombre de changements de notation varie selon le type d'actifs et en fonction des agences.

De plus, après la crise financière, les grandes agences de notation ont largement révisé leurs méthodologies de notation. Cette tendance s'étend désormais aux petites agences. L'ESMA vérifie notamment que ces changements de méthodologies sont faits conformément aux exigences réglementaires.

S'agissant de la qualité des notations, l'ESMA a publié des orientations sur la validation et la revue des méthodologies des agences qui promeuvent des techniques quantitatives et qualitatives de validation et de revue (ESMA, 2017). Elle a également enquêté sur les processus de notation de plusieurs agences et a continuellement examiné la qualité de leurs notations de crédit.

229

Des frais peu transparents et déconnectés des coûts réels

Conformément au règlement européen susmentionné, les agences de notation doivent facturer des frais à leurs clients qui ne sont pas discriminatoires et fondés sur les coûts réels (Annexe 1, Section B).

Dans le cadre de ses missions de supervision, l'ESMA a constaté que :

- la tarification des agences de notation était peu transparente ;
- plusieurs agences pratiquaient des écarts entre les prix effectifs et leurs politiques de tarification ;
- les coûts réels des agences ne semblaient pas être l'un des principaux facteurs utilisés pour fixer les prix de leurs services ;
- la dynamique concurrentielle du marché des agences (structure oligopolistique et marges très élevées des *Big Three*) impactait les prix à la hausse.

Ces pratiques peuvent ainsi avoir des conséquences très négatives pour les clients qui ne disposent pas des informations suffisantes pour prendre leur décision.

En conclusion, il est encore trop tôt pour évaluer l'impact des mesures mises en place. Il faudra du temps avant d'observer les effets de la réglementation sur la concentration du marché, et la mise en application récente de la European Rating Platform devrait améliorer la visibilité des notations et renforcer la concurrence. Toutefois la Commission européenne prévoit dans le meilleur des scénarios un (faible) déclin des parts de marché détenues par les trois grandes agences d'ici à 2020, le conservatisme des émetteurs et des investisseurs ne permettant pas de faire réellement évoluer la structure concurrentielle du marché. Des progrès sont toutefois à noter s'agissant de la transparence des agences de notation, l'accès aux analystes et la clarté du processus de publication des notations souveraines.

RÉGLEMENTER LES INITIAL COIN OFFERINGS AUJOURD'HUI ?¹³

L'essor des DLT ces dernières années a conduit à l'émergence d'un écosystème dit « *blockchain* » qui comprend plusieurs types d'acteurs proposant la fourniture de services financiers¹⁴ via des environnements DLT. La montée en puissance de ces technologies soulève un certain nombre de questions, sur le plan juridique notamment.

230

Le paysage des services financiers est actuellement confronté à l'émergence de ces technologies qui revêtent différentes formes dans leur usage, et qui sont développées ou mises en œuvre aussi bien par des *start-up* que par des acteurs historiques.

Sur le plan juridique, les ICO soulèvent de nombreuses interrogations, en particulier quant à la qualification et à l'appréhension, au regard du droit positif, des opérations et des instruments résultant de ce nouveau paradigme, à la fois économique et technologique.

Les ICO sont des émissions de jetons en vue de lever des fonds par offre au public. Elles sont appelées ainsi en raison de leurs similitudes avec les introductions en bourse classiques, appelées en anglais *initial public offerings* (IPO), lesquelles consistent à émettre des titres de capital pour lever des fonds par offre au public. Pour autant, les ICO sont des opérations de nature spécifique qui diffèrent des IPO en ce qui concerne notamment la nature des droits acquis par les investisseurs, les jetons n'ayant pas *a priori* de caractéristiques analogues à celles des titres de capital.

Les ICO représentent un nouveau mode de financement, fondé sur la technologie *blockchain*, généralement utilisé par des FinTech ou des communautés de développeurs. L'opération d'ICO est réalisée via une application de tenue de registre décentralisé, partagée par ses

utilisateurs. L'opération d'ICO est ainsi réalisée, en principe, sans intermédiaire financier.

La levée de fonds sert à monter ou développer un projet prédéfini par les développeurs à l'origine de l'opération d'ICO. Ces projets peuvent être de différentes natures, mais, d'une manière générale, il s'agit de projets technologiques complexes qui s'adressent en premier lieu à un public averti, technophile, susceptible de comprendre l'univers d'économie et d'investissement dont il est question, mais qui peuvent également s'adresser au grand public. Les ICO et les jetons émis dans le cadre de telles opérations peuvent être de différentes natures et donner lieu à des droits ou des prérogatives disparates.

Au niveau mondial, les ICO rencontrent un succès croissant. En un an, les montants levés par les ICO ont augmenté de manière pratiquement exponentielle. Au 4^e trimestre 2016, les montants levés étaient de l'ordre du million d'euros, au 1^{er} semestre 2017 de l'ordre de dizaines de millions d'euros, et au 3^e trimestre, plusieurs ICO ont levé des centaines de millions d'euros.

Il convient toutefois d'être prudent au sujet des chiffres avancés, étant donné qu'il n'existe pas de source d'information fiable. Néanmoins, au total, de janvier à septembre 2017, environ 1,5 Md€ auraient été levés au niveau mondial dans le cadre d'ICO¹⁵. En prenant en considération les marchés secondaires des jetons issus des ICO, la capitalisation de marché totale des jetons atteindrait, en ordre de grandeur, 5 Md€ à la date de la présente consultation.

Il est important de souligner que les ICO sont un phénomène mondial. Hormis le cas où l'émetteur ou la communauté émettrice interdit l'achat de jetons à des citoyens de certaines juridictions, les ICO constituent une forme d'appel à l'épargne publique sur l'ensemble du réseau internet, lequel est par essence transfrontalier. À ce constat, s'ajoute le fait que les émetteurs ou communautés émettrices n'indiquent pas systématiquement leur localisation. Rien ne permet d'exclure que certaines communautés ayant recours aux ICO soient localisées dans plusieurs pays et soient ainsi à considérer comme « multinationales », voire même « apatrides », à défaut d'éléments tangibles permettant de les localiser ou de définir la législation dont relève leur émission.

Les différentes autorités qui se sont exprimées, au niveau international, au sujet des ICO ont toutes alerté sur les risques que présentent les ICO pour les investisseurs. Par ailleurs, elles ont adopté des approches disparates, qui peuvent être classées en trois catégories distinctes :

– (1) certaines autorités ont prononcé une interdiction des ICO, tels que les régulateurs de Chine¹⁶ et de Corée du Sud¹⁷, constatant notamment que de nombreuses fraudes ou arnaques avaient eu lieu ;

– (2) plusieurs autorités ont adopté une approche au cas par cas et à droit constant, avec des nuances :

– l'ESMA¹⁸, la Financial Conduct Authority¹⁹ (FCA) au Royaume-Uni et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) en Suisse²⁰ considèrent que certaines ICO sont appelées à entrer dans le cadre légal existant relatif aux offres au public de titres financiers ou de la commercialisation d'instruments financiers, tandis que d'autres ICO échappent à la réglementation existante, sans précision à ce stade sur les critères permettant de catégoriser les différentes ICO ;

– aux États-Unis, la SEC a considéré, à propos d'un cas concret d'ICO²¹, que les jetons émis dans le cadre de celle-ci constituaient des « actifs financiers »²² et par conséquent que l'opération d'ICO était régie par les lois fédérales américaines²³ dans le cas d'espèce. La SEC a précisé que les lois fédérales s'appliquent à tout « actif financier », quel que soit son mode de distribution ;

– en Allemagne, la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) a fait savoir qu'au regard du droit national (loi bancaire), les crypto-monnaies sont des instruments financiers. La BaFin régule les prestataires qui fournissent des services d'investissement sur monnaies virtuelles comme elle le fait pour les actions, les dérivés ou les contrats sur devises. Elle n'a cependant pas pris de position générale sur les ICO à ce jour ;

– la Monetary Authority of Singapore (MAS)²⁴ a indiqué qu'elle régule les ICO au titre du droit existant²⁵ dans le cas où les jetons sont des produits régulés, en rappelant cependant qu'elle ne régule pas les crypto-monnaies ;

– (3) d'autres autorités ont indiqué qu'à ce stade, elles ne régulent pas les ICO, à tout le moins pas avant d'en avoir une connaissance approfondie. C'est notamment le cas de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC), qui précise avoir une approche neutre par rapport à la technologie concernée et de la Gibraltar Financial Services Commission²⁶ (FSC), qui entend publier des guidelines en 2018 et faire de Gibraltar un lieu propice au développement des ICO.

Par ailleurs, la Banque centrale de Lituanie a déclaré que les ICO ne sont pas régulées, mais que dans certains cas, il faudrait qu'elles le soient régulées dans la mesure où la vente de jetons est faite auprès d'investisseurs non professionnels et compte tenu des risques élevés de perte en capital pour ces derniers²⁷.

Cela explique pourquoi l'AMF a lancé à la fin de 2017 une consultation publique sur l'opportunité de penser la régulation des ICO. Et qu'elle réfléchit au mode le plus optimal de régulation à mettre en place.

CONCLUSION

Nous avons cherché à démontrer, en examinant deux cas récents, pourquoi l'autorégulation génère des limites qui conduisent certains acteurs concernés de la finance à souhaiter le passage de l'autorégulation à la régulation, accompagnée d'une supervision des acteurs et d'un dispositif de sanctions.

Dans l'exemple de la notation de crédit, l'autorégulation a fait place à une régulation européenne et transatlantique, accompagnée d'une supervision des acteurs. L'examen des effets de la réglementation sur la concentration du marché est récent. La mise en application récente de la European Rating Platform devrait améliorer la visibilité des notations et renforcer la concurrence. Toutefois le conservatisme observé des émetteurs et des investisseurs ne permet pas de faire évoluer rapidement la structure concurrentielle du marché. Des progrès sont toutefois à noter s'agissant de la transparence des agences de notation, l'accès aux analystes et la clarté du processus de publication des notations souveraines.

Dans le deuxième cas examiné, celui des ICO, l'autorégulation prévaut actuellement, mais le débat sur le passage de l'autorégulation à une forme de régulation est actuellement intense non seulement chez les acteurs, mais aussi au sein des régulateurs. Trois thèses s'affrontent : assimiler les ICO à des dispositifs existants, les soumettre à des *guidelines* légères ou mettre en place des dispositions spécifiques, notamment pour garantir le séquestre des fonds déposés par les épargnants et les investisseurs. Car derrière l'examen de la technologie sous-jacente, c'est à chaque fois l'économie sous-jacente qu'il faut prendre en considération et s'assurer que l'éventuelle dimension frauduleuse (forcément à sanctionner) ne soit pas au cœur du développement du projet par les initiateurs.

233

NOTES

1. Voir Couret et Le Nabasque (2012).
2. Par exemple, l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association), ou l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association).
3. Notamment l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) ou le FSB (Financial Stability Board).
4. Surtout depuis la création des agences européennes de supervision.
5. Sur base des travaux internes de Dirat et Benois (2017).
6. Le marché est historiquement dominé par les trois principales agences de notation américaines (Standard & Poors, Moody's et Fitch).

7. Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit, 2009, modifié par le règlement 513/2011, la directive 2011/61/EU, le règlement 462/2013 et la directive 2014/41/EU.

8. Rappelons qu'aux États-Unis jusqu'en 2006, date de l'entrée en vigueur du *Credit Rating Agency Act*, les agences de notation n'avaient jamais été régulées, le statut NRSRO (*nationally recognized statistical rating organization*) accordé par la SEC faisant plus office de label que de véritable régulation. Elles se devaient toutefois de respecter le code de l'OICV selon le principe de l'autorégulation. Le *Dodd Franck Act*, voté en juillet 2010, a par ailleurs renforcé les pouvoirs de la SEC en matière de régulation des agences.

9. Commission européenne, rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit, octobre 2016.

10. L'ESMA identifiait qu'au 7 septembre 2010, quarante-cinq entités juridiques avaient soumis une demande d'enregistrement, et une avait déposé une demande de certification (rapport annuel de l'ESMA).

11. La Commission européenne a adopté une décision d'équivalence pour l'Argentine, l'Australie, le Brésil, le Canada, Hong Kong, le Japon, le Mexique, Singapour et les États-Unis.

12. Voir le site : <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>.

13. Sur la base de travaux internes de l'AMF et notamment Barrat *et al.* (2017).

14. Applications dans le domaine des paiements, du marché des taux, des processus « *know your customer* » (KYC), financement du commerce international et applications liées au stockage des données (*cloud*), etc.

15. Soit environ 1,8 Md\$.

16. Déclaration de la Banque de Chine et de six autres organismes de régulation chinois du 2 septembre 2017.

17. Déclaration de la Commission des services financiers de la Corée du Sud du 29 septembre 2017.

18. Déclarations de l'AEMF/ESMA relatives par l'Agefi le 5 octobre 2017.

19. Voir la publication de la FCA en date du 12 septembre 2017 sur le site : <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>.

20. Voir la publication de la FINMA en date du 29 septembre 2017 sur le site : <https://www.finma.ch/fr/news/2017/09/20170929-mm-ico/>.

21. Voir la publication de la SEC en date du 25 juillet 2017 sur le site : <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>.

22. La SEC se fonde sur le « test Howey » pour déterminer ce qui est un « actif financier » relevant des lois fédérales. Les « actifs financiers » recouvrent la notion de « contrat d'investissement ». Un « contrat d'investissement » est un investissement financier dans une entreprise générale avec une attente raisonnable de profits à tirer des efforts entrepreneuriaux ou managériaux d'autrui (source : <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>, p. 11).

23. À ce titre, ces actifs numériques et leurs émetteurs doivent se conformer à la réglementation fédérale en matière d'enregistrement, de protection des consommateurs, d'information, de sécurité et d'intégrité des marchés.

24. Voir la publication de la MAS du 1^{er} août 2017 sur le site : <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-clarifies-regulatory-position-on-the-offer-of-digital-tokens-in-Singapore.aspx>.

25. La MAS fait référence au *Securities and Futures Act* (Cap. 289) (SFA).

26. Voir la publication de Gibraltar Financial Services Commission du 22 septembre 2017 disponible sur le site : <http://www.fsc.gi/news/statement-on-initial-coin-offerings-250>.

27. Déclarations de la Banque centrale de Lituanie en date des 10 et 11 octobre 2017 : <https://www.lb.lt/en/news/bank-of-lithuania-announces-its-position-on-virtual-currencies-and-ico>.

BIBLIOGRAPHIE

- BARRAT A., MARÉCHAL A. et GUIADER F. (2017), « Réflexions, analyse et orientations sur la régulation des Initial Coin Offerings », Note au Collège, Autorité des marchés financiers.
- COURET A. et LE NABASQUE H. (2012), *Droit financier*, Dalloz, paragraphes 1603 et suivants.
- DIRAT D. et BENOIS F.-R. (2017), « Le marché de la notation de crédit en Europe : état des lieux, enjeux et évolution », Autorité des marchés financiers, Note au Collège.
- ESMA (European Securities and Markets Authority) (2016a), *Competition and Choice in the Credit Rating Industry. Market Share Calculation Required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as Amended*, 16 décembre.
- ESMA (2016b), *ESMA's Supervision of Credit Rating Agencies, Trade Repositories and Monitoring of Third Country Central Counterparties*, p. 37.
- ESMA (2017), *Guidelines on the Validation and Review of CRAs' Methodologies*, mars.
- FSB (Financial Stability Board) (2010), « Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings », 27 octobre.

