

# GLOBALISATION ET COMPÉTITION RÉGLEMENTAIRE

GÉRARD RAMEIX\*

**L**e monde de la finance échappe aux frontières ; il s'est mondialisé ou, pour parler « français », s'est globalisé. Cette situation n'est pas nouvelle. Elle tient d'abord à l'abandon des contraintes pesant autrefois sur les transferts de capitaux, elle tient aussi, bien sûr, à l'ouverture des échanges de biens et de services entre pays et à l'internationalisation des firmes elles-mêmes. Elle s'est accentuée, cependant, du fait de la financiarisation de l'économie, ce terme général désignant une série de phénomènes distincts : appel aux marchés de capitaux – actions ou obligations – eux-mêmes en compétition dans des continents ou des pays différents, adoption d'objectifs de rentabilité purement financière pesant sur la gestion, utilisation d'instruments financiers complexes pour couvrir ou répartir des risques, optimisation de la localisation des opérations pour réduire la charge fiscale imposée par les autorités nationales. Tout cela accroît la taille de la sphère financière et tend, de manière d'ailleurs complexe, à la déconnecter de l'environnement juridique national propre à chaque État.

Parallèlement, la réglementation reste fondamentalement nationale, en ce qu'elle ne trouve sa pleine portée que dans le cadre juridique propre à chaque État. Elle s'est même développée de nouveau, après une phase de « dérégulation », pour limiter les risques qu'une financiarisation non contrôlée fait courir au système financier mondial.

Comment ces deux phénomènes majeurs – mondialisation des pratiques et des techniques financières, montée nécessaire d'une régulation

---

\* Conseil-maître, Cour des comptes ; ancien président, Autorité des marchés financiers (du 1<sup>er</sup> août 2012 au 31 juillet 2017). Contact : [grameix@ecomptes.fr](mailto:grameix@ecomptes.fr).

financière qui reste entre les mains des États – peuvent-ils coexister sans dysfonctionnement ?

La réponse est complexe ; non que les acteurs n'aient pas conscience du divorce entre une gestion mondialisée et un système de maîtrise des risques reposant sur les États. Mais parce qu'ils ne sont pas aisément en mesure d'y répondre, en supposant même que cela ne heurte pas leurs intérêts de court terme qui les conduiraient plutôt à profiter précisément de ce hiatus.

Au total, il y a donc, chez les acteurs économiques, chez les États et même chez les régulateurs, une tension permanente entre mondialisation et régulation, entre régulation des risques et recherche de l'innovation et de la compétitivité, entre régulation tournée vers la maîtrise des risques systémiques qui sont mondiaux et régulation tournée vers la protection du marché et des acteurs nationaux. Les conséquences de la compétition réglementaire sont pourtant bien connues : non seulement cette compétition crée des distorsions de concurrence entre des acteurs évoluant dans un marché globalisé, mais aussi elle met en danger la stabilité financière.

Les efforts sont considérables pour surmonter ces contradictions. Nous les étudierons d'abord au plan international, puis au plan européen, avant de tenter de dégager des voies de progrès face aux nouveaux défis pesant sur la cohésion internationale et européenne.

20

### *LE CADRE DE RÉGULATION INTERNATIONALE POST-CRISE SE DONNE POUR OBJECTIF D'APPORTER UNE RÉPONSE GLOBALE À UNE CRISE QUI L'EST TOUT AUTANT*

La réponse à la crise des *subprimes* est d'abord venue du G20. C'est dans cette instance, elle-même née d'un élargissement du G7 aux grands pays émergents, que, dès la fin de 2008, on cherche à répondre conjointement au défi de la crise qui met en évidence des faiblesses structurelles du système financier international. D'où l'idée de mettre en commun les expertises et les pouvoirs pour maîtriser les risques par une nouvelle régulation, conçue cette fois et mise en œuvre à l'échelle mondiale.

Le G20 définit les grandes lignes des mesures à prendre et confie au Financial Stability Board (FSB, ou Conseil de stabilité financière) le soin de les arrêter dans le détail avant de lui soumettre pour approbation. Les premiers axes de réformes adoptés après la crise sont la régulation des marchés dérivés de gré à gré, la limitation des risques propres pris par les banques, le renforcement des règles prudentielles pesant sur les banques, leurs exigences de fonds propres et enfin

l'identification d'acteurs financiers mondialement systémiques auxquels seraient appliquées des contraintes plus fortes.

Le FSB associe les experts des membres du G20 et notamment les représentants des Trésors nationaux, ceux des banques centrales et ceux enfin des régulateurs de marché. Le mandat du FSB est clair et souligne les mécanismes pour lutter contre la compétition réglementaire que sont la nécessaire coordination dans le développement de standards internationaux robustes et la mise en œuvre effective de ces principes : « *The FSB promotes international financial stability; it does so by coordinating national financial authorities and international standard-setting bodies as they work toward developing strong regulatory, supervisory and other financial sector policies. It fosters a level playing field by encouraging coherent implementation of these policies across sectors and jurisdictions.* »

Le FSB a réussi à coordonner, dans une certaine mesure, les différents régulateurs, principalement les régulateurs bancaires, très proches des banques centrales nationales, d'un côté, et les régulateurs de marché, souvent indépendants des régulateurs bancaires comme aux États-Unis (SEC – Securities of Exchange Commission – et CFTC – Commodity Futures Trading Commission), au Royaume-Uni (FSA – Financial Services Authority –, puis FCA – Financial Conduct Authority), ou en France, avec l'AMF (Autorité des marchés financiers). Sa mission a été plus aisée pour les sujets bancaires qu'il a pu traiter la main dans la main avec le Comité de Bâle que pour les sujets liés à la gestion d'actifs, à l'organisation des marchés, aux instruments dérivés ou à la compensation qui relèvent des régulateurs de marché. Le FSB a cependant finalement obtenu une coopération efficace de l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) qui rassemble au plan mondial les régulateurs de marché. L'IOSCO a, certes, craint de perdre une partie de son autonomie en apparaissant comme une manière de sous-traitant du FSB, au sein duquel les régulateurs de marché sont sous-représentés par rapport aux banquiers centraux, mais il a aussi gagné, dans sa coopération avec le FSB, une influence et même une cohésion qui lui faisaient défaut jusque-là.

Plusieurs sujets majeurs comme l'identification des acteurs systémiques non bancaires ont ainsi été traités par les mêmes experts sous casquette IOSCO et FSB<sup>1</sup>. Le rôle des normalisateurs (*standard setters*) internationaux s'est vu en outre considérablement renforcé<sup>2</sup>.

Ce nouveau cadre d'action post-crise a permis de renforcer l'efficacité des consensus internationaux dégagés au G20. En effet, bien avant la crise des *subprimes*, une coopération internationale avait été engagée pour évaluer en commun les nouveaux risques liés à la globalisation financière, mais sa faiblesse résidait moins dans certaines insuffisances d'expertise (même s'il y en eut particulièrement à l'époque où

Alan Greenspan relançait l'économie mondiale après l'éclatement de la bulle internet) que dans les difficultés de mise en œuvre des orientations arrêtées. De ce point de vue, la crise des *subprimes*, par sa brutalité et son ampleur, a réellement changé la donne de l'action internationale. Le FSB a acquis une tout autre dimension que son devancier, le FSF (Financial Stability Forum), créé en 1999. La structure du FSB – informelle jusque-là – a d'ailleurs été transformée en 2013 en association de droit suisse permettant de pérenniser l'institution et de renforcer ses moyens. Vingt-quatre pays y sont représentés, mais plus d'une soixantaine sont aujourd'hui associés à ses travaux, à travers des comités régionaux.

Toute une gamme d'outils a été expérimentée avec un certain succès. D'abord les grandes zones géographiques ont rapidement pris des mesures en droit fédéral aux États-Unis avec le *Dodd-Frank Act* ou en droit européen avec une série de directives et de règlements marquants, ce que l'on a appelé l'agenda Barnier du nom du commissaire européen en charge de ces sujets à Bruxelles. Ensuite la pression par les pairs (*peer pressure*) a pris une dimension tout à fait nouvelle. Le FSB est ainsi chargé de mener des revues-pays qui viennent compléter celles du FMI (Fonds monétaire international) et sont destinées à mesurer l'écart entre la situation dans le pays examiné et les orientations du FSB ou encore les principes de régulation de l'IOSCO et des autres normalisateurs techniques. Le volontarisme américain vis-à-vis des centres *offshore*, pour lutter contre l'évasion fiscale ou les montages permettant une prise incontrôlée de risques pouvant menacer la stabilité du système financier, a également joué un rôle important. Enfin les mécanismes de coopération et d'échanges d'informations dans le domaine de la supervision ont été significativement renforcés, y compris avec la mise en œuvre de collèges de superviseurs, encouragée dès 2008, et le développement d'accords-types utilisés pour la signature d'accords entre autorités pour la supervision d'acteurs agissant sur plusieurs marchés (agences de notation, plateformes de négociation, chambres de compensation ou encore participants de marché).

En conclusion, il est bien sûr difficile d'affirmer que la convergence de ces actions a permis d'apporter une réponse totalement satisfaisante aux défis engendrés par la mondialisation financière. En dépit de toutes les mesures prises, le risque d'une nouvelle crise n'est pas écarté. Il l'est d'autant moins que parallèlement à ces efforts de régulation, les banques centrales ont conduit des politiques sans précédent de création de liquidité et de pression à la baisse des taux d'intérêt qui ont soutenu la production, mais laissé persister d'importants déséquilibres financiers et gravement perturbé la formation des prix sur les marchés d'actifs. Cependant, du point de vue de l'articulation entre la globalisation et la

compétition réglementaire, des progrès très sensibles ont été accomplis visant à harmoniser les régulations nationales et à réduire considérablement l'espace de compétition entre régulations.

Cette même démarche a été conduite et amplifiée au sein de l'Union européenne, jusqu'au tournant marqué par le vote du peuple britannique en faveur du Brexit qui bouleverse les équilibres établis et doit permettre de reconsidérer les mécanismes d'intégration à vingt-sept.

*L'EUROPE FINANCIÈRE : UNE RÉGLEMENTATION  
DE PLUS EN PLUS DÉTAILLÉE VISE À LIMITER  
LA COMPÉTITION RÉGLEMENTAIRE*

La création d'un marché unique des services financiers rend particulièrement cruciale l'instauration d'une égalité de traitement entre acteurs (*level playing field*). En effet, le passeport européen qui permet à un opérateur agréé dans l'un des pays de l'UE (Union européenne) de proposer librement ses services dans les autres pays implique, sinon une régulation unique, du moins une interprétation commune des textes européens et une proximité chez les différents régulateurs dans les moyens juridiques et humains de contrôle et de sanction du respect des règles communes. Il ne s'agit pas seulement, comme, par exemple, entre les États-Unis et l'Europe, d'une approche cohérente des risques et de leur maîtrise, mais aussi d'une quasi-identité des environnements juridiques proposés aux acteurs ; à défaut, s'ensuivent des distorsions de concurrence, des détournements de courants d'affaires, au total, une tendance à l'alignement sur les exigences du régulateur le moins-disant, le plus *pro-business* et le moins soucieux des risques systémiques et des préjudices pour les consommateurs.

L'histoire des dernières années dans l'UE est celle d'une politique de réformes ambitieuses de la régulation inspirées de celles définies au niveau du G20, accompagnée de la création d'un début de gestion commune de la régulation au sein d'une nouvelle autorité, l'ESMA (European Securities Markets Authority), créée en 2011, en même temps que les autorités bancaires (EBA – European Banking Authority) et des assurances (EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority), et de la recherche d'une convergence renforcée des pratiques des régulateurs nationaux.

Ces actions ont permis des progrès importants sans avoir toutefois abouti à une véritable unification du paysage réglementaire au sein de l'UE, ni même permis d'apporter une réponse rapide et efficace aux insuffisances, voire au laxisme de certains régulateurs nationaux.

Le train de règlements et de directives adoptés à la suite de la crise des *subprimes* est très impressionnant. Il couvre la totalité des sujets

placés à l'agenda du G20 avec un souci du détail et une exigence très forte de transparence et d'équité à l'égard des consommateurs ; sans entrer dans le détail de chaque législation, on mentionnera la régulation des instruments dérivés (EMIR – European Market and Infrastructure Regulation), de la gestion alternative (AIFM – Alternative Investment Fund Managers), des marchés (MIF – marchés d'instruments financiers), des procédures de sanction des manquements (abus de marché).

On peut cependant regretter certaines faiblesses – sans doute inévitables – de cet édifice. La première est son poids, le luxe de détails et d'exigences à l'égard des opérateurs. Cette caractéristique tient très principalement à la volonté de l'ESMA et de la Commission européenne d'éviter autant que faire se peut les écarts d'interprétation entre régulateurs. En clair, faute d'un régulateur unique ou d'une confiance suffisante entre régulateurs, il a trop souvent été jugé préférable d'être très prescriptif au détriment de la souplesse que nécessite, en général, une régulation adaptée. Comme, de surcroît, chaque régulateur national a cherché à inscrire dans les textes ce qui découlait de sa propre culture nationale et de ses propres pratiques, le droit européen est devenu lourd et souvent peu lisible.

24

La seconde est sa verticalité. Les contraintes de la préparation des réformes au sein des vingt-huit ont conduit la Commission européenne à présenter des textes par grands domaines sans toujours prendre garde au fait que de nombreuses notions et pratiques sont transversales, c'est-à-dire s'appliquent dans plusieurs secteurs. À y bien regarder, et la pratique ne tardera pas à le mettre en évidence, il y a certaines contradictions entre les textes qui peinent à répondre, par exemple, aux innovations de produits et aux nouvelles pratiques de distribution.

La troisième, et à mon sens la principale, est l'insuffisance des procédures de remontée et de traitement des divergences entre régulateurs. Malgré le niveau de détails des textes européens, les différences d'interprétation subsistent entre régulateurs, qui ne peuvent pas toujours être tranchées par des outils comme les *guidelines* ou les *questions and answers* publiées par les autorités européennes<sup>3</sup>. Ainsi, si les mécanismes de *breach-of-law* existent et permettent théoriquement de résoudre des problèmes de divergences réglementaires et d'application des textes, ils restent inadaptés lorsque les textes peuvent donner lieu à des interprétations différentes. D'autre part, le maintien de différences très fortes au niveau des moyens et des pratiques d'agrément, de suivi et de contrôles, et de sanctions, entre autorités au sein de l'UE crée *de facto* des divergences importantes dans la mise en œuvre des réglementations européennes dans le cadre domestique qui peuvent encourager un *regulatory shopping* des acteurs. L'exemple des services de *trading* sur devises offerts à des particuliers par des opérateurs enregistrés à Chypre

est illustratif : en dépit des risques clairement démontrés pour les investisseurs et des appels des régulateurs des pays où étaient démarchés les clients, plus de deux ans ont été nécessaires à l'ESMA pour obtenir une remise en ordre de cette situation.

En conclusion, sur cette revue de près de dix ans de politique de régulation financière européenne, les priorités de Bruxelles ont clairement été le renforcement du cadre juridique dans la ligne décidée en commun au G20 et la création avec l'ESMA d'un début d'organisation commune de la régulation européenne. Cependant chaque fois que les nécessités d'une régulation efficace paraissaient entrer en conflit avec la construction du marché unique des services financiers, par exemple avec la portée du passeport européen ou la très stricte hiérarchie juridique des textes européens et des compétences, le choix de la Commission européenne a été celui de la rigueur et du détail de la règle, pour ne pas dire de la bureaucratie, contre le souci d'une action véritablement efficace et pragmatique. La modernisation des régulateurs nationaux, la construction d'un système d'information cohérent et partagé, qui est pourtant un impératif absolu pour qui souhaite un marché financier européen unifié et correctement supervisé, ont été quasiment oubliés au profit de la rédaction de textes, certes nécessaires, mais complexes, souvent peu réalistes, et dont il est difficile de penser qu'ils ont une chance d'être appliqués de manière harmonisée par les vingt-huit, et demain les vingt-sept. Ce point de vue, qui peut paraître sévère, a pourtant été pris en compte lors des réflexions plus récemment conduites par la Commission européenne, par exemple sur la réforme des autorités européennes de supervision (ESA – *european supervisory authorities*). Ainsi l'évolution souhaitée de la gouvernance de l'ESMA marque la priorité reconnue à une convergence plus effective de l'application des textes européens en matière de contrôle des marchés financiers. Le *management board* de l'ESMA ne comprendrait plus de représentants des régulateurs nationaux, mais des personnalités indépendantes, en charge de l'intérêt européen, et donc ayant pour souci l'harmonisation des pratiques, et non, comme c'est parfois le cas, la protection des prés carrés nationaux ou une stratégie de compétition réglementaire pour attirer des activités.

Aujourd'hui un vent nouveau souffle sur le monde de la régulation de la finance mondialisée porteur de nouveaux défis pour les gouvernements et les régulateurs. D'un côté, des voix s'élèvent, singulièrement renforcées aux États-Unis par l'arrivée au pouvoir du président Trump et la mise en avant d'un agenda avant tout domestique, pour dire que le balancier est allé trop loin dans le sens du durcissement des règles et qu'il faut revoir les textes et les pratiques pour favoriser l'innovation et la croissance.

D'un autre côté, on s'inquiète de la persistance d'un endettement très élevé des entreprises non financières, du niveau des valorisations des actions sur les bourses internationales, notamment aux États-Unis, et du risque que la conjugaison de la politique de l'administration républicaine aux États-Unis et de la tentation ultralibérale d'une City londonienne sortie du cadre contraignant des textes européens ne porte un coup fatal à la coopération efficace menée au sein du FSB depuis 2009.

Les nouveaux outils de gouvernance financière internationale (coopération, standards et principes de régulation, pression des pairs, surveillance partagée des risques, etc.) ne reposant sur aucune base juridiquement contraignante, c'est ainsi *in fine* aux décideurs politiques, qui se sont investis du sujet de la régulation financière post-crise, à afficher leur cohésion et leur volonté de poursuivre les efforts et la vigilance vis-à-vis de risques potentiels pour la stabilité financière mondiale.

### *DE NOUVEAUX DÉFIS POUR LA RÉGULATION DE LA FINANCE GLOBALISÉE*

26

Le Brexit change profondément la donne de la régulation européenne. D'abord parce qu'à peu près toutes les actions menées depuis 2009 ont été conduites avec un très fort appui du gouvernement et du régulateur britanniques, et qu'il existe donc, de ce seul fait, un risque d'ébranlement de cet édifice. Comment, pour l'exprimer brutalement, ne pas redouter une perte de crédibilité de l'UE dans le débat sur la régulation financière mondiale, une fois le départ du Royaume-Uni confirmé et effectif ? Cette seule question doit être au centre des réflexions sur ces sujets à Bruxelles, mais aussi à Berlin, Paris et chez les membres fondateurs de l'UE.

De surcroît, le retrait du Royaume-Uni met en évidence de singulières faiblesses de la construction européenne en ce domaine. La tradition d'ouverture des frontières de l'UE, que certains regrettent y voyant une marque de naïveté et de faiblesse face aux stratégies d'acteurs américains ou asiatiques nettement plus réalistes, a conduit les rédacteurs de plusieurs directives majeures de l'ère Barnier à traiter de façon plutôt négligente le régime juridique offert aux acteurs non UE. En bref, il était, et reste considéré, dans ces textes que dès lors qu'un acteur extérieur à l'UE était régulé dans son pays d'origine dans des conditions voisines de celles exigées au sein de l'UE, il pouvait proposer ses services dans l'UE. La procédure de reconnaissance est légère, ne fait l'objet d'aucun suivi sérieux dans la durée, le postulat étant qu'il s'agissait de courants d'affaires mineurs et l'UE ne pouvait apparaître



protectionniste, ni refuser à ces citoyens des services innovants conçus hors d'Europe. De plus, la procédure diffère selon les directives sans qu'aucune cohérence d'ensemble n'ait été recherchée.

Il va sans dire qu'une telle situation est inacceptable dans le contexte du Brexit. Elle permettrait, après la sortie du Royaume-Uni de l'UE, à tout acteur implanté outre-manche d'opérer dans l'UE à peu près sans contrôle autre que celui exercé par le régulateur britannique.

Au total, le marché financier des vingt-sept risque de manquer de régulateur crédible et ses acteurs placés dans une situation défavorable par rapport à leurs concurrents d'outre-manche.

La problématique est bien évidemment identifiée par les vingt-sept ; elle implique des mesures volontaristes de la part de la Commission européenne et une grande solidarité des États membres. La Commission a ainsi publié en février 2017 un premier document de travail sur les décisions d'équivalence en matière de services financiers. L'ESMA a aussi envoyé à l'été 2017 une lettre publique à la Commission recommandant de conditionner les décisions d'équivalence au respect de certaines obligations, qui seraient évaluées de manière continue. De récentes propositions législatives de la Commission amendent en outre d'ores et déjà les régimes de pays tiers de certaines législations européennes, mais de nombreuses questions subsistent, notamment pour des textes aussi structurants que les directives AIFM ou MIF 2, cette dernière venant tout juste d'entrée en vigueur.

Quelles sont les conditions permettant aux vingt-sept de construire un marché européen unifié et compétitif des services financiers ? De participer efficacement aux efforts internationaux visant à limiter les risques d'une finance globalisée ? Il y a là un défi, mais qui n'est nullement insurmontable.

La première exigence est, bien évidemment, de parvenir à un accord équilibré avec le Royaume-Uni sur ses relations avec le marché financier des vingt-sept post-Brexit.

Plusieurs conditions sont à remplir et, en premier lieu, la réforme du régime européen applicable aux pays tiers. L'ESMA doit dans ce domaine jouer un rôle accru en amont (avis technique à la Commission européenne pour définir les critères généraux d'équivalence) et en aval des décisions d'équivalence (rôle de *monitoring* de la législation de pays tiers déclaré « équivalent » et de coopération en matière de supervision avec les autorités du pays concerné)<sup>4</sup>. Les vingt-sept doivent par ailleurs se mettre d'accord sur les conditions d'implantation sur le territoire de l'UE pour éviter que ceux-ci ne se livrent à une surenchère au régulateur prêt à accorder le bénéfice du passeport européen le plus facilement, c'est-à-dire avec le moins de contraintes possibles pour le postulant.

Une initiative positive de ce point de vue a été la mise en place par l'ESMA à l'été 2017 d'un Supervisory Coordination Network (SCN), composé de représentants seniors des régulateurs nationaux, et chargé d'examiner les demandes d'agrément d'entités installées au Royaume-Uni qui souhaitent se relocaliser dans l'UE. Si les régulateurs contribuent de manière transparente à cet exercice, comme cela semble être le cas, ce mécanisme constitue ainsi une nouvelle étape très encourageante pour la convergence européenne.

Un enjeu clé du Brexit reste les conditions d'évolution de la régulation financière au Royaume-Uni post-Brexit. Deux thèses s'affrontent. Celle d'abord qui redoute la création d'un Singapour sur Tamise, c'est-à-dire une situation dans laquelle les autorités britanniques, singulièrement la FCA, entendraient créer à Londres un centre financier mondial *offshore*. Celle, au contraire, qui prend au mot le discours actuel de la City faisant valoir que la finance dérégulée est peu populaire au Royaume-Uni et que le cadre actuel européen a été pour l'essentiel établi avec, sinon par, les experts britanniques et que le Royaume-Uni n'a aucune intention d'abandonner cet héritage, sauf sur des points marginaux.

28

On ne saurait préjuger ici le résultat des négociations. Mais il paraît nécessaire de s'assurer que si un large accès au marché des vingt-sept est assuré au Royaume-Uni, alors la régulation britannique ne doit pas s'écarter des règles actuelles et de celles qui seront adoptées à vingt-sept dans le futur, et l'application de ces règles doit rester convergente.

Un autre sujet majeur concerne le mode de travail à vingt-sept post-Brexit sur ces sujets. La tâche sera lourde. Il y a d'abord une question de moyens et d'engagements des vingt-sept pour pallier le retrait des experts britanniques dans le domaine de la régulation financière. Un consensus devrait être trouvé sur la nécessité pour ceux des vingt-sept qui ont sur leur sol une véritable activité financière d'accroître les moyens de leurs régulateurs, voire de leurs Trésors nationaux, dans le domaine des marchés financiers. L'enjeu est pleinement reconnu par l'AMF, poursuivant ainsi l'implication déjà ancienne du régulateur français dans la construction du marché européen des capitaux. Il s'agit aussi de renforcer le rôle, le financement et les pouvoirs de l'ESMA – les propositions de la Commission européenne constituent en ce sens une véritable avancée et doivent être soutenues. Outre le rôle de l'ESMA vis-à-vis des pays tiers déjà évoqué, les propositions envisagent ainsi des pouvoirs nouveaux de supervision directe dans certains domaines, mais aussi des pouvoirs renforcés de coordination des actions des autorités nationales et pour régler les différends entre autorités nationales.

Au-delà du débat sur les évolutions juridiques et sur l'organisation de la régulation, la question se pose sur la répartition des activités financières au sein du marché unique à vingt-sept, selon un modèle centralisé ou au contraire multipolaire. La réponse n'est pas évidente. On peut légitimement considérer que dès lors que les règles du jeu entre les vingt-sept sont claires, que le risque de compétition entre régulateurs est maîtrisé, c'est au libre jeu du marché de trancher et de former le nouveau paysage des activités financières en Europe à vingt-sept. Cependant certains font valoir que la domination actuelle de Londres produit des économies d'échelle et qu'une finance éclatée entre plusieurs places parmi les vingt-sept financera de manière moins efficace les entreprises européennes. Personne ne détient pourtant les clés de la nouvelle Europe financière. Il faut faire confiance aux acteurs de marché dès lors que les règles sont claires et que la concurrence entre places n'est pas biaisée, en particulier par une compétition réglementaire, mais se joue sur d'autres critères que sont, entre autres, la main-d'œuvre, l'écosystème, la localisation, les services urbains, mais aussi la qualité de la supervision. L'enjeu sera alors pour l'Europe de parachever la construction d'une véritable Union des marchés de capitaux, plus intégrée, indispensable à la compétitivité de l'Europe à vingt-sept.

Pour finir, la question de la compétition réglementaire impose de regarder au-delà de la sphère financière et d'autres défis attendent les acteurs de marché et les régulateurs dans le monde financier de demain. En effet, la problématique régulation/innovation, loin de se limiter au toilettage des dispositifs hérités du sursaut post-*subprime*, va se renouveler profondément avec l'apparition de nouveaux acteurs s'appuyant sur la révolution des données, des nouvelles technologies comme la *blockchain* ou sur des positions conquises sur le web pour proposer de nouveaux services et concurrencer les acteurs traditionnels, qu'il s'agisse des banques, des infrastructures de marché ou des gérants d'actifs. Ces innovations bousculent les frontières établies, notamment sectorielles, et créent de nouvelles questions, juridiques ou opérationnelles, souvent complexes, pour les régulateurs. La redistribution des cartes pourrait surprendre par sa brutalité, surtout si l'on intègre les effets d'un possible changement d'orientation des politiques de taux d'intérêt.

Dans un tel environnement, les régulateurs devront rester unis et vigilants, ne succomber ni à la tentation de faire la part trop belle aux nouveaux entrants dans l'espoir de promouvoir leur place, ni, au contraire, de bloquer tout acteur innovant au nom de la protection des investisseurs. Là encore, alors que la diffusion de ces innovations est très largement mondiale, le rythme des bouleversements en cours rend difficile une réponse coordonnée au niveau international, comme

l'illustrent les initiatives disparates prises par les régulateurs dans le domaine des *initial coin offerings* (ICO). Sur ces sujets comme sur d'autres, l'influence future du FSB et des *standard-setters* internationaux est difficile à prédire. L'arrivée de nouveaux acteurs globaux en dehors de la sphère financière (GAFA – Google, Apple, Facebook, Amazon –, ou autres) pourrait précipiter cette coordination qu'il faut appeler de nos vœux.

### NOTES

1. Le *workstream* 3 du FSB sur le *shadow banking* a ainsi été coprésidé par l'OFSI (Office of Financial Sanctions Implementation), le superviseur bancaire canadien, et par l'AMF française.
2. Outre le Comité de Bâle, l'IAIS (International Association of Insurance Supervisors, l'Association des contrôleurs d'assurance) et l'IOSCO, les trois autres normalisateurs représentés au FSB sont l'International Accounting Standards Board (IASB, le Comité international des normes comptables), le Committee on the Global Financial System (CGFS, le Comité sur le système financier mondial) et le Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS, le Comité des paiements et des règlement).
3. Le statut juridique en droit national de ces textes reste par ailleurs incertain et diffère selon les pays.
4. Inclus par la Commission européenne dans sa proposition sur la revue des autorités européennes de supervision (ESA – *european supervisory authorities*).