

## Entretiens de l'AEFR - La régulation financière : instrument de stabilité, de protection, d'incitation ou de compétitivité ?

Stéphane COSSE, Directeur des affaires publiques, Covéa

Covéa, groupe leader dans l'assurance dommages avec les marques MMA, MAAF et GMF, est comme tous les grands groupes financiers soumis à la régulation financière européenne. Chacun des angles posés dans la thématique retenue pour cette conférence trouve un écho chez Covéa : la dimension stabilité est inhérente à la Directive Solvabilité 2, en cours de révision dans un environnement de taux extrêmement différent de celui de son adoption ; la protection de la clientèle est couverte dans le secteur de l'assurance par la directive DDA également en cours de révision ; l'incitation est essentielle pour stimuler les efforts des assureurs, acteurs essentiels de la transition climatique ; et la compétitivité demeure une préoccupation essentielle dans un contexte de révision par le Royaume-Uni de la réglementation prudentielle dans l'assurance.

Didier VALET, Vice-Président, Institut Louis Bachelier

Pour traiter les quatre dimensions qui ont été identifiées pour les fonctions de la réglementation financière - instrument de stabilité, de protection, d'incitation ou de compétitivité - , il a été envisagé de les parcourir à la lumière de quatre grandes thématiques très actuelles : le changement du monde économique (avec la guerre en Ukraine, la montée de l'inflation, la rupture des chaînes logistiques, l'entrée possible dans un monde de stagflation avec des taux plus élevés, une croissance molle et des déficits publics importants), la transition écologique pour laquelle il y a de nombreuses incitations de mouvement posées par les régulateurs et *policy makers*, la révolution digitale bien sûr, et enfin la dimension géopolitique dans un sens large, c'est-à-dire tout ce qui peut influencer la réglementation dans un univers qui semble être en train de se refragmenter, avec dans ce chapitre la question de la stratégie post-Brexit de l'Union européenne dans un contexte de décisions britanniques pouvant conduire à une forme de dérive de tectonique des plaques.

Thierry BONNEAU, Professeur en droit privé à l'Université Paris Panthéon-Assas

*Qu'est-ce que la régulation financière et quels sont ses objectifs ?*

Le terme régulation renvoie en anglais à réglementation, d'où la question de savoir si l'on doit identifier régulation et réglementation. Cette identification a pu être écartée, car dans certains secteurs ouverts à la concurrence, la régulation aurait pour objectif de permettre d'obtenir des résultats non produits par le marché. Il s'agirait de faire respecter des équilibres par une autorité qui n'est pas l'Etat, l'équilibre en jeu étant celui devant exister entre la concurrence et un autre impératif, en l'occurrence la protection du marché et des investisseurs. Cette conception n'est toutefois pas celle qui semble être retenue dans le secteur financier. Dans ce secteur, elle présente une double spécificité : elle désigne tout d'abord un ensemble de normes et de règles qui relèvent à la fois de la *hard law* et de la *soft law*, et donc non seulement des normes d'origine légale et réglementaire, mais également des règles et des principes de valeur non contraignante ; elle associe aussi, dans la production et le contrôle de sa bonne application, des autorités, de sorte que la régulation est intimement liée à la supervision.

Dans les années 1980 et 90, on n'employait ni le terme de régulation, ni celui de supervision : on parlait de tutelle et de réglementation. Aujourd'hui, ces termes sont courants, et l'on ne penserait pas en discuter l'usage. Ce changement terminologique est le résultat d'une évolution profonde du secteur financier, qui reflète l'évolution de notre société, la globalisation et la construction européenne en étant des moteurs importants, même si ce ne sont pas les seuls. Hier la Communauté européenne, aujourd'hui l'Union européenne, reposent sur le libéralisme : la concurrence participe du contexte dans lequel s'inscrit la régulation financière, même si la régulation financière n'a pas pour objectif ni la concurrence, ni la compétitivité.

Les textes qui constituent la colonne vertébrale des marchés financiers – hier la Directive DSI du 10 mai 1993 puis la Directive MIF I du 21 avril 2004, aujourd'hui la Directive MIF II et le Règlement MIFIR du 15 mai 2014 – ont organisé la concurrence entre les intermédiaires financiers et entre les marchés financiers. Historiquement, d'autres dates sont importantes, comme 2000-2001 avec le Rapport Lamfalussy et la mise en place de la comitologie, le CESR (*Committee of European Securities Supervisors*) étant sans doute l'un des comités les plus connus. On pourrait également mentionner 2008, 2010 et 2020, dates respectivement des crises financières, des dettes souveraines, et sanitaire. Les deux premières crises ont amené un lot de réformes avec la mise en place des autorités européennes de surveillance, notamment l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) et l'EBA (*European*

*Banking Authority*). Sans oublier l'Union des Marchés de Capitaux, proposée en 2015, union qui est assez différente de l'Union bancaire, effective s'agissant du Mécanisme de Supervision Unique depuis novembre 2014. On pourrait aussi mentionner le Brexit, effectif depuis le 1er février 2020, ainsi que des dates franco-françaises comme la Loi MAF (Modernisation des activités financières) du 2 juillet 1996, et la Loi de sécurité financière du 1er août 2003, qui a créé l'AMF.

Il est clair que la régulation financière n'a rien à voir avec les normes d'hier, parce que le monde d'aujourd'hui n'est pas celui d'hier. Ce contexte est celui d'un monde ouvert, ce qui explique que la source de nombre de normes nécessite des travaux internationaux, que ce soit ceux du FSB (*Financial Stability Board*), qui est le bras séculier du G20, ou encore de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs). Si l'on se contente des travaux de l'OICV, on pourrait bien sûr mentionner les principes sur les infrastructures des marchés financiers, les principes pour l'organisation des marchés dérivés, ou encore ceux concernant les *dark pools* ou les agences de notation de crédit. Cette approche se justifie puisque nous vivons dans un monde interconnecté, sans frontières financières : des défaillances qui se produisent dans un pays peuvent avoir un impact dans d'autres pays, la crise de 2008 l'a bien montré. Cette crise explique que la sécurité financière ait été l'un des principaux objectifs de la régulation financière pendant des années : on vise ici la stabilité des intermédiaires financiers, et au-delà celle du système financier, pour éviter le risque systémique. Après cette crise d'autres objectifs ont été pris en compte : l'intégrité, la transparence, la protection de la clientèle, les nouvelles technologies, ou encore le développement durable, y compris la finance verte.

On peut faire ici trois observations. Une même règle ou norme peut poursuivre plusieurs objectifs : l'intégrité doit être distinguée de la sécurité, même si elle y contribue. Ensuite, certains objectifs hier en retrait sont aujourd'hui d'une grande actualité : c'est évident avec les cryptoactifs et la finance verte, étant observé que la prévalence des objectifs est dans la dépendance d'évènements qui peuvent être sans rapport avec les marchés financiers ; on peut ainsi constater que les préoccupations environnementales ou climatiques ont tendance à s'effacer pendant la campagne présidentielle en raison de la guerre en Ukraine. Enfin, la régulation peut être utilisée pour modeler notre société : on peut adopter de nouvelles normes pour orienter l'épargne et le développement des entreprises. La finance verte, notamment caractérisée par la taxonomie et les obligations vertes, en est une illustration.

Cette réglementation est particulièrement complexe. Toutefois, on peut souligner que, indépendamment de son contenu, la réglementation financière est par construction complexe, car elle possède différents niveaux. A l'échelle européenne, on distingue les textes de niveau 1 (directives et règlements adoptés par le Parlement européen et le Conseil) et de niveau 2 (textes adoptés par la CE dont nombre sont des RTS (*Regulatory Technical Standards* ou normes techniques de réglementation) et des ITS (*Implementing Technical Standards* ou normes techniques d'exécution) élaborées par les autorités européennes de surveillance et adoptées par la Commission. Ces textes de niveau 1 et 2 participent de la *hard law*, alors que les textes de niveau 3 constituent de la *soft law* : ce sont notamment les orientations, les recommandations, les opinions, les *questions & answers*, les *public statements*, ou encore les *supervisory briefings* de l'ESMA. A l'échelle française, on a les lois, les décrets, le règlement général de l'AMF, sans oublier la doctrine de l'AMF, composée notamment des instructions, des positions, et des recommandations.

Cette réglementation au sens large, en incluant la *soft law*, est impressionnante par son volume, à tel point qu'il n'est pas aisé de la maîtriser globalement, d'autant que les textes sont sans cesse modifiés. Pour ces raisons, on peut souligner le risque systémique de cette réglementation. De ce point de vue, on peut s'interroger sur l'importance de la *soft law*, produite par les autorités financières, et en particulier sur son incidence au regard du concept de démocratie : n'est-ce pas là un détournement du rôle des parlements ? Il est vrai cependant qu'il y a souvent une base textuelle à l'origine de la *soft law* ; on sait aussi que cette *soft law* peut être une *hard law* qui ne dit pas son nom, et que les autorités peuvent être tentées d'aller au-delà de leurs attributions et compétences. D'ailleurs, la jurisprudence européenne et nationale se fait l'écho de cette difficulté en autorisant les acteurs à contester la *soft law*, dès lors que certaines conditions sont réunies, étant observé que la jurisprudence européenne a pris une importance considérable ces dernières années, ce qui est logique dans un état de droit, et en présence d'autorités qui ont de plus en plus de pouvoir. C'est évident pour l'AMF, qui est investie d'un pouvoir de décision individuelle, de contrôle et d'enquête, et de sanction. Et ça l'est également pour l'ESMA. Il est vrai que si on considère le règlement du 24 novembre 2010, l'ESMA n'a pas sauf exception de pouvoir vis-à-vis des acteurs, mais elle en a acquis postérieurement : l'ESMA autorise, contrôle et sanctionne par exemple les agences de notation de crédit et les référentiels centraux.

Une réflexion sur la supervision est nécessaire : la séparation des pouvoirs, telle qu'elle est conçue par Montesquieu, paraît bien loin, en particulier puisque l'efficacité de la répression - et ça conditionne l'effectivité de la régulation financière - justifie néanmoins le cumul des sanctions, ce qui a d'ailleurs généré une jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union Européenne et de la Cour Européenne des Droits de l'Homme, bien subtile en ce qui concerne l'adage *ne bis in idem*. Cette question n'est pas anodine, et nous rappelle que la régulation financière doit nécessairement être mise en perspective avec la société considérée dans sa globalité.

Les marchés financiers sont au service de la société. Aussi doit-on s'interroger sur l'impact de la régulation financière sur la société tout entière, et non pas uniquement au regard des marchés financiers, et sur la philosophie qui les anime. Plusieurs exemples peuvent être donnés : on pourrait retenir celui des cryptoactifs dont la valeur est volatile et qui posent des problèmes de protection des investisseurs, sans parler des cryptomonnaies qui pourraient porter atteinte au privilège étatique de battre monnaie, et des métavers actuellement en cours de développement et dont on peut se demander s'ils ne peuvent pas conduire les individus à se réfugier dans le virtuel. L'appréhension de ces questions doit être globale, et non pas seulement financière en raison de leur impact sur la population et la société.

Finalement rien n'est technique, tout est politique. Cela est vrai pour la régulation financière comme pour toute régulation. La régulation financière peut donc être modulée en fonction des objectifs poursuivis, et ne doit toutefois pas être conçue et appliquée de façon déconnectée de la société. Certaines valeurs, telles que la liberté ou la démocratie, sont à l'évidence supérieures à celles prônées, y compris la stabilité et la stabilité financière, par la régulation financière. D'autant que le risque zéro n'existe pas : on n'évitera jamais les comportements frauduleux ou avides. Même si l'édifice est construit avec de solides matériaux, il n'est pas garanti que l'édifice résistera à un événement imprévu, ce qui n'est finalement pas étonnant puisque la société, y compris les marchés financiers, est comme les êtres humains en constante évolution. Comme diraient les Anglais, *nothing is won forever*, rien n'est jamais acquis.

### Table-ronde avec :

- . Jean-Claude CLIMEAU, Directeur Trésorerie, Financements et Ingénierie financière du Groupe Thalès, Vice-Président de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise
- . Delphine d'AMARZIT, Directrice générale de Euronext Paris
- . Paulina DEJMEK HACK, Directrice des Affaires générale de la DG FISMA de la Commission européenne
- . François-Louis MICHAUD, Directeur exécutif de l'Autorité Bancaire Européenne
- . Robert OPHELE, Président de l'Autorité des Marchés Financiers

### Les objectifs de la régulation financière

Le monde actuel est plein d'incertitudes : un contexte géopolitique très troublé et particulièrement bien sûr la guerre en Ukraine, les marchés des matières premières, les prix de l'énergie, la pandémie qui n'est pas encore finie, les grands enjeux de la transition verte ou de la transition numérique. En face de tout cela, les pays de l'Union européenne ont un grand atout, qui est le marché unique, dans lequel le capital peut circuler librement. Cela explique l'importance de ce qui est en train d'être fait pour bâtir l'Union des Marchés de Capitaux, l'Union bancaire restant aussi à finaliser. La régulation consiste à trouver le bon équilibre pour faire mieux fonctionner le marché unique, et le secteur financier constitue une composante essentielle du marché unique puisqu'il permet d'alimenter l'économie réelle.

Les objectifs ici mentionnés pour la réglementation sont tous importants, ne sont pas exclusifs, et peuvent parfois être contradictoires, notamment quand on parle de compétitivité qui est l'objectif le plus compliqué d'un point de vue régulation. Il y a dans la régulation financière une dimension historique essentielle. Lors de la crise financière, on a vu qu'on avait un secteur bancaire trop peu régulé, et on a en conséquence beaucoup renforcé les exigences de liquidité : c'est la stabilité financière qui était alors le premier objectif. Il faut trouver le bon équilibre entre les différents objectifs. En toute hypothèse, consolider le marché unique, qui est formidable atout, constitue la meilleure réponse aux défis du moment.

Cette session sur la régulation pose des questions très fondamentales, sur le rôle des régulateurs mais également sur la fonction des institutions financières, notamment bancaires. Celles-ci permettent de compléter le marché, car la finance directe n'est pas suffisante pour assurer le transfert entre l'épargne et l'investissement, essentiel au fonctionnement de nos économies. Les intermédiaires financiers, de par la nature même de leur activité, sont fragiles, puisqu'ils sont là pour prendre des risques que les individus isolément ne peuvent pas prendre, ou que l'Etat ne peut pas prendre de façon aussi efficace. Le dilemme de la réglementation bancaire est ainsi celui qui existe entre l'efficacité et la stabilité : stabilité des institutions financières elles-mêmes, mais également protection des agents économiques dans leur ensemble. L'EBA a ainsi un mandat qui ne s'arrête pas aux institutions financières notamment bancaires, mais qui englobe aussi la protection des consommateurs, avec un volet éducation financière ou inclusion, et ainsi une dimension de protection des agents économiques au sens large, à mettre en regard du financement de l'économie. La réglementation est dans une tension permanente entre ces deux objectifs ; cette tension évolue au fil du temps, puisque la réglementation s'est bâtie de crise en crise, l'apparition de nouvelles crises permettant de prendre conscience d'un besoin de réglementation complémentaire.

La question de la pertinence temporelle de la réglementation est essentielle. Il peut apparaître qu'au bout d'un certain temps, elle soit considérée comme obsolète, et alors on dérègle, ou elle peut être dépassée par l'innovation financière, et dans ce cas il existe une dérégulation passive de fait qui peut se traduire par une nouvelle crise. La réglementation vise en permanence à trouver ce bon niveau d'équilibre entre stabilité et efficacité. Pendant 10 ans, on a effectivement cherché à consolider le secteur bancaire, mais la période des 10 années précédentes avait été au contraire une période de libéralisation massive, pendant laquelle on faisait avant tout confiance aux acteurs eux-mêmes plutôt que, comme le disait alors A. Greenspan, à un régulateur sous-payé et techniquement moins avancé que ce qu'on pouvait trouver dans les banques. On a donc une succession de phases avec des priorités différentes, et il existe en permanence cette question du *time to market*, de la mise sur le marché de la règle pour répondre aux besoins. On peut voir cela d'un point de vue obsolescence, mais on peut aussi se dire qu'il y a en fait un double processus : une démarche en amont de conseil du législateur, dans lequel les instances de régulation conseillent et commencent à faire évoluer les esprits, et une phase en aval qui prend un peu de temps à se déployer. Ces deux temps de la production réglementaire

permettent d'obtenir une certaine stabilité dans le temps, et évitent des à-coups trop marqués et une surréaction par rapport à des phases cycliques, et constitue finalement un facteur de stabilité plus que d'obsolescence.

La réglementation vise à permettre aux banques d'être des « absorbeurs de chocs ». Tous les efforts qui ont été consentis depuis 2008 pour renforcer la capacité du secteur financier à absorber des chocs ont plutôt été confirmés par ce qu'on a vu pendant la pandémie et au début de la crise de l'Ukraine. Le grand enseignement de ce qui s'est passé depuis 10 ans, outre la capacité d'absorption par le secteur financier, c'est aussi la logique de gestion de crise qui s'est instaurée chez les régulateurs et superviseurs. Entre la vitesse de réaction en 2007-08 et celle avec laquelle les autorités se sont ajustées pendant la pandémie, on était dans des mondes complètement différents. La flexibilité contenue dans la réglementation a été mobilisée. On a une capacité de gestion de crise qui est maintenant bien supérieure à celle de l'époque de la grande crise financière.

### **Les défis**

Il y a actuellement pour les régulateurs de nombreux défis. Si pendant 10 ans, on a beaucoup parlé de secteur bancaire parallèle ou *shadow banking*, le challenge est probablement maintenant celui de la finance décentralisée. On a une évolution technologique extrêmement rapide. Même si on essaie de mettre en place des règles très dynamiques, qui essaient de couvrir l'ensemble des développements futurs, par exemple MiCA pour la régulation des crypto actifs, ou DORA pour la résilience digitale, on reste souvent deux pas derrière le développement technologique. Le régulateur aura toujours un peu de retard sur le développement des marchés.

Il y a des activités qui doivent être soit interdites, soit encadrées : quand on n'a pas la capacité de les interdire ou la justification pour les interdire, il faut les encadrer. Il y a un réel besoin du futur Règlement MiCA.

La digitalisation des process nous fait changer complètement de monde de distribution. Dans ce contexte, la libre prestation de service risque d'être remise en cause, et ce serait dramatique parce que c'est véritablement le cœur de l'Union. Le libre établissement, c'est terminé car on ne fait plus de

branches. On fonctionne aujourd'hui par plateformes, et même la reverse sollicitation est difficile à caractériser quand tout est « platformisé ». Le passeport est automatique en Europe, même maintenant pour les dépositaires centraux. C'est toujours le pays home qui est à la baguette, et ça c'est dévastateur : cela signifie forum shopping (on va chercher la localisation là où le cadre général est le moins contraignant sur le plan fiscal, social, de la mise en œuvre de la réglementation ou de la supervision) ; le pays hôte n'a maintenant aucune idée aujourd'hui des services qui sont effectués dans son pays par des prestataires passeportés ; les investisseurs n'ont pas toujours compris qu'ils doivent s'adresser à l'autorité locale, au médiateur local, au tribunal local. Les modes de distribution ont changé, et notre système réglementaire actuel n'est pas adapté à cela.

Sur la conjoncture macroéconomique, on a aujourd'hui véritablement changé de monde : les taux bas et l'inflation basse, c'est clairement fini. De même que les Etats ont intérêt à assurer leur crédibilité avec une attention accrue aux équilibres budgétaires, les entreprises ont intérêt à avoir des fonds propres : si les opérations en fonds propres sont encore possibles, et si l'accès au crédit bancaire demeure assuré, l'accès à la dette de marché s'est fortement ralenti, et il faut aujourd'hui une très bonne signature pour sortir sur le marché.

Aujourd'hui se trouve contesté le besoin d'intermédiaires, parce qu'il existe quelque chose de nouveau qui s'appelle la finance décentralisée, dans laquelle il peut ne plus y avoir de numéro de téléphone. Il y a des activités qui se disent décentralisées et qui en réalité dans la communication avec la sphère réelle sont hyper centralisées. Les cryptos sont décentralisées, mais il y a en général une plateforme qui fait la conversion et sont des acteurs financiers, sauf qu'ils n'ont pas publié un numéro de téléphone. L'idée que c'est purement décentralisé est un peu une fiction.

Le débat précédent était : est-ce que les intermédiaires peuvent s'autoréguler et savent mieux que les régulateurs ce qu'il faut faire. Les Anglais promouvaient *principle-based light touch regulation*. Du jour au lendemain, ils ont complètement changé de discours et sont devenus les plus agressifs sur certains aspects, en étant en avance de phase. Le débat aujourd'hui s'est déplacé vers comment assurer stabilité - pour les marchés c'est moins stabilité que équité (formation des prix, équité de traitement, le but des marchés étant qu'ils soient efficaces, justes, équitables) - et la compétitivité des acteurs, et là la

question devient lesquels, parce que dans les marchés il y a toutes sortes d'acteurs et on est compétitif par rapport à qui/quoi. Le débat devient de plus en plus compliqué parce que on est effectivement dans un marché ouvert en Europe, qui a fortement évolué avec la sortie du Royaume-Uni, qui a raté son Brexit mais qui peut potentiellement réussir son post-Brexit et qui devient *rule-maker* plus facilement en étant à l'extérieur.

Face à des marchés fragmentés, pour l'instant la solution qui a été trouvée a été plutôt d'augmenter la concurrence pour fluidifier les marchés. Le paradoxe, c'est qu'on crée beaucoup de concurrence mais ce qui arrive dans ces cas-là, c'est que la concurrence se consolide. Et les acteurs qui tirent les marrons du feu sont souvent capables de faire cette intégration et deviennent pratiquement des sortes d'agrégateurs des marchés. Et la question pour l'Europe, c'est est-ce qu'on veut que par cette concurrence qui en fait se consolide derrière se fluidifie par une agrégation mais on a le risque éternel la malédiction européenne que ces agrégateurs sont plutôt étrangers et surtout américains.

Euronext est un projet de consolidation industrielle de création d'une union des marchés de capitaux par la consolidation des marchés. Pour ce projet industriel, il faut une régulation qui accompagne. Ce qui a été réussi jusqu'à présent devient de plus en plus compliqué, en étant passé de 3 puis 4 historiques à 7 bourses avec 7 régulateurs. Un acteur multi dimensionnel et géographique de ce type craint beaucoup une régulation européenne intégrée vécue comme potentiellement lointaine plus risquant d'être administrative et moins réactive.

L'aspect nouveaux entrants, c'est le cœur du sujet aujourd'hui. La notion d'intermédiaire financier est en train de profondément évoluer. La question est de savoir qui doit entrer dans le filet de sécurité. Est-ce que la réglementation doit évoluer d'un point de vue activité par rapport à son focus entité, est une des grandes questions du moment. L'EBA estime que les activités financières qui sont désormais proposées par des acteurs non-financiers doivent être traitées de la même manière. Les nouveaux acteurs non financiers qui commencent à proposer des services de nature financière ou quasi-financière sont exposés et exposent leur public aux mêmes risques que les entités classiques.

Sur le Brexit, on parle beaucoup convergence/divergence, et on ne voit pas encore clairement si le Royaume-Uni va réguler d'une manière très différente de l'Union européenne. Le Royaume-Uni a annoncé de nombreuses consultations et revues de leur législation, et il semble que l'on passe maintenant à l'étape suivante du changement de réglementation. Il y aura très probablement des divergences, ce qui est logique puisque l'essence même du Brexit, c'était faire les choses différemment de l'Union européenne. Dans le secteur financier, on a quand même des standards internationaux, avec par exemple les accords de Bâle pour les banques ; par ailleurs, il existe de nombreux défis communs, tels que transition verte ou transition numérique. Ainsi, il y aura des différences, et il ne faut pas en avoir peur, mais avoir confiance en la régulation européenne.

### **La gouvernance de la régulation européenne**

La régulation européenne, telle qu'elle fonctionne, n'est assurément pas exempte de critiques.

Le régulateur, autorité publique indépendante, agit dans le cadre du mandat que la loi lui a donné. Ce mandat est typiquement double : d'une part la protection de l'épargne investie et la bonne information des investisseurs, d'autre part le bon fonctionnement des marchés. On peut noter que le mandat n'inclut pas formellement le financement de l'économie, ni la compétitivité du secteur financier ; cela va peut-être de soi, mais n'est pas explicite, ce qui n'empêche bien sûr pas le régulateur d'exercer les missions avec cet objectif implicite en tête.

Par ailleurs, la gouvernance et la mise en œuvre effective de la régulation financière européenne (qui fixe les règles, selon quels process, qui s'assure que les règles sont respectées, et qui sanctionne en cas de non-respect) pourraient être regardées de façon assez sévère. L'articulation entre l'échelon national, l'échelon européen et l'échelon international, est d'une efficacité relative, ce qui peut pourrait interroger sur la légitimité même de la régulation. Le triptyque de la régulation européenne consiste aujourd'hui en : une réglementation essentiellement au niveau européen, ce qui veut dire que le rôle des parlements nationaux est essentiellement de ratifier les ordonnances transposant les directives, et l'on s'oriente vers de moins en moins de directives et de plus en plus de règlements, donc de moins en moins d'intervention des parlements nationaux ; une supervision et des sanctions au niveau national, soit dans 27 pays ; et une représentation dans les organes internationaux essentiellement au niveau national, c'est-à-dire celui qui ne fait pas la réglementation mais qui ne fait que superviser. Par ailleurs

les mouvements de digitalisation rendent la réglementation, notamment celle relative à la distribution, parfois décalée. Enfin, l'approche sectorielle (banques, assurances, marchés) ne se justifie plus, les questions essentielles étant de nature transversale (blanchiment, protection des épargnants, risques cyber, finance durable) ; dans le cadre actuel, cela signifie qu'il faut en permanence se coordonner entre secteurs. La gouvernance de la régulation en Europe n'est ainsi pas au niveau d'efficacité, et ainsi de légitimité, qu'elle devrait avoir.

On peut noter toutefois que, si la régulation financière européenne est effectivement complexe, c'est probablement normal avec 27 pays et de nombreuses différences historiques et culturelles. On ne peut toutefois pas vraiment parler de déficit démocratique car le Parlement européen est présent au niveau 1, en lien avec les autorités nationales. Avec des règles communes, il est souhaitable qu'il y ait aussi une supervision centralisée (on a déjà commencé dans le secteur bancaire avec la BCE comme superviseur des grandes banques européennes), et en ce qui concerne le marché, on a l'ESMA. Mais chaque fois que la Commission a proposé un peu plus de supervision centralisée au niveau européen, les Etats membres n'étaient pas très favorables. Il reste à trouver le bon équilibre entre supervision nationale et européenne centralisée. La Commission européenne est en faveur de davantage de supervision centralisée, tout en comprenant bien les raisons politiques de résistance.

Sur la question de la construction démocratique ou non de la régulation financière, on peut souligner également les discussions dans lesquelles les autorités techniques participent en amont et qui leur permettent de savoir, dans des forums tels que celui de Bâle, dans quel cadre il faut s'insérer et ce qui pourra être accepté ou pas par le législateur européen ou national. Le mandat donné aux autorités techniques est très encadré, et leur travail devra être endossé par la Commission. Il y a aussi des possibilités de recours devant des cours nationales ou européennes. Par ailleurs les dispositifs de consultation utilisés avant chaque texte constituent une bonne occasion pour le secteur financier et les acteurs de l'économie réelle de participer. Les autorités de supervision font également systématiquement des études d'impact, sans toutefois peut-être en parler assez. Dans ce cadre se pose le débat de la collecte des données : l'EBA a créé en 2021 un département Data qui permet de collecter les données et de les rétrocéder au marché pour qu'il puisse lui-même exercer sa discipline.

## Les entreprises

Pour ce qui concerne les *corporates*, le premier enjeu est d'être présent dans le débat. Le principal risque pour les entreprises est d'être victimes d'un effet collatéral d'une réglementation qui n'a pas été pensée pour les elles, mais pour les institutions financières, et qui in fine peut avoir des impacts négatifs pour elles. L'exemple des règles de Bâle est significatif : quand on leur dit que l'on va renforcer les fonds propres des banques, les entreprises pensent que c'est très bien car elles ont beaucoup d'argent déposé dans les banques et sont ravies si celles-ci plus solides ; mais peut-être que cela va faire significativement augmenter le coût des garanties bancaires ou rendre l'accès aux financements long terme beaucoup plus coûteux. On voit bien là l'équilibre à trouver, évoqué à plusieurs reprises, entre la protection, essentielle pour avoir un secteur financier solide, et l'efficacité des circuits de financement, alors qu'un impact négatif de la réglementation peut exister.

Il est en tout cas essentiel que les *corporates* soient intégrés le plus en amont possible dans la préparation de des textes réglementaires. C'est le sens de l'action menée par les associations professionnelles (l'AFTE représente ainsi un millier d'entreprises partout sur le territoire, et l'association européenne des trésoriers d'entreprises 6500 entreprises et 15.000 membres dans 23 pays). Cette démarche est encore plus importante pour les ETI qui sont encore plus loin des débats réglementaires, et pourtant subissent plus fortement la réglementation, avec une relation bancaire souvent moins équilibrée que celle des grands groupes industriels ou commerciaux. La réglementation ne doit pas être déconnectée de la société et de l'économie, et il faut promouvoir une réglementation qui soit inclusive, et dont on pense l'ensemble des conséquences sur l'ensemble des parties prenantes, parmi lesquelles les entreprises.

## Conclusion de Pervenche Berès, Présidente de l'AEFR

Merci Didier Valet d'avoir assuré l'animation de cette table ronde. Merci à chacun des intervenants, cela a été un débat formidable, en tout cas, comme présidente de l'AEFR, cela a été un plaisir de vous entendre parce que j'ai eu l'impression qu'on était vraiment sur les questions fondamentales qui ont justifié la création de cette association ; c'est parce nous voulons organiser ces passerelles, soulever les questions que vous avez traitées que nous avons créé cette association. Merci aussi aux équipes et à

tous ceux qui ont pensé que c'était le bon thème, en disant cela je salue Michel Cojean qui a beaucoup contribué à l'organisation de cette manifestation avec Sylvain de Forges, nos deux délégués généraux.

Au fond, vous nous avez dit le monde a changé ou le monde est en train de changer et Joseph Stiglitz a lancé dans le débat public, comme il en a parfois l'intuition ou le génie, ce terme d'interrègnes. J'essaie de comprendre ce que cela veut et manifestement c'est un terme qui s'impose et qui a flotté tout autour de notre débat à la fois pour des raisons géostratégiques mais aussi pour des raisons technologiques que vous avez parfaitement exposées.

L'un d'entre vous a dit « tout est politique ». Lors de la grande crise financière, je voyais qu'il y avait une grande agitation pour réguler, colmater des « trucs » qui n'allaient pas de la part de ceux qui étaient au cœur des dispositifs en question. J'étais donc allé voir le Président de la Commission, José Manuel Barroso pour lui dire que ce n'était pas la bonne méthode, que peut-être ainsi on allait réparer des « trucs », mettre des rustines mais que l'on n'allait pas profiter de cette crise pour réfléchir à la société dont on avait envie. Bien sur pour moi, c'était facile, j'étais députée européenne, je n'étais pas à la manœuvre pour résoudre les problèmes de liquidités ou de solvabilité des banques mais j'étais convaincu d'avoir raison, qu'avant de tout colmater il fallait un petit peu réfléchir à ce que l'on voulait. Je continue à penser qu'à ce moment-là on a raté un objectif qui aurait pu s'imposer qui était celui de la transition écologique. Ce n'est quasiment qu'en dernier que Michel Barnier met sur la table un texte sur le financement du long terme. Merci donc d'avoir rappelé que c'est mieux d'avoir une vision ce qu'on veut avant de réguler un secteur.

Dans le même esprit - personne n'en a beaucoup parlé à la table ronde - c'est le risque qui existe lorsque des régulateurs progressent sans être en dialogue avec la société ; en disant cela je pense à l'exemple des normes comptable. Ce sont des normes très techniques mais il faut aussi savoir ce que l'on veut compter et comment, ce qui est un débat de société.

Ce débat a aussi permis de rappeler que tout cela se fait autour d'une force de l'Union européenne qui s'appelle le marché intérieur et dans ces temps troubles, le marché intérieur n'est pas une petite affaire parce que si on casse cela il ne va plus nous rester grand-chose. Or, nous sommes dans un contexte où il y a des déséquilibres, des enjeux géostratégiques, des ajustements tectoniques de plaques, où la grande France ne pourrait pas faire grand-chose toute seule. Dans la force de l'Union européenne il y a notre modèle de société, il y a la politique de concurrence et il y a quand même le marché intérieur. De

ce point de vue, il y a 2,3 choses qui ont été mentionnées aujourd'hui et qui me semblent très importantes à la fois dans son fonctionnement et dans son importance. Beaucoup insistent sur la lourdeur, la difficulté de se mettre d'accord à 27. Mais une fois que l'on s'est mis d'accord à 27 sur une règle, cela donne une véritable force. Et cela n'a pas encore été dit ce matin, c'est pourquoi je le fais.

Or, sur le marché intérieur dans les services financiers, on a encore des progrès à faire. Une question a été posée dans la salle à propos des banques et c'est vrai qu'aujourd'hui si une banque veut racheter une autre dans un processus de consolidation, elle rencontrera quelques problèmes. Pourtant, cette perspective de construction du marché intérieur doit rester la nôtre.

On retrouve ces enjeux de marché intérieur dans un thème que vous avez beaucoup évoqué qui est cette tension entre innovation et réglementation. On a toujours cette volonté de laisser l'innovation se faire avant de réglementer un secteur mais on est aujourd'hui dans une situation plus compliquée. Avant on avait la tension entre l'innovation et réglementation et là on a la tension entre un marché très régulé et une innovation qui elle y échappe et que l'on ne souhaite pas freiner. C'est pour le marché intérieur un nouveau défi qu'il faut regarder de près.

Troisième tension sur ce marché intérieur, c'est la question de la libre prestation de service évoquée au cours de ce débat. La libre prestation de service est parmi les règles du marché intérieur un des piliers de cette force que j'évoquais et nous savons l'importance de privilégier l'application de la loi de protection du consommateur du pays du lieu de la consommation. Or, avec le développement du numérique et des plateformes ce que fait le fondement du marché intérieur est très bousculé obligeant, ici pour des raisons technologiques, à revisiter des fondamentaux.

Ensuite, vous avez tous beaucoup traité le sujet même de la conférence qui est l'enjeu de la régulation. Comme l'un des intervenants l'a rappelé autrefois on parlait de tutelle et de réglementation, aujourd'hui de régulation et de supervision. Revisiter les termes est utile, cela montre que nos sociétés sont devenues plus complexes et que d'une certaine manière quand on raisonnait en 2 dimensions, on est aujourd'hui obligé de raisonner en 3 dimensions.

Sur l'élaboration de la réglementation j'ai été frappée par certaines choses qui ont été dites y compris sur la question démocratique. Au début de mon mandat comme présidente de la commission économique et monétaire en 2004 j'avais organisé une grande rencontre entre les membres de cette

commission et leurs homologues dans les parlements nationaux, on était en pleine construction du marché intérieur des services financiers et la procédure dite Lamfalussy s'imposait comme un mode de fonctionnement original. Je me suis rendue compte à ce moment-là que les parlementaires nationaux n'avaient pas beaucoup d'idées de ce qui était en discussion au niveau européen et des décisions qu'ils auraient ensuite à mettre en œuvre sur le plan national. Est-ce à dire qu'il faut renoncer à ce mode de fonctionnement et revenir à des législations nationales ? Vous ne me ferez jamais dire ça.

Mais je comprends le problème de parlements nationaux qui sont mal associés ; dans le débat au Conseil, certains ministres ont un mandat de leur parlement national, c'est un point sur lequel une marge de progression existe ! Là où cela fonctionnait très bien c'était au Royaume-Uni mais c'est aussi le cas en Allemagne ou au Danemark. Ce n'est donc pas qu'un problème de fonctionnement de la démocratie européenne, c'est aussi un problème national sur lequel il faut réfléchir.

Vous avez quasiment tous évoqué entre les lignes, les enjeux du Brexit et leur manière de privilégier le niveau 3 de la législation, sur laquelle ils ont envie de d'aller de l'avant en fonction de déclarations récentes des uns et des autres. Est-ce que ça doit nous conduire nous-mêmes à aller vers ce type d'approche en termes réglementaire ? Pour ma part, j'émets une certaine réserve. Au Royaume-Uni, on voit bien qu'il y aura une discussion entre les acteurs de marché et le régulateur pour définir cette souplesse et l'organiser. Je préférerais que l'on améliore le fonctionnement des 3 niveaux plutôt que de beaucoup renforcer le niveau 3. On sait ce qui se passe à ce niveau, d'abord il y a moins de transparence et quand on a autant de diversité à prendre en compte il y a un risque de capture réglementaire dont je me méfie. Il y a des forces qui peuvent être sûr représentés dans l'opacité, ce qui ne me semble pas être le bon chemin pour aller de l'avant. En revanche, ce dont je suis sûr, et qui a été évoqué lors du débat, c'est que l'association des utilisateurs des services financiers à l'élaboration de la régulation elle-même est un point sur lequel on doit pouvoir progresser. C'est difficile, parce que pour se mobiliser sur l'écriture d'une règle ça suppose une capacité d'anticipation, des moyens que les entreprises n'ont pas toujours alors qu'elles doivent en priorité gérer leur stratégie de développement plutôt que de s'occuper de la régulation qui s'appliquera à ceux qui les financent. Et pourtant pour avoir une bonne législation des services financiers, on aurait besoin de leur meilleure association.

Je vous ai aussi entendu nombreux inquiets des risques de forum shopping, pour la Commission s'est une vraie responsabilité parce que le développement de nouvelles pratiques favorise ces niches qui peuvent être un vers dans le fruit du marché intérieur ; on ne doit pas le permettre. Enfin, trois petites réflexions. La première, finalement l'un des intervenants a prononcé le mot Russie, mais cela n'a pas été central dans le débat pas plus que la Chine. Or, je pense que la guerre en Ukraine risque de bousculer notre façon de construire des règles mondiales beaucoup plus que ce que l'on voit aujourd'hui et je m'inquiète de notre capacité d'anticipation. Comment se projeter dans le monde de demain lorsque la Chine plutôt que d'être dans une abstention, sera interventionniste avec la définition d'alternatives en termes de normes internationales qui pour l'instant ce sont faites de manière assez constructive dans les instances internationales que nous avons mises en place.

Deuxième proposition, c'est une question ouverte, faut-il ajuster notre manière d'écrire la législation européenne ?

Dernier point, je pense que tout cela peut-être des sujets d'approfondissement des travaux futurs de l'AEFR pour poursuivre et transformer la richesse des propos qui ont été tenu au cours de ces entretiens.

Je vous remercie de votre attention.