

LES RÉFORMES DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE DANS L'UNION EUROPÉENNE APRÈS LA CRISE

Esprit, enjeux et méthodes de la régulation financière dans l'Union européenne

Sommaire

Éditorial

Marcel RONCIN, Président de l'AFTI

1

Introduction

Ismael OMARJEE, Codirecteur, CEJEC

2

Les enjeux : diagnostic des risques, choix et solutions

Anne-Catherine MULLER,
Professeur à l'Université Paris XIII
et membre de l'IRDA

3

L'esprit et la méthode

Augustin BOUJEKA, Maître de
conférences à l'Université Paris Ouest
Nanterre la Défense, membre du CEJEC

6

Le point de vue de la profession bancaire française : priorité au financement de l'économie

Benoît de LA CHAPELLE BIZOT,
Directeur Général Délégué,
Fédération Bancaire Française

9

Table ronde Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Animatrice : Karima LACHGAR,
Déléguée Générale de l'AFTI
Participants : Natasha CAZENAIVE,
Adjointe du Secrétaire Général adjoint
de la direction de la régulation et des
affaires internationales, AMF
Anne-Catherine MULLER, Professeur à
l'université Paris 13
Augustin BOUJEKA, Maître de
conférences à l'Université Paris Ouest
Nanterre
Bernard COUPEZ, Managing Director
de Finance & Régulation, membre du
collège de l'AMF.
Gérard GARDELLA, Secrétaire général
du Haut Comité Juridique de la Place
Financière de Paris

12

Conclusion

Gérard GARDELLA

22

En partenariat avec



Éditorial

L'AFTI ouvre un cycle de conférences qui se déroulera sur toute l'année 2015 en partenariat avec le Centre d'Études Juridiques Européennes et Comparées de l'Université Paris Ouest Nanterre la Défense. Thème général : les réformes de la régulation financière dans l'Union européenne après la crise.

Le thème de cette première réunion concernera les enjeux, l'esprit et la méthode des réformes engagées par la précédente Commission ainsi qu'un zoom sur l'Union des Marchés de Capitaux que nous considérons, sans conteste, comme le dossier marquant de ce début de mandature. Bien que nous manquions un peu de recul par rapport à l'ancienne Commission et à ses productions de textes, il est tout à fait utile de nous interroger sur le passé récent caractérisé par un véritable déferlement de textes réglementaires, une quarantaine, qui ont accompagné les principaux épisodes de cette crise multiforme, laquelle s'est propagée à partir de 2008. À ce titre se posent les questions suivantes :

- Avons-nous conjuré les principaux facteurs de risques ?
- N'a-t-on pas légiféré à l'excès dans un laps de temps très court, donnant à l'industrie une importante charge de travail, en raison notamment des textes de niveau 2 ?
- Les textes ne descendent-ils pas trop dans le détail ?
- Dernière question : Comment devons-nous gérer le besoin de cohérence entre les nombreux textes nouveaux, et les textes plus anciens avec un risque non nul d'overlap ?

Les textes se complètent et s'adaptent rarement l'un à l'autre. Nous devons faire en sorte d'éradiquer les textes contradictoires.

Concernant les outils, le *reporting* est sans doute l'un des moyens principaux à disposition du législateur. Tous les textes européens qui sont publiés intègrent ce besoin. Le *reporting* est devenu une industrie à part entière. Là encore, ne perdons pas de vue les coûts à supporter par le post-marché et par ses membres.

Cela étant, ce qui devait être fait l'a globalement été. L'Europe a eu le mérite de se montrer réactive et elle n'a pas sous-estimé les risques encourus. De toute façon, nous ne pouvons pas rester inertes face à ce que mon cher Baudouin Prot appelait la dislocation des marchés financiers.

L'essentiel des travaux est désormais réalisé et derrière nous et le temps est venu d'assumer une véritable rupture. Cette rupture est matérialisée par un projet : L'Union des marchés de capitaux qui fait actuellement l'objet d'un Livre Vert soumis à consultation. C'est le grand projet de la Commission européenne pour l'industrie financière ces 5 prochaines années. Concernant l'AFTI, Karima Lachgar a été chargée d'animer un groupe transversal qui va gérer le démarrage et la mise en œuvre de ce très conséquent projet. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

Introduction

Ismael Omarjee

Codirecteur,
CEJEC

Bonjour à tous,

Monsieur le Président, je vous remercie de nous accueillir ici. Je remercie également les représentants de la Fédération Bancaire Française.

Nous avons grand plaisir, au nom du CEJEC, mais aussi au nom de l'Université Paris Ouest Nanterre, à être présents ici car nous aimons croiser les regards pour enrichir les savoirs, avoir des approches croisées et favoriser les rencontres entre le monde socio-économique des acteurs institutionnels et le monde universitaire, qui sont toujours très riches d'enseignements.

Je veux remercier également Karima Lachgar et mon collègue Augustin Boujeka, qui ont eu l'idée d'organiser ce cycle de conférences et qui ont beaucoup œuvré à son organisation d'un point de vue scientifique.

Permettez-moi de vous présenter notre centre de recherche en quelques mots, ainsi que le contexte d'organisation de ce cycle de conférences.

Le CEJEC est le Centre d'Études Juridiques Européennes et Comparées : Comparées parce que nous œuvrons à une meilleure connaissance des systèmes de droit et nous comparons aussi les influences des disciplines les unes sur les autres. Européen parce que notre recherche concerne l'action de l'Union européenne, l'étude des différentes catégories des normes européennes, l'étude des politiques de l'Union et l'étude des relations entre les ordres juridiques (ordre juridique national, européen et international) qui est une question qui se pose au niveau de la régulation financière sur l'articulation entre les textes européens et les textes nationaux.

Lorsqu'Augustin Boujeka (Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre) nous a proposé, à Laurent Sinopoli et moi-

même, l'organisation de ce cycle de conférences sur les réformes de la régulation financière dans l'Union européenne, nous avons été tout de suite convaincus, non seulement grâce à sa force de conviction, mais aussi car cela sera l'occasion pour le CEJEC, qui avait l'habitude de traiter des thématiques de citoyenneté européenne, de mobilité des personnes et des principes de non-discrimination et d'égalité, d'aborder la question du droit économique que nous avons étudiée à travers le droit de la concurrence uniquement. Mais surtout, nous avons été convaincus par l'intérêt scientifique du thème parce que la crise a montré qu'aucun pays ne pouvait gérer seul le secteur financier et contrôler les risques liés à la stabilité financière.

La crise a démontré également la relative vulnérabilité du système bancaire européen d'où la nécessité impérieuse d'adopter des règles communes, de renforcer la surveillance financière par les Autorités Européennes de Surveillance et par l'Union Bancaire, de protéger également le déposant et de renforcer les sanctions en cas d'abus.

Les réformes qui ont été adoptées dans cette perspective ne sont pas minces : Je voudrais signaler que la mise en place des Autorités Européennes de Surveillance, Autorité Bancaire Européenne, Autorité Européenne des Marchés Financiers, union bancaire et organisme de résolution unique en cas de défaillance, sont des éléments nouveaux et innovants qui ne doivent pas être négligés et dont l'impact mérite d'être approfondi.

La Commission européenne estime que ces réformes permettront de réaliser des économies entre 0,6 % et 1 % du PIB soit entre 75 et 140 milliards d'euros par an.

Les 6 conférences prévues, jusqu'au mois de décembre, auront lieu ici et à Nanterre. Nous espérons qu'elles permettront d'approfondir l'adéquation entre les textes et réformes adoptés et les nombreux objectifs assignés. Parmi eux, la réduction de la probabilité de l'impact des crises financières, le renforce-

ment de la gouvernance relative aux risques, la garantie d'une égalité de traitement dans tous les pays de l'Union européenne et le fait de permettre aux autorités financières d'utiliser les mêmes normes en matière de surveillance pour toute l'Union européenne, la sécurisation de l'intégrité des marchés financiers et la restauration de la confiance dans les systèmes financiers, tout cela dans l'intérêt économique général et dans l'intérêt des consommateurs et des petites et moyennes entreprises.

Les réformes financières sont un terrain d'observation et d'application de certaines notions-clés du droit et des préoccupations de l'Union européenne, que l'on retrouve ailleurs, comme la question de l'égalité et de la non-discrimination qui fait l'objet du titre VI du règlement du 15 mai 2014, entièrement consacré à cette question. La notion de confiance est une notion-clé en droit de la consommation ainsi qu'en droit de la concurrence et elle est étroitement associée à la notion de marché et à sa régulation.

À partir de la thématique de la régulation financière, nous parvenons à aborder d'autres questions qui sont transversales dans le droit européen qui irrigue l'ensemble des politiques de l'Union européenne. Il est également important de se rendre compte de l'importance du niveau d'intervention et d'articulation des rôles des autorités nationales et des autorités européennes ainsi que de la cohérence entre les textes nationaux et les textes européens.

Les interventions plénières seront publiées au bulletin Joly Bourse qui appartient à notre partenaire le groupe Lextenso Éditions qui publie l'ensemble de nos travaux au CEJEC à travers les Petites Affiches. Je vous souhaite des débats riches et une bonne conférence. ■

Les enjeux : diagnostic des risques, choix et solutions

Anne-Catherine Muller

Professeur à l'**UNIVERSITÉ PARIS XIII**
et membre de l'**IRDA**
(Institut de Recherche en droit des Affaires)

Bonjour à tous,

À mon tour de remercier ceux qui nous accueillent et Augustin Boujeka qui m'a invitée à participer à ce cycle de conférences.

Le thème abordé est très intéressant et me permet de sortir de l'étude des textes européens pour rencontrer des professionnels qui les appliquent afin d'échanger nos points de vue.

L'objectif de notre conférence inaugurale est de présenter les thèmes qui vont être abordés lors des conférences futures. Évidemment, le cycle de régulation qui a été mis en place depuis 6 ou 7 ans, et qui a été évoqué plus tôt, mérite d'être apprécié et nous nous interrogerons sur sa capacité de mettre fin au risque systémique.

En tout cas, il résulte d'une période extrêmement compliquée pour nous tous et notamment pour les juristes parce qu'ils se sont retrouvés face à un problème totalement nouveau et inattendu. Selon Jean Tirole, décrit comme économiste orthodoxe, « la crise marque la défaillance massive de la régulation, de sa conception à sa mise en œuvre ».

Je voudrais articuler mes développements autour de 3 parties :

- Le passé de la régulation
- Le présent de la régulation
- L'avenir de la régulation

Le diagnostic du passé de la régulation commence par la question « comment en est-on arrivés là ? ». La réponse qui résulte du diagnostic est plutôt bien connue de la plupart des personnes qui ont pris le temps de la faire, mais ce qu'il est intéressant à signaler est que le législateur n'avait pas su anticiper les événements, allant même, à certains égards, jusqu'à faciliter la crise qui s'est produite.

Il y a eu 2 évolutions parallèles qui ont fini par se rencontrer : l'évolution du système bancaire d'une part et l'évolution du système financier d'autre part.

- L'évolution du système bancaire : La crise de 1929 a laissé place à une période de forte réglementation, dont l'objectif était d'éviter que la crise ne se reproduise, ainsi qu'une forte intervention étatique. Ensuite, au fur et à mesure, l'État s'est désengagé pour arriver au début des années 80 à un recul remarquable de l'intervention de l'État. Un désengagement qui s'est manifesté dans le secteur bancaire par une considérable libéralisation, et notamment l'ouverture à d'autres activités que les activités bancaires traditionnelles que sont la réception des fonds du public et l'octroi de crédits.

Les économistes désignent ce phénomène par les « 3D » : Déréglementation, Décloisonnement et Désintermédiation ; puisque les agents économiques qui étaient en position de prêter de l'argent passaient moins par les banques et prêtaient leur argent directement aux entreprises par le biais des marchés financiers.

Désintermédiation ne veut pas dire que les banques avaient perdu tout intérêt mais simplement elles ont dû se tourner vers d'autres activités en changeant de *business model* passant du modèle original de banque qui garde son crédit jusqu'à son remboursement complet à un nouveau modèle « *Originate to distribute* » où les banques se débarrassent des crédits qu'elles accordent, notamment grâce à la titrisation, afin de contourner les exigences qui leur sont applicables comme les exigences prudentielles (Bâle II, exigences capitalistiques...). Le système bancaire est donc passé d'une économie d'endettement à une économie de marché parce que ce faisant les banques se sont exposées aux risques de marché, sans parler du fait qu'elles ont reporté et diffusé le risque sur d'autres agents économiques qu'elles ont elles-mêmes exposés aux risques de marché.

Une autre conséquence de l'évolution du modèle économique des banques est le fait qu'elles se sont connectées avec d'autres acteurs du système économique et de l'économie réelle, ce qui a conduit à une interconnexion des différents systèmes, notamment le *shadow banking system*.

- Parallèlement, nous avons vécu l'évolution du système financier qui a été en grande partie rendue possible par le législateur communautaire lui-même qui a fait sien, par la première directive MIF, l'idéologie des économistes et l'idéologie de l'efficacité des marchés. Autrement dit, si on laisse le marché fonctionner en n'empêchant pas son fonctionnement naturel, la concurrence va permettre d'atteindre l'équilibre : ceci est appelé l'idéologie de l'efficacité des marchés. Le législateur européen a donc adopté cette idéologie en exprimant sa volonté de mettre en concurrence les différents lieux d'exécution afin d'améliorer les coûts, etc.

Une conception libérale a donc été mise en place en supprimant le monopole des marchés réglementés ou l'obligation de concentration en espérant tirer des bénéfices de la concurrence entre les lieux d'exécution. Or, ce qui s'est réellement passé est différent car la multiplication des lieux d'exécution a conduit à une fragmentation de la liquidité : une partie de la liquidité qui se dirigeait vers les marchés réglementés est passée ailleurs notamment dans des lieux d'exécution dont on ne connaissait ni le fonctionnement ni l'ampleur et qui sont les *dark pools* ou les *crossing networks*.

Les évolutions du système bancaire et du système financier ont fini par se rejoindre et créer des interconnexions notamment via le *shadow banking system*. En ajoutant à cela la mondialisation et l'interminable processus d'innovation financière, le législateur se trouve aujourd'hui face à de nombreux éléments auxquels il n'a pas pensé ; et la régulation qui est par essence nationale et divisée par secteur ou par produit doit changer de dimension. Néanmoins, certains ont affirmé que c'est

Les enjeux : diagnostic des risques, choix et solutions

moins l'absence de règles que le défaut de supervision qui a été à l'origine de la crise. Reprenons donc une analyse que Jacques de Larosière avait détaillée dans son rapport. C'est donner à la régulation, un double rôle ou « 2 jambes » qui sont d'une part les normes et les règles que les institutions financières doivent suivre et d'autre part la supervision c'est-à-dire le contrôle de l'application des règles.

Il y avait d'importantes failles dans la supervision au moment de la crise financière à cause de l'absence d'un superviseur mondial malgré l'aspect mondial des acteurs sur le marché qui étaient contrôlés par des superviseurs nationaux dont la taille est devenue insuffisante. Par ailleurs, la supervision était axée sur le niveau microéconomique et la surveillance des agents économiques se faisait individuellement en suivant la logique de Bâle I et II, alors qu'il fallait également une supervision au niveau macroéconomique.

Pour ce qui est de la régulation internationale, elle est encore inexistante parce qu'il n'y a aucun organe au niveau international qui peut prendre des règles obligatoires, il y a simplement certaines règles qui sont reprises par le G20 (créé en 1999) et le Conseil de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*). Il y avait donc un décalage entre la dimension internationale de l'activité et le cadre de la régulation. Nous arrivons maintenant au présent, qui commence tout d'abord par la réforme de la supervision qui était absolument indispensable. L'exemple le plus remarquable en est la création de l'Union Bancaire et surtout la rapidité avec laquelle cette Union Bancaire a été adoptée d'où l'expression d'une vraie politique derrière cette mise en place.

La supervision et la surveillance des établissements de crédit ont été considérablement modifiées : après la création de la BCE en 1998, les États membres ont refusé de lui octroyer la supervision des établissements de crédit. La supervision des plus importants établissements a été confiée à la BCE en 2013 ce qui représente une avancée très importante en ce qui concerne la supervision.

En ce qui concerne les Autorités Européennes de Supervision, nous sommes passés du

niveau national au niveau européen avec 3 principales autorités européennes de supervision créées en novembre 2010. Sur le papier, ces autorités n'ont pas beaucoup de pouvoirs, notamment réglementaires, mais dans les faits leur influence est réelle : l'AEMF s'est vu confier des pouvoirs, notamment de sanction, à l'égard des agences de notation et des référentiels centraux. Elles ont un pouvoir d'édicter des normes techniques. Néanmoins, l'un des 40 textes de la dernière mandature mentionnait le fait que lorsque la Commission ne modifie pas les propositions des AES, le Parlement et le Conseil ont seulement un mois pour s'y opposer, ce qui est très peu probable compte tenu de la complexité des normes.

En plus du passage du niveau national au niveau européen, l'approche strictement sectorielle qui a toujours classé les autorités par secteur a été abandonnée pour mettre en place des comités mixtes de surveillance comme le Comité Européen du Risque Systémique et le Système Européen de Stabilité Financière ce qui contribue encore à la modification de l'approche et du périmètre. En ce qui concerne la réforme de la régulation, je vous propose de faire un résumé des 40 textes qui ont été adoptés.

La réforme de la régulation a introduit de nouvelles activités et de nouveaux acteurs qui n'étaient pas régulés auparavant et a renforcé la régulation de certains acteurs traditionnels.

Parmi les nouveaux acteurs, on retrouve certaines entités de *shadow banking*, par exemple les fonds d'investissement alternatifs, ainsi que les agences de notation, les contreparties centrales, les dépositaires centraux... Certaines nouvelles opérations, considérées comme risquées, ont été également introduites dans la réforme de la régulation comme les ventes à découvert, le trading haute fréquence ou encore les dérivés qui sont désormais largement encadrés.

Pour ce qui est des professionnels dont la régulation a été renforcée, on peut citer les établissements de crédit. La directive résolution constitue une véritable révolution y compris pour les juristes parce que, sortis du classique droit des procédures collectives par le biais d'un juge, nous n'avions pas l'habitude d'un traitement administratif de

la défaillance. Donc, lorsque l'on reconnaît ainsi à une autorité administrative le pouvoir de régir la défaillance d'un établissement de crédit, cela témoigne de l'importance qu'on y attache, parce qu'en droit privé classique lorsqu'une entreprise est défaillante, on fait tout afin de la sortir du paysage juridique et de passer à autre chose, alors que l'optique de la directive résolution, qui sera détaillée dans une prochaine conférence, est complètement différente. Malgré l'importance des mesures prises pour les établissements de crédit, de nombreuses autres peuvent encore être mises en place et je ne suis pas certaine de partager votre optimisme quant à la fin de la réforme des régulations.

Dernière chose que je voulais aborder sur l'état actuel de la régulation, la transparence est érigée en objectif fondamental mais c'est à la fois un objectif et un moyen parce que ce qui est certain, c'est que nous n'avons pas une bonne visibilité sur les flux (qu'est-ce qui se passe ? où ? comment ?); visibilité qui devrait être considérée comme un objectif fondamental. L'enregistrement des dérivés est l'illustration de cette idée, l'objectif étant de savoir ce qui se passe sans vouloir l'empêcher ou limiter la croissance.

Selon mon point de vue, la démarche intersectorielle doit être développée et approuvée. Dans un dernier règlement de novembre 2014 sur les produits packagés de détail, nous avons cette démarche intersectorielle et, personnellement, cela me paraît très intéressant parce que l'investisseur ne cherche pas vraiment à savoir s'il investit dans un produit d'assurance ou un produit financier mais il s'intéresse plutôt à la rentabilité et au retour de son investissement.

Pour ce qui est de l'avenir de la régulation, il y a beaucoup de choses à dire. Nous étions tous, à la fois les professionnels et les juristes, sous le choc de cette crise financière. Parfois, le législateur a adopté des textes dans l'urgence, et qui auraient pu être meilleurs. Le moment est venu de marquer une pause et de réfléchir à ce que doit être la régulation. Les années 1980 à 2000 ont marqué le règne de l'autorégulation avec une tendance à la mise en avant des intérêts personnels. La régulation est, peut-être, ce qu'il faut dans

Les enjeux : diagnostic des risques, choix et solutions

un secteur économique où la concurrence ne suffit pas à établir un équilibre et où il faut également une dose d'intérêt général. À cet égard, la directive sur la résolution en est un exemple typique, même si les professionnels estiment que cela leur impose quelques contraintes.

La question est donc celle de l'efficacité de la régulation, qu'on aura l'occasion de discuter plus tard. Est-ce que la régulation fait preuve de réactivité et a de l'aptitude à surveiller les professionnels? Une autre question importante: A qui confier la régulation? Vous savez qu'en France, nous avons l'AMF qui, à la fois, édicte les textes et sanctionne leur non-respect. Je ne suis pas sûre que cela puisse perdurer.

Ensuite, en ce qui concerne le type de régulation, on peut se poser la question de savoir quel type de régulation retenir. On en connaît 2 grands types:

- La régulation *Principle Based*, c'est-à-dire une régulation sur des principes et des objectifs à atteindre (à charge pour les

professionnels de trouver les moyens pour atteindre ces objectifs) comme c'est le cas en Angleterre;

- Et la régulation *Rule Based* qui repose sur des règles détaillées, qui est plus précise mais également plus rigide, elle est moins réactive et s'adapte moins facilement aux changements de pratiques et elle présente aussi un risque de contournement plus important.

Il faut, évidemment, mener une réflexion sur les objets de la régulation: qu'est-ce qu'il convient encore de réguler? Car il y a encore des pratiques à réguler, notamment, le *shadow banking* dont seulement certains aspects ont été régulés, le reste mériterait de l'être, la réforme structurelle des banques n'est pas encore finalisée également.

Il faut aussi une réflexion sur ce que sont les objectifs de la régulation. J'ai l'habitude de dire que la régulation est un triptyque entre l'économie, le droit et la politique car oui il faut avoir une volonté politique.

Lorsque j'entendais tout à l'heure qu'il fallait encourager la croissance, nous adhérons parce qu'on a tous envie de parler de la renaissance de la croissance. Personnellement, je ne suis pas sûre que la régulation soit incompatible avec la croissance. Je prends l'exemple du financement participatif ou le *crowd funding* qui est l'une des nouvelles sources de financement de la croissance, et comme vous le savez la France a régulé le *crowd funding*, et en discutant avec les professionnels, ils ont exprimé leur volonté d'avoir une réglementation pour que les investisseurs continuent à croire en eux; car si on laisse cette pratique sans régulation, le clash sera inévitable et les gens n'auront plus confiance dans les plateformes de *crowd funding*. Il vaut mieux avoir une régulation qui détermine un cadre que de ne rien avoir.

Pour moi, régulation n'est pas antinomique de croissance. Il y a encore des domaines à réguler, mais, encore une fois, il faut penser aux objectifs de la régulation qui restent à fixer dans le domaine bancaire et financier. ■

L'esprit et la méthode

Augustin Boujeka

*Maître de conférences à l'UNIVERSITÉ PARIS
QUEST NANTERRE LA DÉFENSE,
membre du CEJEC*

Monsieur le Président, chère Karima, chers collègues, mesdames et messieurs,

Je voudrais dédier cette intervention à la mémoire de Gérard Mardin de l'Université de Nanterre, qui fut un homme de chaleur et de bien.

Je voudrais vous faire part par ailleurs de mon plaisir d'être parmi vous pour toutes les raisons rappelées par le Président Roncin, Ismael Omarjee et aussi Anne-Catherine Muller.

J'ai terminé avant-hier soir la préparation de ce propos qui porte sur l'esprit et la méthode de la réforme de régulation financière de l'union Européenne après la crise et j'ai abouti à un texte de 16 pages. Je vais vous faire grâce de tout cela et vous en restituer la quintessence. Je vais donc essayer de vous parler du souffle vital qui anime la régulation financière de l'Union européenne après la crise mais également de la ligne logique qui charpente cette réforme de son ordre logique.

L'entreprise peut paraître plus qu'hasardeuse tant on prête au droit européen un caractère abscons. Au vrai, sa cohérence est difficile d'accès en raison des compromis inextricables qui jalonnent le processus normatif de l'Union. La technique seule ne sera pas le cœur de mon propos : techniques de création des établissements, technique des instruments financiers, techniques de négociation. C'est aux conférences à venir d'en analyser et d'en délivrer quelques aspects sans pouvoir les envisager tous tant la matière est difficile à saisir dans sa globalité.

Disons-le clairement, l'esprit et la méthode des réformes dont il est ici question puisent l'essentiel dans le rapport du groupe de haut niveau présidé par Jacques de Larosière publié le 25 février 2009. Ce rapport constitue véritablement le bréviaire des réformes financières

intervenues depuis lors au sein de l'Union Européenne. Ses maîtres mots sont la réglementation et la surveillance, la réglementation étant entendue ici comme l'ensemble des règles et des normes qui régissent les institutions financières, et la surveillance étant un processus visant à contrôler les établissements financiers afin de garantir la bonne application des règles et des normes.

La crise bancaire et financière de 2007/2008 se trouve évidemment à la base de ce rapport de Larosière. Ses conclusions ont modifié profondément la réglementation et la régulation financière de l'Union.

Cette réorientation profonde de la réglementation et de la régulation poursuit l'objectif suivant : mettre en place un double système de surveillance macroprudentiel et microprudentiel à partir des structures existantes et de façon tout à fait progressive. Le but est d'effectuer une surveillance plus stricte et mieux coordonnée avec des normes uniformes pour tous les acteurs et les États et des méthodes efficaces de gestion de crise.

L'esprit et la méthode s'attachent ici essentiellement aux réformes intervenues sous la Commission Barroso au cours de sa seconde mandature. Ces réformes se sont traduites en termes de réglementation, et pour ne citer que quelques exemples, par l'encadrement plus fort des dérivés de gré à gré par le règlement EMIR, la réforme des normes relative aux exigences prudentielles par la directive CRB4 et le règlement CR, la refonte récente des sanctions des abus de marché en 2014 et, bien entendu, la rénovation des marchés d'instruments financiers par les textes MIF II. Des facteurs de stabilité perdurent cependant dans ce paysage, incarnés notamment par le passeport unique des entreprises d'investissements mis en place par la directive sur les Services d'Investissement (DSI) dès 1993. En termes de régulation, la création des Autorités de Surveillance Européennes en 2010 constitue un véritable tremblement de terre, pratiquant une surveillance microprudentielle en mode bottom up, en convergence avec une

surveillance macroprudentielle pratiquée par le Comité Européen des Risques Systémiques en mode top down.

La Commission Junker aura sans doute à cœur d'approfondir, d'infléchir ou de réorienter ces réformes dans une proportion qui reste à définir et suivant un esprit et une méthode qui varieront peu ou prou. Le Livre vert publié le 18 février dernier sur le projet d'Union des Marchés de Capitaux, suscite à cet égard des interrogations.

En considération de ces éléments préliminaires, l'esprit et la méthode des régulations, mais aussi de la réglementation de l'Union Européenne, révèlent pour l'esprit un écheveau plus que difficile à dénouer, pour qui ne connaît pas la question, et pour la méthode un édifice ambitieux, mais encore inabouti. Tant et si bien qu'on pourrait suggérer à l'Union Européenne de s'engager dans la quête d'une plus grande fermeté et d'une meilleure cohérence dans les orientations qui doivent gouverner son approche de la réglementation mais aussi de la régulation financière. Autrement dit l'Union doit parfaire ce qu'il convient de qualifier ici de méthode de l'esprit, que nous présenterons dans un premier temps, qui doit conditionner ce qui est son esprit de méthode, que nous allons aborder dans un second temps.

Précisons donc en premier lieu, cette méthode de l'esprit est encore incertaine. Elle révèle des incertitudes qui sont probablement le propre d'un droit encore neuf dans son élaboration comme dans son application. À quoi s'ajoute un volume de textes véritablement asphyxiant.

Ces incertitudes caractérisent en réalité, d'une part l'existant, d'autre part le futur.

Voyons d'abord d'une part l'incertitude sur l'existant :

Le souffle et la cohérence qui portent les réformes de la régulation financière de l'Union dans sa dimension post-crise mettent en

L'esprit et la méthode

exergue quelques maîtres mots, parmi lesquels émergent : transparence, intégrité des marchés et sanctions.

Au sujet de la transparence : depuis la directive DSI de 1993, l'antienne de la transparence la plus efficiente vient se mêler à la mélodie du *level playing field*, pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers.

La création de nouvelles plateformes en 2004 à l'instar des MTF, et leur encadrement renforcé, ont favorisé paradoxalement la constitution de plateformes non encadrées et non transparentes : les dark pools, notamment.

Les textes MIF 2 de 2014, apportent une réponse dont la clarté ne s'impose pas d'évidence : ce sont les fameux systèmes organisés de négociation, les OTF, dont on peine à cerner véritablement ce qu'ils sont.

Que dire de l'intégrité des marchés et de ses sanctions ? Les textes sur les abus de marché de 2014 veulent à la fois préciser les infractions et renforcer les sanctions. Grandes innovations aux sanctions administratives, s'ajoutent désormais des sanctions pénales directement créées par l'Union et plus à même de stigmatiser les abus de marché. L'avenir est ici prometteur mais encore incertain.

Voyons d'autre part, l'incertitude sur le futur :

Des incertitudes pèsent sur deux catégories de matières, deux catégories faisant l'objet de l'attention de l'Union.

Certaines matières sont déjà réglementées par l'Union et d'autres non réglementées ni régulées par elle.

Commençons par les matières déjà réglementées par l'Union :

Prenons l'exemple du trading algorithmique, dans lequel figure le trading à haute fréquence. Ce procédé consiste en l'utilisation d'un algorithme informatique pour déterminer automatiquement certains aspects d'un ordre, avec refoulement complet ou partiel de l'intervention humaine.

La directive 2014-65 MIF 2 entend combler un manque de réglementation en cette matière en soumettant en principe à enregistrement, toute entité ou entreprise qui l'utiliserait.

La religion de l'Union Européenne ne semble pas entièrement faite en cette matière, ainsi que le témoigne le Livre Vert du 18 février 2015.

Concernant les matières marquées d'incertitude mais non encore régulées par l'Union européenne :

Un exemple remarquable réside dans la séparation des activités bancaires et financières. Le souffle vital de la réglementation et de la régulation financière européenne doit-il ou non s'imprégner de cette séparation ?

On en revient au débat pour ou contre la banque universelle, la démarche européenne en cours de finalisation, demeure ici source d'interrogations, et une conférence entière sera dédiée à ce propos.

Considérant en second lieu l'esprit de méthode qui semble ici plus établi, non plus les grandes orientations, mais les procédures retenues par l'Union pour réglementer les services d'investissement et les entreprises d'investissement, la méthode paraît plus fermement assise.

Non pas que cette méthode soit dénuée de complexité, bien au contraire. En raison des spécificités des questions financières, la démarche de l'Union Européenne combine ici tout à la fois une double démarche : une démarche qui consiste d'une part à adapter le processus législatif classique de l'Union et d'autre part dans le dépassement de ce même processus.

Voyons donc l'adaptation du processus législatif classique : La procédure législative ordinaire demeure la clef de voûte de la réglementation et de la régulation de l'Union en matière financière.

L'adaptation du processus législatif consiste ici en une démarche législative spécifique. Pour la question financière, ce processus a été inspiré au début des années 2000 par le groupe Lamfalussy.

Le point de rupture dans cette méthode réside dans le remplacement en 2010, de la comitologie financière chère au groupe Lamfalussy, par l'intervention des autorités Européennes de surveillance en particulier l'ESMA, l'AEMF aux niveaux 2 et 3 de ce processus que je vais vous préciser.

En outre, l'intervention des autorités européennes de surveillance va provoquer une montée en charge de la régulation. Cette montée en charge sera accompagnée paradoxalement par une si forte pression de la *soft law*, qu'on se demanderait si cette dernière ne viendrait pas concurrencer le processus législatif ordinaire.

Précisons brièvement ces questions : le rapport de Larosière prescrivait en 2009 à l'Union de privilégier des règles uniformes, mais avec cette nuance de taille, l'harmonisation n'est pas une fin en soi. Imposer des règles uniformes pour des seuls besoins de cohérence ne correspond pas à une démarche véritablement efficace. Il s'est donc produit une rupture de méthode législative depuis lors, le règlement est désormais privilégié à la directive, directive source de divergences, de transpositions et de risques d'arbitrages réglementaires.

Toutefois, l'uniformisation n'est pas possible en toutes matières : les directives demeurent donc présentes, ce qui contribue à complexifier la matière.

Il y a par ailleurs continuité de méthode notamment dans les mécanismes de sanctions, sanctions qui peuvent frapper les acteurs des marchés. Comme auparavant, il incombe aux États membres d'adopter en cette matière à quelques nuances près des sanctions dites efficaces, proportionnées et dissuasives, comme on le voit encore dans les textes MIF 2 et dans d'autres domaines.

À cette réglementation classique s'agrège en fin de compte un processus législatif complémentaire, assez envahissant. Il faut ici entendre par processus législatif complémentaire, la réglementation et la régulation par niveaux, promue naguère par le groupe Lamfalussy, et reprise par le groupe de Larosière. La création en 2010 des autorités européennes de surveil-

L'esprit et la méthode

lance vient ici nuancer considérablement et renforcer cette réglementation par niveaux.

Au niveau 1 : les grands principes fixés par le législateur de l'Union.

Au niveau 2 : des règles d'exécution adoptées par des normes techniques élaborées par les autorités européennes de surveillance notamment l'ESMA et reprises par acte délégué par la Commission.

Au niveau 3 : l'adoption de lignes directrices destinées à assurer la cohérence d'application des règles prises aux niveaux 1 et 2, par les autorités européennes de surveillance.

Enfin **au niveau 4 :** le contrôle et l'évaluation des normes prises aux niveaux précédents.

Il y a là un schéma que tous les textes actuels suivent.

S'agissant du dépassement complet par les régulateurs, habituellement, la régulation se présente sinon comme un complément, du moins comme un adjuvant de la réglementation classique. L'emprise est grandissante ici des organismes privés producteurs d'une *soft law* qui tendent à s'imposer de plus en plus en matière de régulation financière. L'emprise des autorités de surveillance est ici encore plus forte, ce qui suscite l'interrogation en termes de méthode et de cohérence de méthode.

Précisons très brièvement ces points :

S'agissant de la *soft law*, l'une des approches normatives privilégiée par les secteurs bancaires et financiers, consiste incontestablement en une *soft law*, qui prend aujourd'hui une acuité toute particulière dans le domaine qui nous intéresse, avec comme principaux producteurs internationaux, l'OICV et le Comité de Bâle.

Cette *soft law* ne contient aucune valeur contraignante, ayant seulement une valeur d'engagement moral pour les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, et même pour les émetteurs de cette *soft law*.

La *soft law* inspire également directement la *hard law*, celle-là se muant en celle-ci en suivant le processus habituel de production de normes en droit positif.

Toutefois, *soft* et *hard law* voient de plus en plus leurs frontières s'estomper quand le législateur européen choisit délibérément de marier les deux, dans une règle à la force contraignante avouée ou plus dissimulée.

En illustration, on trouve les lignes directrices adoptées par les autorités européennes de surveillance. Quel régulateur national ou quel établissement financier va courir le risque de ne pas suivre ces lignes directrices ?

Examinons à présent et pour terminer l'emprise progressive des autorités de surveillance.

C'est une tendance lourde en Droit de l'Union Européenne. Cette emprise, intervient tantôt en mode individuel tantôt en mode de réseau. Un mot sur l'intervention en réseau qui traduit une régulation coopérative. Cette coopération se veut tout à la fois multiforme et multidimensionnelle.

Multiforme : elle consiste à constituer des collèges intégrés de régulateurs nationaux et européens pour l'accomplissement d'une mission précise, comme l'enregistrement des agences de notation, ou plus globalement dans le tissage d'un réseau d'autorités européennes dans un champ intégrant l'ensemble de la matière financière, à l'image du système européen de surveillance financière, le fameux SESF déjà évoqué par Anne-Catherine Muller.

Multidimensionnelle : cette coopération accuse des caractères d'horizontalité quand elle engage des régulateurs situés au même niveau, de verticalité quand elle réunit des régulateurs situés à des niveaux différents, et même de diagonalité quand elle réunit les deux caractères précédents.

En guise de conclusion, nécessairement provisoire, l'observateur est en droit de nourrir quelques craintes sur le risque d'asphyxie réglementaire et régulatrice dans l'Union. L'encre du règlement MIF 2 de 2014, pour ne citer que cet exemple, est à peine sèche, et son entrée en vigueur non encore consommée, que s'ouvre un chantier législatif nouveau avec le Livre Vert de février 2015, avec un horizon quasi infini. Est-ce bien raisonnable ?

Thierry Bonneau voit en effet et non sans raison, dans l'abondance, la complexité et le caractère mouvant de la réglementation financière, des sources potentielles de risques systémiques. Gageons que le législateur de l'Union européenne tirera toutes les conséquences de cette constatation.

Merci pour votre attention. Je voudrais remercier également le président Roncin pour avoir favorisé ce partenariat entre le CEJEC, l'AFTI et la Fédération Bancaire Française. Bien entendu Karima qui a porté ce projet avec moi, mais également tous les intervenants passés, mes deux codirecteurs du CEJEC Laurence et Ismaël, qui ont soutenu ce projet. Tous les intervenants à venir, et bien entendu, mon amie Anne-Catherine Muller.

Merci. ■

Le point de vue de la profession bancaire française : priorité au financement de l'économie

Benoît de La Chapelle Bizot

Directeur Général Délégué,

FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE

Je voudrais aborder les choses du point de vue du financement de l'économie, pour faire le bilan des conséquences de toute la régulation sur le financement de l'économie et sur la manière dont les banques y répondent.

On peut voir aujourd'hui avant tout que les banques sont confrontées à une conjoncture économique qui reste très difficile. Les fondamentaux sont compliqués: la croissance est atone, les dettes et les déficits ainsi que le taux de chômage et l'inflation pèsent sur l'activité et sur la structure du financement bancaire: c'est la demande de crédit qui est faible.

En revanche, nous avons des raisons de penser qu'un frémissement est perceptible: repli du prix du pétrole, dépréciation de l'euro, taux d'intérêt bas.

Les taux sont devenus extrêmement bas, les taux aux entreprises sont en moyenne de 2,06 % en décembre 2014, et inférieurs à ceux de la zone Euro, qui sont de 3,13 %. On a donc un écart de 110 points de base, ce qui représente beaucoup, ce qui en termes d'avantages concurrentiels est très important par rapport aux pays de la périphérie qui peuvent être l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

C'est quelque chose qu'on ne note pas quand on parle de compétitivité française. Le fait que notre système bancaire soit solide et puisse offrir ces conditions de taux bas aux entreprises est évidemment un facteur très important de concurrence.

En conséquence, les banques françaises ont dû s'adapter à l'environnement économique, réglementaire, et à la politique monétaire. Il y a à cet égard une réussite certaine, à la différence de plusieurs autres pays de l'Union Européenne, puisque la croissance du crédit bancaire à l'économie est restée positive toutes ces dernières années.

En 2014, la croissance du crédit bancaire était de l'ordre de 2,3 %, soit nettement plus que la croissance observée.

Il y a donc là une performance, dans un contexte de renforcement de la structure financière des établissements (doublement des fonds propres des banques françaises depuis la crise) - et d'adaptation aux réformes prudentielles.

Au total, la croissance des crédits aux sociétés non financières s'est poursuivie avec une hausse du stock de crédits de 2,6 %, des crédits à l'investissement de +2,5 %, en un an, et des crédits de trésorerie de 3,5 %.

La contribution des banques à l'économie et à la croissance économique est donc restée positive sur la période.

Nous sommes aujourd'hui dans une situation où le secteur bancaire est à la croisée des chemins.

Nous avons devant nous malheureusement un choc et une vague réglementaire, prudentielle, monétaire à laquelle on ne sait pas comment les établissements de crédit vont s'adapter et quelles en seront les conséquences sur le financement de l'économie.

De quoi parle-t-on ?

- D'abord de la fiscalité : fin 2014, les banques françaises ont connu une nouvelle vague de fiscalité, soit au titre des hausses générales de fiscalité, soit au titre de fiscalités qui ne touchent que le secteur bancaire.

À ce titre, je vous renvoie à plusieurs études qui montrent que, contrairement à une idée reçue, les banques paient des impôts: Rémanence de TVA et impôt sur les sociétés notamment.

L'augmentation de la fiscalité est naturellement un frein à l'évolution du crédit, puisque ce qui est dépensé sous forme d'impôt ne permet pas de renforcer les fonds propres et

partant le multiplicateur du crédit.

- Il y a aussi d'autres avancées en matière de banque de détail qui conduisent à la baisse structurelle de sa rentabilité, et à des frais qui évidemment sont répercutés sur le client, les banques n'étant pas des entreprises à but non lucratif.

On peut citer toutes les lois consuméristes, les lois Lagarde, Hamon et autres qui ont conduit à largement réduire le crédit à la consommation.

Il y a toutes les contraintes liées à la mobilité bancaire, qui conduisent à des adaptations énormes des outils informatiques.

Un service gratuit, cela n'existe pas, cela suppose que la tarification ne porte pas sur ceux qui bénéficient directement du service, mais il y aura toujours un client final qui paiera.

- Quelles sont les autres contraintes qui peuvent pénaliser la manière dont les banques financent l'économie ?

- **La TTF** (Taxe sur les Transactions Financières) qui ne peut qu'aboutir à une délocalisation des activités de banque de financement et d'investissement à Londres, et ceci ne va pas aider le financement des entreprises françaises.

- **La réforme sur la structure des banques** : qui aboutit à un schéma historique qui est que l'Union Européenne (moins la Grande Bretagne qui bénéficie d'une dérogation), la Zone Euro dans sa grande globalité, abandonnera les activités de marché, de banque de financement et d'investissement aux grandes banques anglo-saxonnes, avec des effets, évidemment sur la perte de souveraineté en matière de financement de l'économie, et sur la capacité à accompagner les grands groupes à l'étranger.

C'est une vraie question qui se pose : partir du principe qu'il faut réduire la taille et le fonctionnement des BFI Européennes (anglaises,

Le point de vue de la profession bancaire française : priorité au financement de l'économie

américaines, mais françaises principalement). Qui aurait la naïveté de penser que cela serait sans conséquences sur le financement de l'économie ? De ce fait, quelles vont en être les conséquences sur ce que j'ai appelé : « Les spécificités du modèle bancaire » ?

- Les nouvelles normes internationales auront des incidences directes sur notre manière de financer l'économie.

Quelques exemples : des prêts à taux fixe sont consentis pour les crédits immobiliers. Une partie de la réglementation envisagée au Comité de Bâle n'encourage pas le prêt à taux fixe, représentant des risques pour le système bancaire qui doit se couvrir ; il faudrait donc imposer les prêts à taux variables.

De la même manière, les crédits cautionnés sont encouragés au détriment des crédits hypothécaires, car le coût de l'hypothèque est un coût d'État extrêmement élevé ; c'est une manière pour l'État de prélever des recettes. Si les crédits cautionnés ne sont pas reconnus prudemment comme équivalents aux crédits hypothécaires, et c'est tout l'enjeu de notre combat à Bâle en ce moment, mathématiquement, les crédits immobiliers cautionnés seront plus chers.

De la même manière, nous avons un modèle de banque universelle qui permet à une petite entreprise de se financer par crédit bancaire, et si elle va sur les marchés, d'être accompagnée par son banquier pour émettre des obligations et des titres sur le marché.

Ce modèle de banque universelle est très important, mais malheureusement mal appréhendé au niveau européen. Or justement aujourd'hui, sous l'effet de la réglementation, le modèle bancaire français et sa capacité à intervenir sur le financement de l'économie sont remis en question.

Que cela signifie-t-il ?

Aujourd'hui, du fait de toutes les réglementations qui se sont empilées (CRD 4, etc..) on aboutit à un mouvement de désintermédiation massif et inconnu jusqu'à présent du financement de l'économie.

Le taux d'intermédiation était de 70 %. Il est passé à 60 % entre 2008 et 2014.

C'est un mouvement extrêmement rapide, mais qui n'est pas perçu pour deux raisons :

- 1- Il touche des acteurs gros ou moyens (il n'impacte pas les PME).
- 2- Ce sont ensuite les mêmes acteurs qui l'ont assuré, c'est-à-dire les banques, qui ont moins fait de crédits bancaires et plus du conseil et de l'accompagnement sur les marchés.

À aujourd'hui, les contraintes prudentielles renforcent ce mouvement parce que, du fait des contraintes en termes de fonds propres, la taille des bilans bancaires est en quelque sorte « capée », notamment par la création et la mise en vigueur du ratio de levier.

Parmi les moyens permettant de dégonfler les bilans bancaires, il y a la titrisation. Cependant, cela induit des mécanismes qui se mettent en place dans la durée et prennent donc du temps. De ce fait, le véritable enjeu du financement de l'économie, est celui d'accompagner la réduction de la taille de l'activité bancaire traditionnelle. Il faudra cependant le faire dans un timing où les financements de marché peuvent prendre le relais, sans que, au milieu, il y ait ce que la Commission appelle pudiquement : « une phase de transition difficile ».

Comprenons bien que par phase de transition difficile, on veut dire risque de pénurie de financements, c'est-à-dire récession, ou au mieux, stagnation à la japonaise.

- Dans ce cadre-là, tout l'enjeu de l'Union des Marchés de Capitaux qui est lancée par la Commission et Lord Hill qui est le Commissaire Européen à la stabilité financière, doit être d'assurer ce glissement progressif de désintermédiation, sans déstabiliser le financement de l'économie.

La Fédération Bancaire Française est une des rares fédérations bancaires Européennes à avoir été favorable au projet de Lord Hill. La FBF est favorable à une union des marchés de capitaux, pourvu qu'elle ne soit pas pénalisée par le projet de réforme de structure bancaire, que j'ai abordé tout à l'heure.

Maintenant, ce à quoi nous devons veiller, notamment de la part des pouvoirs publics, c'est à la cohérence, c'est-à-dire que toutes les réglementations et les politiques publiques conduisent dans le même sens.

Or malheureusement, les régulateurs et les politiques raisonnent en silos, d'où le manque d'effet sur le financement de l'économie des politiques suivies.

Prenons l'exemple de la liquidité.

La BCE injecte des liquidités importantes dans l'économie. C'est la démarche du quantitative easing, des LTRO.

D'autre part, avec sa fonction de superviseur unique, la BCE milite pour des ratios de liquidité extrêmement sévères. On assiste à une coexistence d'une liquidité très importante dans l'économie, (qui conduit d'ailleurs à des bulles sur les actifs réels) et des « shortages » de liquidités dites réglementaires, parce que la liquidité est insuffisante, puisque les actifs reconnus comme liquides sont de moins en moins nombreux.

C'est une incohérence qui montre qu'il n'y a pas de véritable vision consolidée. Autre exemple :

Nous sommes aujourd'hui dans un univers de taux extrêmement bas, le quantitative easing crée des taux extrêmement bas puisque les rendements deviennent négatifs dans certains segments de marchés.

Le point de vue de la profession bancaire française : priorité au financement de l'économie

Cet environnement de taux bas conduit les banques :

- Soit à prendre des risques pour que le rendement des actifs soit meilleur (ce qui va à l'encontre de la volonté de restreindre les banques dans leur prise de risque),
- Soit à une situation absurde qui consiste à refuser des dépôts : avec des taux négatifs, avoir des dépôts à la banque peut coûter au lieu de rapporter si les emplois sont insuffisants.

La banque JP Morgan Chase, sur le même sujet a engagé publiquement un plan de réduction des dépôts de la clientèle de 100 milliards de dollars.

À quoi aboutit donc cette logique de taux bas ?

Les banques reçoivent des dépôts qu'elles doivent placer, c'est-à-dire prêter à l'économie. Cependant, comme la croissance est atone, il n'y a que peu de projets rentables et peu risqués. À cela s'ajoutent les ratios de liquidité.

Dit autrement, à aujourd'hui, les banques sont dans une situation où si le *quantitative easing* dure longtemps et si les règles de liquidité ne sont pas assouplies, les contraintes deviendront très difficiles à gérer.

Quel pourrait être l'impact sur le bilan des banques ? Un risque de baisse du bilan, et par voie de conséquence, un moindre financement de l'économie.

On voit bien que cette logique de *quantitative easing* qui voulait relancer la croissance, a des effets pervers au moins aussi importants à long terme que les effets positifs qu'il était censé engendrer.

Tout cela nous place dans une situation où, sur le financement de l'économie, de vraies questions se posent pour l'avenir.

À court et moyen terme, nous pouvons dire que tout va bien. Mais, en se reportant sur les années 2018/2019, nous aurons eu quatre ans de *quantitative easing*, toutes les nouvelles réglementations : liquidités, fonds propres,

résolutions s'appliqueront à ce moment-là et nous ferons face à un probable choc de financement.

Merci beaucoup.

Marcel Roncin

Merci infiniment pour ce cours d'économie appliquée qui fait un peu froid dans le dos. Nous sommes tous des clients de banques !

Benoît de La Chapelle Bizot

Je voudrais juste rassurer, les conventions de dépôts de compte devraient être modifiées et on devrait avoir votre accord pour vous servir des taux négatifs. Comme je suppose que vous ne le donnerez pas, il n'y aura alors pas de sujet. ■

Table ronde Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Animatrice :
Karima Lachgar,
Déléguée Générale de l'AFTI

Bonjour à tous et merci de vous joindre à nous dans le cadre de cette conférence inaugurale du cycle de conférences CEJEC AFTI FBF, un sujet central pour tous, et qui est ni plus ni moins que le nouveau plan d'action de l'Union Européenne en matière de services bancaires et financiers, qui comme on l'a dit, prend nécessairement la forme du Livre Vert/ *Building Capital Market Union* qui a été publié le 18 février dernier et qui est actuellement soumis à consultation publique. En parallèle, il existe deux autres documents portant sur des sujets considérés comme prioritaires par la Commission Européenne :

- Un premier document qui porte sur le volet

titrisation, dont Benoit de La Chapelle Bizot a largement parlé et qui est soumis à consultation,

- Et un autre document sur la révision de la directive prospectus.

C'est dans ce cadre que nous avons réuni un panel prestigieux d'experts pour aborder plus spécifiquement les enjeux autour du Livre Vert *Capital Market Union*, avec donc :

Natasha Cazenave, nouvellement nommée adjointe de Guillaume Hellier qui est le secrétaire général adjoint de la direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des Marchés Financiers.

Anne-Catherine Muller, professeur à l'université Paris 13 qui enseigne le Droit des marchés financiers, et le Droit des affaires.

Augustin Boujeka, maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre, qui est un spécialiste du Droit européen mais qui enseigne également le Droit commercial et le Droit économique.

Bernard Coupez qui intervient avec ses différentes casquettes de Managing Director de Finance & Régulation qui est un cabinet de conseil en affaires européennes basé à Paris et à Bruxelles. Bernard est membre du collège de l'AMF.

Gérard Gardella, ancien directeur juridique groupe de la Société Générale et actuellement secrétaire général du nouveau Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris.

Bilan d'une mandature placée sous la gouvernance du G20



2009-2014 : 40 initiatives au total concernant le seul secteur bancaire et financier

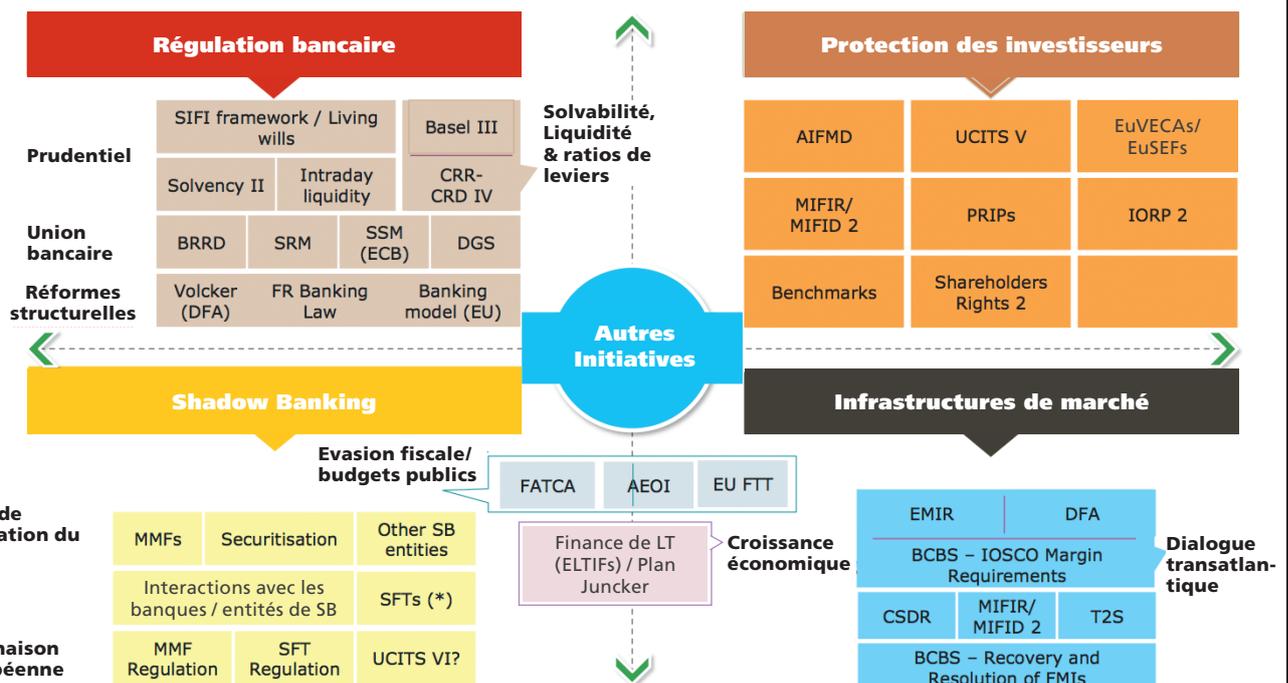


Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Avant d'entrer dans le vif du sujet, je voudrais resituer le contexte de nos échanges avec quelques propos introductifs rapides.

J'insisterai sur trois aspects :

- **Un premier aspect** qui concerne le bilan de la mandature du Commissaire Barnier que nous avons tenté de résumer au travers de cette slide qui se veut synthétique mais qui donne une idée précise de la volumétrie d'initiatives de niveau 1, qui ont été adoptées. (On parle d'ailleurs de tsunami réglementaire).

Pour ma part je n'ai pas de crainte à qualifier la précédente mandature, d'éprouvante pour l'industrie. Je crois que si la Place de Paris a fait la preuve de sa robustesse, on peut également saluer le fait qu'elle a bien résisté à la déferlante de textes législatifs et réglementaires que nous avons connus sur les cinq dernières années.

Mais au-delà du flot de textes de niveau 1, qui représentent une volumétrie très importante, en réalité, le principal challenge est la capacité d'absorption par les trois Agences Européennes de supervision et par l'industrie du niveau 2, et c'est ce qu'a souligné le Commissaire Hill, mardi dernier, devant la Commission des Affaires Économiques et Monétaires du Parlement européen en précisant que la précédente mandature Barnier s'était traduite par au moins 400 délégations de pouvoir des deux co-législateurs : Parlement et Conseil, à la Commission Européenne. Il a également précisé que l'année 2015 devrait se traduire par la mise en œuvre de 340 de ces délégations de pouvoir.

C'est un défi colossal pour les trois agences européennes de supervision dont le rôle est d'apporter un appui technique à la Commission Européenne mais également un défi pour nous, acteurs de l'industrie.

- **Le second aspect** sur lequel je voulais réagir, est celui du nouveau paradigme de la régulation européenne, largement articulé autour de la relance de la croissance économique, et du financement du plan d'investissement Junker.

Il est plutôt aisé d'observer cette évolution de paradigme à travers la lettre de mission du Commissaire Hill, mais également à travers le plan global de la nouvelle direction générale FISMA, et notamment via la mise en œuvre des règles nouvelles qui se doit désormais d'être cohérente et d'évaluer l'impact des initiatives adoptées durant les 5 dernières années.

Évaluation systématique des coûts associés à toute réglementation, parce que désormais la Commission Européenne considère que toute intervention doit se faire sur les fondements

Création d'une nouvelle Direction Générale Stabilité financière, services financiers et union des marchés des capitaux (FISMA)



Arrivée de Lord Hill le 1^{er} novembre 2014, nouveau Commissaire européen

Plan d'action global 2014-2019

Application cohérente des règles nouvelles	<ul style="list-style-type: none"> ■ Contrôle renforcé sur la transposition ■ Assurer une mise en œuvre cohérente ■ Focus sur l'Union bancaire
Finalisation des travaux pendants	<ul style="list-style-type: none"> ■ Shadow Banking (SFTR, MMF Regulation) ■ Recovery/resolution plans pour les structures non-bancaires (CCPs, CSDs ?)
Evaluer l'impact du "tsunami réglementaire"	<ul style="list-style-type: none"> ■ Clause de révision prévue dans de nombreux textes ex. EMIR ■ Réévaluation globale dans 2/3 années
Renforcer l'Union des Marchés de Capitaux-"CMU"	<ul style="list-style-type: none"> ■ Nouvelles sources de financement /Accès au financement ■ Efficience des transactions cross-border ■ USA based model approach
Prendre en compte la dimension internationale	<ul style="list-style-type: none"> ■ Pour lutter contre la fragmentation résultant d'une variété de règles (notamment en matière de dérivés OTC) ■ Pour promouvoir des standards de convergence plus détaillés

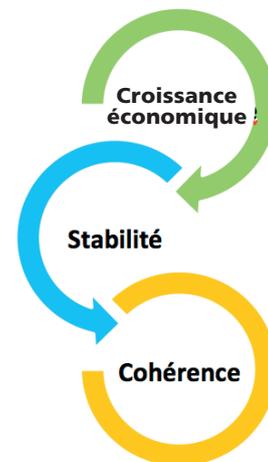


Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

de la *Smart Regulation* (REFIT), autrement dit : programme pour une réglementation intelligente et affûtée. C'est ce qui résulte d'une communication de la Commission adoptée en juin 2014 et en réalité il s'agit là d'une nouvelle approche qui recentre la logique de l'action communautaire, autour de grands principes bien connus, mais qui étaient quelque peu passés à la trappe durant la précédente mandature. Ce sont les principes de subsidiarité, de proportionnalité et de *Better Regulation*.

Il est également important d'avoir à l'esprit un signal politique très fort envoyé au marché et à certains États membres notamment le Royaume-Uni qui, comme vous le savez, entretient depuis plusieurs mois des relations très tendues avec les instances Européennes, tensions qui ont connu leur paroxysme avec les trois arrêts rendus en 2014 par la Cour de Justice de l'Union Européenne. La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si ce paradigme est réellement inédit ou s'il traduit en réalité un retour de l'activité européenne à quelque chose de plus

traditionnel, qui tourne autour du *Market Building*, et de la suppression des barrières aux échanges transfrontières.

Enfin, le dernier aspect est celui du dialogue transatlantique et du renforcement de la pression concurrentielle qui émane d'autres zones géographiques qui sont entrées plus rapidement que l'Europe en phase de relance de croissance et de manière plus significative. Il faut savoir que dans l'esprit des *Policy Makers* de la Commission, la contrepartie d'une régulation plus souple, plus axée sur la recherche de la compétitivité et sur l'allègement des charges administratives est l'ouverture de l'Union Européenne aux marchés étrangers. C'est d'ailleurs ce qu'a souligné très récemment le Commissaire Hill devant les membres du Parlement européen en affirmant, je cite « que l'Union Européenne est prête à ouvrir ses marchés aux opérateurs économiques de pays tiers », sur la base des dispositions en matière d'équivalences qu'on connaît bien dans un certain nombre de textes qui nous concernent, EMIR, CSDR, EFMD et d'autres.

Effectivement, pour la Commission, la notion d'équivalence n'est pas un exercice comparatif ligne à ligne. Là aussi c'est un autre message politique qui est envoyé aux États membres qui se montrent assez réticents à l'ouverture de leur marché et donc c'est quelque chose qu'il faut bien avoir à l'esprit pour les années à venir et pour les réponses au Livre Vert.

Avec les panélistes, nous avons considéré qu'il était utile, pour bien décrypter les enjeux autour du Livre Vert, d'organiser des échanges autour de deux séries de questions-réponses :

- Une première qui touche à la méthode de régulation qui sous-tend le Livre Vert.
- Une deuxième série de questions-réponses qui concernent le contenu même du Livre Vert.

S'agissant d'un premier axe de réflexion, Anne-Catherine Muller et Augustin Boujeka nous ont livré une analyse très éclairante sur les fondements juridiques de l'action législative, qui ont présidé ces quatre dernières années.

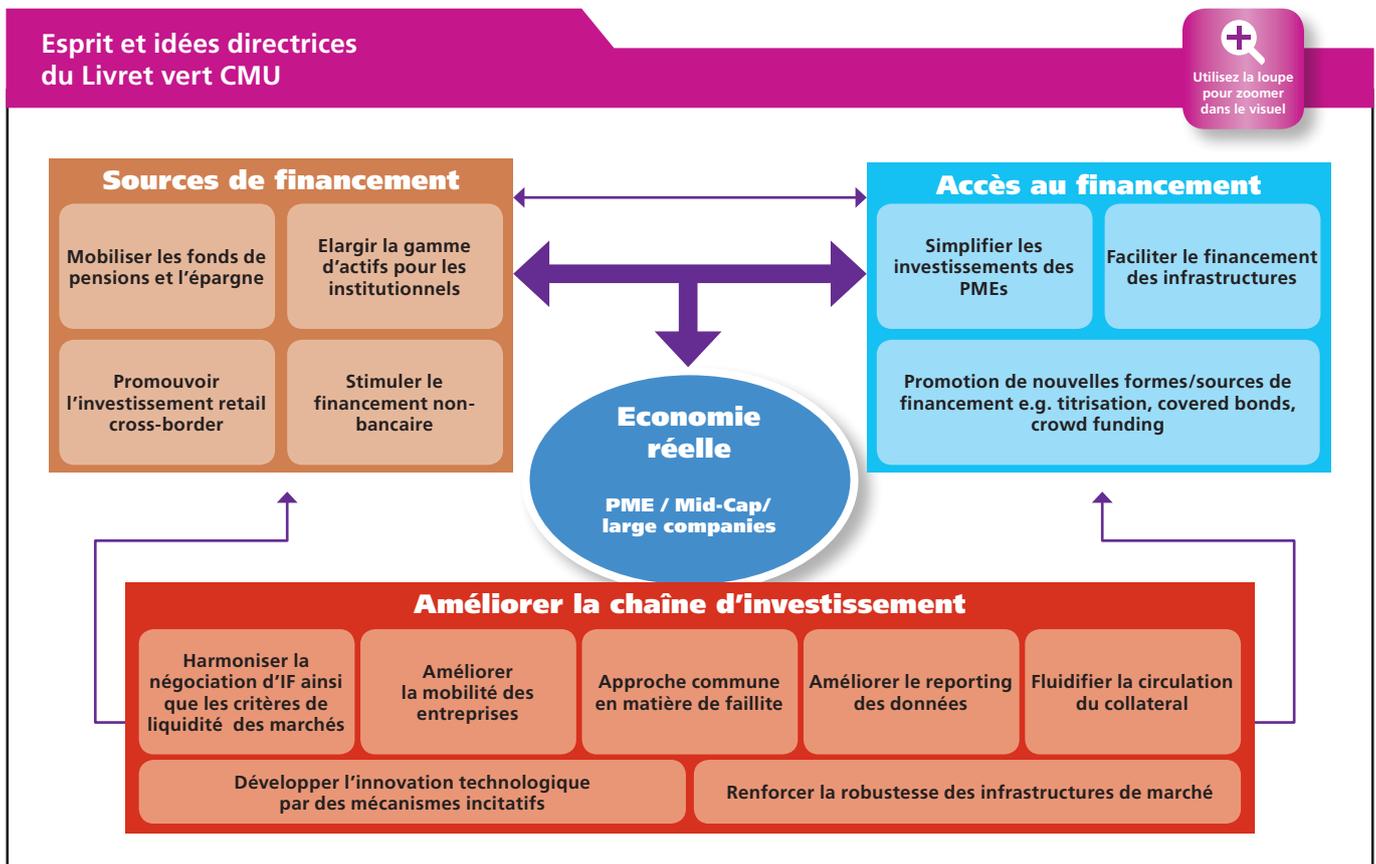


Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Mais si nous abordons la problématique sous un autre angle, et notamment sous l'angle des positionnements politiques des deux précédents commissaires et du commissaire actuel, on se rend compte que la recherche de la meilleure approche de régulation est un objectif commun, et pour autant, on a pu assister entre le mandat de Charlie McCreevy et le mandat de Michel Barnier, à un réel phénomène de balancier où nous sommes passés d'un dispositif d'autorégulation à un dispositif de régulation européenne tous azimuts, peut-être même à une forme de dirigisme économique.

Mais ce qui caractérise surtout le mandat du Commissaire Barnier, c'est le recours de plus en plus fréquent aux règlements en lieu et place des directives.

Et donc justement ma question s'adresse à Anne-Catherine : de votre point de vue d'ex-

perte des marchés financiers, que pensez-vous de ce nouveau réflexe européen, de l'utilisation du règlement, qu'il s'agisse de règlement des niveaux 1 ou 2 ? Pensez-vous que c'est une approche qu'il faut soutenir, dans le cadre de la réponse au Livre Vert ? Je vous signale qu'il y a un volet dédié au *Single Rulebook*, à l'*inforcement*, et donc Anne-Catherine si vous pouvez nous éclairer...

Anne-Catherine Muller

Vous parlez de politique dirigiste, n'étant pas dans l'industrie financière j'ai un regard peut être différent.

Dans une optique dirigiste, évidemment le règlement est préférable. Le règlement s'applique directement dans la législation des États membres sans avoir besoin d'harmonisation.

Nous avons, en principe un couple : règlement - directive.

- Le règlement pour les choses jugées les plus importantes et pour lesquelles il ne doit pas y avoir de marge de manœuvre.

- La directive, elle, nécessite une harmonisation. Une harmonisation, selon les pays, avec un risque de « *forum shopping* », c'est-à-dire que les professionnels se logent dans les États les moins stricts et les plus permissifs. Cette harmonisation peut prendre du temps, en plus des options laissées dans la transposition qui font que selon les pays, certains sont plus permissifs et d'autres plus exigeants. On aboutit alors naturellement à un défaut d'harmonisation au sein de l'Union, ce qui est regrettable compte tenu de la matière qui nous intéresse et qui est une matière éminemment transfrontière. Il ne devrait plus y avoir de divergence de réglementation au sein de l'Union.

Succession de trois politiques
de (meilleure) régulation

Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel

le 16 décembre
2003 : Accord
interinstitutionnel
Mieux légiférer

2005-2008 - Charlie McCreevy

- Better regulation: "...we must have a minimum set of workable, pro-competitive, sensible, Europe...an rules evenly applied"
- Market forces: "...regulators must strike a balance between intervening with legislation and letting market forces correct problems..."

1^{er} décembre 2009 :
Traité de Lisbonne
& révision de la
procédure de
comitologie

2009-2014 - Michel Barnier

- Crisis or post-crisis regulation
- 40 initiatives: "We implemented the G20 so that every market, every player and every activity would be well regulated and effectively supervised"
- Importance of the commitment to global implementation of financial reforms in the G20 jurisdictions

18 juin 2014 :
Programme pour
une réglementation
affûtée et
performante

2015-2019 – Lord Jonathan Hill

- Focusing on the long-term financing of the European economy
- Evidence-based regulation: "I will come forward with proposals to strengthen the oversight and regulation of shadow banking if the data shows that there are risks to financial stability"

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Gérard Gardella

J'interviens, non pas avec la casquette de mes fonctions actuelles au Haut Comité Juridique, mais sous celle de mes fonctions précédentes, puisque j'ai été, pendant 22 ans, et jusqu'en 2014, directeur juridique du groupe Société Générale.

Nous n'étions pas hostiles au principe du règlement, et même plutôt favorables.

Nous y trouvions deux avantages :

1- Le règlement est réducteur d'incertitudes, donc favorable à l'activité commerciale,
2- Le règlement a également pour avantage de créer un certain « *Level Playing Field* » dans les différents pays où il s'applique. Il est en effet très important que les mêmes règles s'appliquent dans les pays européens. Par exemple, sous l'angle d'une direction juridique, il est plus simple d'établir des actes contractuels identiques pour plusieurs pays plutôt que de devoir distinguer pays par pays.

La multiplication des règlements dans l'activité bancaire est au demeurant une réalité : règlement sur les indices de référence, sur la réforme de la structure des banques, sur les fonds monétaires, sur les indices, les *securities financing transactions*, les fonds d'investissement à long terme...

Cela dit, la technique du règlement suppose que ce type de textes, applicables directement dans les pays de l'UE, soit bien adapté aux besoins opérationnels. Par conséquent, la phase de consultation des partenaires économiques doit être particulièrement soignée, et c'est sur ce point-là que des progrès pourraient être accomplis.

Bernard Coupez

En termes théoriques, il est évident que le règlement a l'avantage de la simplicité et de la cohérence. Il est aussi évident que l'on a eu de l'arbitrage réglementaire dans beaucoup d'États membres, parfois volontairement et parfois involontairement.

Dans certains cas, le *gold plating* est quelque chose qui est soit assumé soit volontairement recherché par certains acteurs, mais

pour revenir sur l'exemple des règlements et pour reprendre l'expression britannique bien connue que « le diable est dans les détails », il ne suffit pas de rédiger un règlement que l'on pense être très précis. Je vais faire mon *mea-culpa*.

J'ai participé avec d'autres experts à la rédaction du DICI, la partie de la Directive UCITS 4 qui devait avoir un document standard et identique dans tous les pays Européens. On s'était posé beaucoup de questions collectivement sur le format, sur le fait qu'en anglais il existe beaucoup de différences dues à la structure de la langue par rapport à l'allemand.

La BaFin voulait notamment qu'on ne mette pas de caractères trop petits parce qu'on pensait bien que les retraités allemands devaient pouvoir lire le document dans de bonnes conditions, etc. On a abouti à un document avec un certain nombre de choses très précises et on s'est rendu compte après coup, lorsque l'implémentation s'est mise en œuvre (par l'industrie), qu'à côté de la production des documents il y avait un aspect qui était bien plus important, à savoir les modalités de transmission et de diffusion. Choses auxquelles nous n'avions pas pensé suffisamment dans le règlement initial.

Karima Lachgar

Maintenant si on aborde un autre aspect évoqué dans le Livre Vert et qui porte sur la *supervisory convergence*, c'est le sujet de la comitologie, Augustin en a parlé dans son intervention en soulignant que la comitologie révisée par le traité de Lisbonne constituait une véritable révolution parce qu'elle procède à une stratification du cadre législatif et réglementaire. Il y a un certain nombre de questions qui sont posées autour de la comitologie dans le Livre Vert.

Natasha : en tant que représentante de l'AMF, comment l'AMF aujourd'hui appréhende-t-elle globalement le processus de comitologie ? Est-ce qu'il y a des aspects à corriger ou à améliorer dans un proche avenir ?

Natasha Cazenave

Il est toujours intéressant sur ces questions

de supervision d'avoir la vision des représentants du monde académique et universitaire qui analysent le rôle évolutif et l'apport des agences européennes avec un recul que nous ne pouvons pas toujours avoir en tant qu'acteurs-auteurs de la régulation.

À l'origine de la création des autorités de supervision européennes (ESAs), les opinions étaient assez partagées quant à leur intérêt. Aujourd'hui, avec quelques années de pratique, ce qui est intéressant pour nous c'est de voir dans quelle mesure leur rôle a évolué et quelle place elles occupent désormais dans le processus d'élaboration des normes.

À cet égard, je ne m'exprimerai qu'au titre de l'ESMA car je travaille moins directement avec l'EBA, mais clairement leur importance s'est accrue. Actuellement, l'ESMA joue un rôle fondamental dans cette volonté d'harmoniser les règles et donc au niveau des autorités compétentes puisqu'en tant que régulateurs nationaux, membres de l'ESMA, nous avons une obligation d'être très engagés pour contribuer à éclairer le débat afin qu'il soit le plus clair possible. Le processus comitologie révisé amène une plus grande granularité dans l'élaboration de la régulation bancaire et financière européenne avec des textes beaucoup plus techniques, et un des apports majeurs de l'ESMA est de contribuer à l'effort d'harmonisation en proposant ces dispositions très techniques qui vont assez loin dans le détail.

À ce titre les guidelines de niveau 3 sur la gestion efficiente des portefeuilles des ETF et autres OPCVM constituent un bon exemple. Ces lignes directrices sont extrêmement détaillées.

Autre aspect que je souhaitais mentionner à l'égard de l'importance du rôle des agences de supervision européenne c'est la difficulté d'adopter en niveau 1 et donc à un niveau très politique des mesures sous forme de règlements. La particularité du règlement en droit européen est d'être très technique et sans processus de transposition puisqu'il s'impose aux systèmes juridiques de droit interne.

Autre point essentiel qui sera certainement débattu dans le cadre du Livre vert CMU c'est

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

une certaine tendance à traiter en niveau 2 des problématiques et des sujets de débat qui n'ont pas été arbitrés clairement en niveau 1. Je citerai des sujets que vous connaissez parfaitement tels que les rétrocessions et le financement de la recherche. Ces sujets n'ont pas été arbitrés au niveau politique et on se retrouve à essayer de les traiter au niveau technique avec un processus totalement différent dans l'édiction de cette norme-là, ce qui est assez nouveau.

Les autorités compétentes à notre niveau essaient de contribuer à relever les défis liés aux difficultés que je viens d'exposer, mais c'est aussi le rôle des acteurs de participer à ce débat y compris à ce niveau. L'AMF est très engagée dans ce process et nous travaillons main dans la main avec les professionnels et le Trésor de manière à assurer la meilleure coordination possible sur tous ces aspects techniques en tant qu'expert régulateur.

En synthèse, ces interrogations sur le rôle des agences de supervision européennes et en particulier de l'ESMA relèvent d'un débat assez complexe parce qu'aujourd'hui le financement de l'ESMA est essentiellement assuré par les autorités nationales qui sont elles-mêmes financées par les acteurs. L'ESMA n'a pas un pouvoir de supervision directe des acteurs, les grands messages que nous portons sont en faveur d'une ESMA forte, mais compte tenu de ses moyens limités, il faut qu'elle se concentre sur des axes prioritaires partagés par les autorités nationales.

Par exemple, il est très important pour nous que l'ESMA se concentre sur la collecte de données fiables, que ce soit les TR, EMIR ou le prêt/emprunt, le repo, ou encore AIFMD. L'ESMA pourrait devenir le hub de collecte de toutes ces données. Nous souhaitons qu'elle remplisse ce rôle. Cela étant, il n'est pas nécessaire de dupliquer ce que font les autorités nationales. Il suffit de trouver le bon point d'équilibre.

Karima Lachgar

Augustin : un mot sur les lignes directrices pour compléter votre intervention précédente qui entre par ailleurs en résonance avec ce que vient de dire Natasha Cazenave ?

Augustin Boujeka

Je voudrais dire à Mme Cazenave que c'est aussi un plaisir pour l'université de rencontrer tout à la fois l'industrie et le régulateur, cela nous permet de saisir davantage le concret de la pratique quotidienne aussi bien en termes d'application des règles que de leur construction par les consultations et la régulation. C'est très enrichissant pour nous.

Quant aux guidelines, quand j'ai été confronté à ces lignes directrices pour la première fois au moment notamment de la création des autorités européennes de surveillance, j'ai eu l'impression que j'étais en relation avec un objet juridique difficile à identifier. Des lignes directrices, des orientations, de quoi s'agit-il ? Les guidelines sont établies pour assurer l'application cohérente des règles décidées aux niveaux 1 et 2, on se pose tout de suite une question : s'agissant par exemple des règlements ? Puisque le règlement est uniforme et immédiatement applicable, pourquoi avoir des lignes directrices pour en assurer la cohérence d'application ? La même question peut être posée au niveau 2 pour les normes techniques d'orientation et de réglementation. On se pose déjà la question de savoir si le règlement uniformise et est aussi immédiatement applicable que cela. Manifestement la réponse est dans la question.

Pour en revenir aux lignes directrices, la question se pose tout à la fois du contenu et de la valeur normative. Je laisse le contenu à ce qu'a déjà si bien dit Mme Cazenave et je reviens à la valeur normative. Une ligne directrice, de quoi s'agit-il ? D'une règle contraignante ? De la soft law ? Comment cela se positionne-t-il par rapport à la loi contraignante ? Quelle est la marge de manœuvre pour les autorités européennes de surveillance ?

J'ai le sentiment que ces lignes directrices ont l'odeur de la soft law, la couleur de la soft law, mais c'est de la règle contraignante a priori. J'ai eu l'occasion d'en parler avec Karima, avec ce questionnement qui concernait une ligne directrice, avec l'AMF qui se posait la question de savoir si c'était contraignant pendant que les autorités de Luxembourg se demandaient s'il ne fallait pas les considérer comme non contraignantes.

Karima Lachgar

Je précise qu'il s'agit des lignes directrices sur la gestion efficiente des portefeuilles des ETF et autres OPCVM évoquées il y a quelques instants par Natasha.

Augustin Boujeka

Et dans ce sens il me semble que la réponse a été pour une application contraignante. Et à vrai dire en allant plus loin il me semble qu'il y a une disposition dans le règlement EMIR qui précise que, en attendant notamment les normes techniques, les États, qui prennent des mesures provisoires pour l'application du règlement EMIR doivent le faire conformément aux lignes directrices adoptées notamment par l'ESMA. Alors comment une règle nationale contraignante pourrait-elle devoir se conformer à la *soft law* ?

Karima Lachgar

Gérard Gardella, une des missions du Haut comité juridique est de participer au renforcement de la compétitivité juridique. Par rapport aux incohérences et aux incertitudes soulignées par Augustin Boujeka, voyez-vous des thématiques qui devraient être traitées dans le cadre du Livre Vert pour améliorer ou clarifier cette nouvelle procédure de comitologie ?

Gérard Gardella

Avant de répondre à votre question que je vais d'ailleurs plutôt traiter en conclusion, je voudrais dire quelques mots sur le sujet du débat « *hard Law - soft Law* » qui vient d'être évoqué.

À l'époque où j'étais directeur juridique de la SG, la question de savoir si la soft law, la hard law, la Directive et le Règlement étaient contraignants ou pas, ne se posait pas vraiment... Nous considérions que ces textes s'appliquaient obligatoirement. Dès lors que nous décidions d'appliquer une règle, elle était contraignante.

Le problème de la force obligatoire ou pas de la soft law, par exemple, est un problème juridique très intéressant, mais on ne se le posait pas en pratique.

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Je voudrais aussi dire quelques mots sur le sujet de la comitologie en général. Les évolutions de ces dernières années représentent un gros progrès, aussi bien le fait d'avoir ces trois autorités que d'avoir clarifié les processus de consultation aux niveaux 1 et 2.

Ces processus sont en rodage ; ils ne sont âgés que de 4 ans, et il faudra à mon avis plus de 10 ans pour que ce soit bien rodé. Il est vrai qu'il y a eu quelques difficultés : dans certains cas, les textes de niveau 1 se sont révélés trop prescriptifs au risque de figer des éléments qui auraient davantage vocation à faire l'objet d'un débat au niveau 2. Dans le cas de MIFID MIFIR, c'est le cas du double cap à la dérogation transparence pré-trade.

L'un des objectifs de MIF 2 est de corriger les effets non désirés de MIF 1, notamment l'augmentation du trading dark, c'est-à-dire en dérogation des obligations de transparence pré-trade. Le niveau 1 de MIF 2 fixe deux seuils de parts de marché, l'un par plateforme qui est de 4 % du trading européen sur une valeur déterminée, l'autre, global, selon lequel l'ensemble des plateformes ne peut pas dépasser 8 % du trading européen sur cette valeur. Or, ce sont des seuils mal calibrés : 4 % pour une plateforme c'est beaucoup trop, il n'y en a aucune qui atteint plus de 2 % aujourd'hui ; et 8 % pour l'ensemble cela suppose une entente, si on doit se rapprocher des concurrents pour ne pas dépasser ensemble 8 % ; il faut donc se mettre d'accord, ce qui crée un risque de poursuites par les autorités de la concurrence dans chacun des pays.

Dans d'autres cas, les textes de niveau 1 recèlent des surprises qui n'ont pas été négociées ainsi, vous connaissez mieux que moi le cas de financement de la recherche qu'on appelle les avantages non monétaires mineurs. Le fait d'avoir ajouté le mot « minor » de manière un peu subreptice dans le texte de niveau 1 a créé des problèmes considérables d'interprétation.

L'ESMA a interprété cela comme signifiant que la recherche financière ne pouvait plus être financée par des commissions sur le trading, d'où des difficultés pour financer cette recherche qui est pourtant indispensable. C'est un grain de sable dans le mécanisme

qui se met en place.

Le processus de consultation de l'ESMA, même si on y est tout à fait favorable – sous mon ancienne casquette – n'a pas tout à fait atteint sa maturité. C'est normal, au bout de 4 courtes années.

En particulier il n'y a pas de réelles analyses de coût/bénéfice, il n'y a pas d'études d'impacts. Il y a aussi parfois la tentation de légiférer par acte du niveau 2 par l'intermédiaire de normes techniques, cela peut être une difficulté et puis ceci a d'autant plus d'impacts dans la réalité pour un établissement bancaire que les textes qui sont adoptés revêtent un effet définitif. En Europe nous n'avons pas l'équivalent de ce qu'on appelle aux États-Unis le système de la No-Action-Letter de la part des autorités lorsqu'elles se rendent compte qu'il y a une difficulté d'application, les établissements encourent alors des risques de sanctions.

Karima Lachgar

Merci Gérard pour votre intervention qui constitue une excellente transition avec le point qui suit et qui va nous permettre de mieux comprendre et décrypter la « nouvelle » politique de régulation de la Commission européenne déclinée autour de ce qu'on appelle l'« *Evidence-Based-Regulation* ». Cette approche consiste pour la Commission qui dispose du pouvoir d'initiative à n'intervenir que lorsque les données micro et macro-économiques justifient une telle nécessité.

Dans le cadre de cette nouvelle approche, certains mécanismes d'autorégulation venant compléter l'action législative et réglementaire semblent être remis au goût du jour.

Un autre aspect qui est une composante importante de cette nouvelle approche en matière de régulation et sur lequel je voudrais interroger Bernard Coupez, c'est l'évaluation ex-post de la réglementation et le retour aux études d'impact ainsi qu'aux consultations des parties prenantes. Tout ceci était passé quelque peu à la trappe durant la précédente mandature.

Par rapport à cette « nouvelle » logique de régulation pensez-vous Bernard qu'il y a des

thèmes particuliers sur lesquels nous devrions sensibiliser la Commission européenne ?

Bernard Coupez

En termes d'économie industrielle il faut considérer le Droit également comme étant une source soit d'efficience soit d'inefficience, et puis les capacités de pouvoir - en tant qu'acteur - bénéficiaire des opportunités ou des menaces que cela peut représenter pour une industrie.

Quantifier économiquement l'incidence d'une régulation peut paraître évident pour tout le monde mais opérationnellement cela devient beaucoup plus compliqué et ce pour plusieurs raisons. Pour faire des études d'impact, comme la Commission a voulu le faire au cours de ces 5 dernières années, celle-ci s'est souvent adressée aux professionnels soit directement soit en faisant appel à des consultants qui étaient chargés de faire l'intermédiaire, avec des résultats qui ont été effectivement assez contrastés.

Pourquoi ? Parce qu'en fait les acteurs sont un peu schizophrènes. D'un côté ils disent qu'ils veulent pouvoir calculer les coûts que cela représente en fonction de leurs parts de marché, mais en même temps ils ne sont pas prêts à fournir les données nécessaires pour calculer les réels impacts que peut avoir une mesure potentielle sur un dispositif. Cette schizophrénie rend extrêmement compliquée la mise en place d'études d'impact pertinentes. C'est pourquoi quand Lord Hill, dans son document, cherche, en termes de méthodologie dans cette mandature, à renforcer ce genre de procédures, je pense qu'il faut y être favorable avec les aléas que je viens d'évoquer où effectivement l'obtention des données est parfois le sujet qui pose le plus de problèmes, et j'ajoute l'obtention de données fiables et pertinentes.

Karima Lachgar

D'où l'intérêt pour la Commission européenne d'anticiper le plus en amont possible ces études d'impacts afin de nous permettre de réagir utilement et de communiquer ces données. Nous sommes actuellement en train d'expérimenter les aléas liés à des contraintes

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

de timing. Nous avons communiqué des données sur l'étude d'impact qui va accompagner le niveau 2 d'OPCM V sur un sujet fondamental, qui est l'indépendance entre l'asset manager et le dépositaire.

Communiquer des données aussi précises, collectées au niveau européen, en moins de 3 semaines, est quelque chose d'assez compliqué, d'où l'intérêt de pouvoir disposer d'un temps suffisant.

Je vous propose d'aborder maintenant un peu plus dans les détails le contenu du Livre Vert. Il est déjà intéressant d'avoir à l'esprit que vous avez trois grands blocs qui en réalité servent tous un seul et même objectif, à savoir le financement des PME qui est une traduction du concept *Think SMEs First* promu par le Président Jean-Claude Juncker. À cet égard, le Livre vert est articulé autour d'un certain nombre de sujets qui traitent des sources de financement et de l'accès au financement.

Benoît De La Chapelle Bizot a parlé du sujet de la titrisation, de la promotion du crowdfunding. Il y a un autre volet du Livre vert qui traite de l'amélioration de la chaîne d'investissement mais en réalité dans ce volet, aucun des sujets traités n'est nouveau. Il s'agit pour l'essentiel d'améliorer le cadre législatif et réglementaire existant et de renforcer l'intégration des marchés.

Il y a d'ailleurs un volet post-marché auquel l'AFTI est en train de répondre et si nous avons un peu de temps j'en dirai quelques mots.

S'agissant du contenu du Livre Vert ma première question s'adresse à l'AMF qui a publié en novembre 2014 en amont de la publication du Livre Vert, un document stratégique qui s'intitule « Objectifs, convergence et croissance » et qui entre en résonance parfaite avec les grands enjeux et défis du Livre Vert. Natasha pouvez-vous nous résumer le contenu de ce document ?

Natasha Cazenave

L'AMF travaille comme vous tous sur le Livre Vert. Je ne peux pas encore communiquer les positions officielles de l'Autorité, en revanche nous pouvons partager ce qui a été fait en amont. Notre réflexion a porté sur le fait

qu'après toutes ces réformes post-crisis et l'agenda du G20, il était temps de prendre un peu de recul.

Nous avons profité de l'opportunité du renouvellement de la Commission et des élections européennes pour faire part de notre avis en tant qu'Autorité sur ce que doivent être les priorités des pouvoirs publics européens pour cette nouvelle mandature. Nous avons organisé nos réflexions autour de deux grands axes que sont la convergence et la croissance. À cet égard, nous avons fait le constat qu'après avoir mis en œuvre toutes les réformes anti-crise – qui d'ailleurs ne sont pas toutes entrées en vigueur – nous avons besoin de travailler collectivement à l'harmonisation et à l'interprétation. Il y a nécessité d'une convergence renforcée car nous n'avons pas tous la même conception de ce que telle ou telle disposition veut dire. La convergence est donc pour nous un réel levier pour assurer un level playing field, une bonne compréhension et une effectivité des mesures qui ont été adoptées.

Cela va se traduire par un certain nombre de propositions, et pour revenir à notre précédent débat sur la comitologie, le rôle de l'ESMA par exemple, l'une des propositions de l'AMF est que l'ESMA soit plus forte encore et notamment qu'elle soit plus impliquée dans le niveau 1 et dans l'adoption du niveau législatif puisqu'en général elle n'est pas impliquée, elle arrive très en aval alors qu'elle va recevoir ensuite un mandat pour rédiger des normes très techniques. Nous pensons qu'il serait plus efficace qu'elle ait la compréhension globale de ce qui se passe avant qu'on lui confie des normes techniques.

Je voulais aussi rappeler que l'ESMA peut également s'auto-saisir dans cet esprit de convergence. La clarification fait partie des évolutions de cette Autorité et de sa maturité grandissante. Elle considère désormais qu'elle peut s'auto-saisir pour autant qu'elle ait une approche juridique au départ. Si l'AMF souhaite voir clarifier un texte européen, elle n'a pas besoin d'un mandat précis pour demander à l'ESMA de clarifier tel ou tel point. La première chose qui pour nous était importante, était de renforcer le rôle de l'ESMA, de sorte qu'elle utilise davantage les pouvoirs qui sont les siens. Nous voulions aussi travailler sur les

incohérences dues à la multiplication des textes et le millefeuille de réformes.

En effet, il y a des difficultés et des incohérences, on les observe notamment sur les définitions sur la titrisation. Nous soutenons une clarification de la titrisation mais la situation est la même dans l'univers post-marché s'agissant par exemple des définitions de re-use et de rehypothecation avec des scopes très différents d'un texte à un autre. Cela fait aussi partie de nos missions.

Anne-Catherine Muller a mentionné cet effort de communiquer davantage pour obtenir une convergence transsectorielle. Il est vrai que pour les règles de commercialisation et le règlement PRIIPS, il faut se parler et se comprendre pour obtenir des règles qui marchent bien pour des acteurs qui ne travaillent pas forcément uniquement en silos.

Le volet extraterritorialité que Karima a évoqué dans son introduction, est un point très important pour nous. Historiquement l'AMF pousse ce concept de reconnaissance mutuelle qui nous paraît le plus efficace, plutôt que d'avoir chacun ses normes qu'on applique au-delà de nos frontières, être en capacité entre autorités de reconnaître l'efficacité du régime du régulateur local et ne pas étendre et multiplier les régimes juridiques.

Notre deuxième grand volet, la convergence, est complètement en ligne avec la CMU.

Pour nous, le renforcement de la convergence est le prolongement logique de la stratégie de l'AMF qui, à l'époque, était courageuse parce qu'en 2012, il fallait redonner du sens à la finance, la remettre au service de l'économie et continuer à la porter fortement. Cela peut paraître un peu banal, mais sur la titrisation beaucoup de groupes de travail essaient de clarifier et d'accompagner. Qu'est-ce que signifie finalement une titrisation saine transparente et de haute qualité, les régimes de placement privé, le régime prospectus simplifié ? L'idée est de redonner confiance dans les marchés.

Par ailleurs, après une crise comme celle que nous avons connue, la première chose est de réconcilier les investisseurs avec les mar-

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

chés. Nous souhaitons que les efforts à venir portent sur l'éducation financière ou la simplification de l'information : qu'est-ce que le risque, qu'est-ce que le couple rendement/risque, qu'est-ce que le produit que je vous propose ? etc.

Augustin Boujeka

Un mot sur les moyens de l'ESMA. Je suis un peu surpris parce que dans tous les textes depuis 2009 il y a toujours une petite précision indiquant que tel texte entraîne un accroissement du travail de l'ESMA en termes de lignes directrices et de normes techniques par centaines, j'exagère à peine, et qu'il faut que la Commission, le Parlement européen et le Conseil garantissent les ressources humaines et financières appropriées pour l'ESMA. J'ai du mal à saisir que cette autorité soit non pas démunie mais presque.

Natasha Cazenave

L'ESMA a disposé de moyens importants, elle s'est développée. Il est arrivé un moment où, compte tenu de la conjoncture européenne, les autorités nationales ont été fortement contraintes. On ne peut pas aisément demander aux régulateurs espagnol, portugais ou italien d'accroître les ressources qu'ils fournissent. C'est un peu le même problème du côté de la Commission européenne.

Deuxième point sur tout ce qui est élaboration des normes techniques. Une grande partie de ce travail est réalisée actuellement par les régulateurs nationaux qui font partie de groupes de travail techniques animés par l'ESMA.

Cela devrait évoluer à terme. Aujourd'hui, nous devons trouver un bon équilibre pour que cette Autorité dispose des moyens nécessaires.

Bernard Coupez

Natasha Cazenave a bien expliqué la problématique. Il est vrai que vous avez aussi parfois des comportements que je qualifie à nouveau d'un peu schizophrènes, entre d'un côté les ambitions que peuvent exprimer un certain nombre de parlementaires en Commission

ECON et puis ils changent eux aussi de casquettes et vont en Commission BUDG, où ils peuvent avoir une vision un peu différente sur comment on va affecter les priorités budgétaires de la Commission et les conséquences que cela peut avoir sur le fonctionnement des autorités européennes spécialisées.

Karima Lachgar

Bernard : pouvez-vous nous dire un mot sur les priorités et les sujets à porter de votre point de vue ?

Bernard Coupez

Sur la CMU mon sentiment est que c'est un sujet qui a le grand avantage d'être à son début officiel, je parlerai de l'officieux après parce que cela mérite qu'on en parle un instant surtout dans un cénacle à Paris.

Officiel pourquoi ? C'est que dans beaucoup de sujets européens nous avons eu une réactivité particulièrement importante face à une crise de confiance exceptionnelle dans le système financier après la faillite de Lehman Brothers et l'obligation de faire. Je rappelle que sur un certain nombre de sujets, si nous avons parfois eu des difficultés à prendre très vite des décisions c'est tout simplement parce que les traités ne prévoyaient pas la possibilité pour certaines institutions d'intervenir dans l'immédiat.

Cet aspect de réactivité a été géré dans de nombreux cas, avec une dose de pragmatisme complétée par un dispositif qui rétrospectivement apparaît comme étant massif sur un certain nombre de sujets et de propositions. Maintenant, les priorités pour CMU sont de reprendre le sujet différemment. Le sujet du financement de l'économie a été précisé en détail avec les contraintes de fragilité qui ont été précédemment évoquées sur le fonctionnement du système bancaire en Europe. Je pense qu'une partie du raisonnement est de dire que l'on ne veut plus revivre la situation qu'on a connue dans le passé récent, où on a à la fois une crise de la dette du secteur privé et une crise qui se transmet au secteur public au travers de la dette souveraine. Il y a théoriquement la nécessité d'aller plus loin sur un certain nombre de pistes à creuser et éventuellement à rééquilibrer.

Au travers du dossier de la CMU, nous sommes devant un sujet qui pendant 5 ans, voire 6 ans, va être important, mais nous sommes au début du dispositif et l'enjeu est que l'ensemble des acteurs ne savent pas exactement quelles vont être les priorités de la Commission.

C'est un jeu à deux niveaux qui consiste à faire un *green paper* le plus large possible comprenant des questions très vastes et y inclure des sujets que l'on vient à peine de traiter dans MIF2 ou dans d'autres textes arbitrés et qui sont remis sur la table. Je pense entre autres au consolidated tape qui était arbitré une première fois dans MIF2 et qui revient dans la consultation avec la volonté de voir si émergent des préoccupations ou des nécessités d'y retravailler et de faire des préconisations.

Il est important parce que de la manière dont les acteurs vont répondre à ces différentes questions très larges va dépendre tout le calendrier, et là non seulement Lord Hill a été très clair y compris devant la Commission ECON mais également dans des réunions parallèles. Il a dit au fond : « je mettrai l'accent sur les points que j'identifierai au travers de la consultation ».

Donc, si les acteurs, entre autres les acteurs financiers de la Place de Paris, ne font pas le travail d'être présents dans les différentes discussions et propositions en ciblant les sujets, sachant qu'il n'est pas nécessaire de répondre sur tout mais au moins sur les quelques points principaux, d'autres apporteront les réponses aux questions que vous ne poserez pas. Natasha Cazenave a bien expliqué quel avait été le contexte du papier qu'avait produit l'AMF en préalable au renouvellement de la mandature européenne. Cet exercice-là qui était relativement neuf pour l'AMF, il y a de nombreux acteurs qui, eux, ont l'habitude de le faire et ne se seront pas privés de le faire au début 2014 !!! Et beaucoup de sujets que vous retrouvez dans CMU, cela fait des mois qu'ils en discutent et qu'ils sortent des papiers comme le *Think Tank Bruegel/Team Time* qui a sorti un papier sur ce sujet au mois de novembre, ou City UK qui en a sorti un bien avant.

Table ronde : Capital Market Union, quelles perspectives de régulation pour les acteurs ?

Il est important d'être dans la course et pour reprendre La Fontaine « Rien ne sert de courir, il faut partir à point ». On est toujours dans les temps et dans le momentum et c'est maintenant qu'il faut commencer à préciser ces différentes priorités. La Commission a été très claire. Elle fera le point au mois de juin à l'occasion d'une conférence et elle rédigera son *position paper* à l'été. Elle sortira ses priorités en septembre et les parties prenantes, les États membres et les parlementaires pourront ensuite se positionner.

Karima Lachgar

Merci Bernard.

Je vais en profiter pour conclure de cette manière la table ronde et donner ensuite la parole à Gérard Gardella pour la conclusion de cette conférence.

Du côté de l'AFTI et s'agissant des priorités à défendre dans le cadre de la réponse au Livre vert, nous souscrivons à 100 % avec tout ce qui vient d'être dit.

En premier lieu, pour nous il est essentiel qu'une bonne organisation de la Place de Paris soit définie pour que des réponses coordonnées à cette consultation majeure soient définies. Nous sommes très vigilants à assurer à notre niveau ce travail de coordination.

Ainsi, nous avons rencontré il y a très peu de temps Gérard Gardella pour coordonner les travaux de l'AFTI et du Haut Comité juridique dans le cadre de la réponse au Livre Vert, mais aussi plus largement dans le cadre du renforcement de la compétitivité juridique de la Place de Paris. Nous faisons de même avec les représentants de Paris Europlace dans le cadre des réflexions du Comité 2020 parce qu'il y a beaucoup de sujets qui se recoupent avec les thématiques qui sont adressées dans le Livre Vert et bien sûr nous ferons la même chose avec l'AMF et la Direction Générale du Trésor qui prévoit un certain nombre de réunions d'échange.

S'agissant ensuite de la méthode à suivre pour formuler nos propositions, l'AFTI a pris la mesure de la « nouvelle » approche de la Commission européenne pour une réglementation intelligente et affûtée, et c'est pourquoi nous allons formuler nos recommandations en articulant nos préoccupations au travers de 3 niveaux de priorité. Dans ce cadre, nous allons porter des sujets importants tels que la clarification de *re-use* et de *rehypothecation* comme l'a évoqué Natasha. Une partie a déjà été traitée dans le projet règlement sur les opérations de financement sur titres (SFT-R) en cours d'adoption, mais des points restent à clarifier.

Nous allons également continuer à porter le thème de la robustesse et de la résilience des infrastructures de marché, l'adoption d'une initiative sur les plans de *recovery and resolution* des CCP, ainsi qu'une initiative similaire pour les CSDs dans un second temps.

À moyen terme, il nous semble important que les Institutions européennes, et en particulier la Commission européenne, mettent en place un dispositif d'évaluation permettant de s'assurer que le passage aux standards européens en matière d'OST et d'AG en général se fait dans les délais prévus, aussi bien pour les pays qui sont dans T2S que pour les autres. C'est une condition essentielle pour la réussite du projet T2S.

L'identification des actionnaires et l'exercice des droits de vote est un volet important du Livre Vert. Nous allons promouvoir tous les outils existants en France et en particulier la plateforme Votaccess parce que la Commission européenne semble porter une attention particulière au travers du Livre vert au développement des nouvelles technologies et à l'innovation financière.

À cet égard, la Commission européenne a posé des questions ouvertes en demandant « Que peut-on faire » ? Nous proposerons

que des labels et des instances de promotion pan européens soient mis en place afin de renforcer tout ce qui a déjà pu être fait dans le passé.

Il y a un troisième niveau de réaction, déjà évoqué par Bernard Coupez, il faut anticiper sur des réponses qui pourraient être apportées à des questions non encore posées ou partiellement évoquées et qu'il nous semble prématuré ou peu efficient de traiter dans le cadre du projet CMU. À ce titre, il ne nous semble pas que les efforts et les ressources alloués au projet CMU et nécessairement limités doivent se focaliser sur le grand sujet du droit des titres.

Vous connaissez notre position, elle n'a pas changé, nous n'avons pas la conviction - pour réagir sur la base du concept de *Evidence-Based-Regulation* que j'ai évoqué précédemment - qu'une harmonisation des différentes conceptions juridiques de détention des titres apporterait des gains et des économies d'échelle. Nous estimons d'ailleurs qu'aucun acteur n'en apporte la preuve et bien au contraire il nous semble que si des dispositions devaient être adoptées dans un avenir proche, elles pénaliseraient des Places financières en faveur d'autres, or ce n'est pas notre perception de la construction européenne et surtout du projet CMU qui doit rester un projet fédérateur et positif pour les 28 États membres dans leur ensemble.

Sur ces mots, je remercie très chaleureusement l'ensemble des intervenants de cette table ronde et je laisse la parole à notre ami Gérard Gardella. ■

Conclusion

Gérard Gardella

Le moment est venu d'expliquer ce qu'est le Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris.

Créé principalement à l'initiative de l'AMF, ce Haut Comité est inspiré de ce qui existe à Londres, avec le FMLC (*Financial Market Legal Committee*) mais aussi aux États-Unis, à Hong Kong et à Tokyo.

Trois autres Autorités ont appuyé, aux côtés de l'AMF, la création de ce comité : l'ACPR, le Trésor et la Banque de France. La Chancellerie a fait savoir qu'elle participerait aux travaux. Chacune de ces Autorités va envoyer un représentant aux réunions et travaux de ce comité. De qui est-il composé ? Présidé par Michel Prada, il comprend pour l'instant 13 membres, mais les statuts prévoient de pouvoir porter ce chiffre à 18. Leur caractéristique principale, outre bien sûr leur expertise incontestée, est qu'il s'agit d'experts indépendants. Ce ne sont pas des représentants d'organismes professionnels.

Le Comité comprend trois catégories d'experts : des avocats de grands cabinets, français et étrangers, des professeurs d'universités, et des magistrats et personnes qualifiées.

Quelle est la méthode de travail du comité ? Il va se réunir environ une fois tous les deux mois en réunion plénière. Deux réunions se sont tenues depuis janvier et la prochaine aura lieu au début de mai. Entre ces réunions plénières, des groupes de travail constitués de membres du comité et de personnes compétentes prépareront les travaux.

La méthode est participative. Elle ne consiste pas à travailler en chambre, mais à associer d'une part les pouvoirs publics, présents dans les groupes de travail, d'autre part des représentants des industries concernées, soit comme membres permanents de tel ou tel groupe de travail, soit comme personne entendue ponctuellement.

Vous pourriez vous demander comment ce Comité se distingue du Comité juridique de Paris Europlace, puisque ce dernier est un comité juridique, présidé par Michel Prada également.

Le Comité Juridique de Paris Europlace est plus orienté vers l'examen de textes importants pour la place financière et susceptibles d'être appliqués en France.

L'idée du Haut Comité est différente, elle consiste à engager des travaux, qui peuvent être soit des travaux de fond sur des sujets à moyen ou plus long terme, soit des tra-

voux ponctuels sur des sujets urgents et très précis, et ceci dans une optique de compétitivité européenne et internationale de la Place Financière de Paris.

De nombreux thèmes de travail ont d'ores et déjà été proposés par l'AMF, le Trésor et par des opérateurs de la Place, et ceci d'autant plus que Michel Prada a envoyé à 85 acteurs économiques - les patrons du CAC 40 et les grandes associations notamment l'AFTI - une lettre sous forme de questionnaire : qu'est-ce qui vous semble, dans une optique de compétitivité juridique, prioritaire ?

Nous avons d'ores et déjà mis en place 2 groupes de travail, l'un sur le Droit des titres, auquel nous allons associer les professionnels du secteur, l'autre sur le monopole bancaire et là aussi nous allons très largement associer les professionnels du secteur.

D'autres sujets ont été évoqués, le droit des faillites, la titrisation.

Je voudrais terminer en soulignant qu'il est nécessaire que chacun des acteurs économiques se mobilise rapidement pour réfléchir aux impacts du projet de Capital Market Union - CMU - et se mette en ordre d'action, le Haut Comité Juridique de Place dans son domaine, pour faire face à ce nouveau défi. ■