



HAL
open science

La réglementation financière empêchée : L'Union européenne après la crise de 2007-2008

Frédéric Lemaire

► **To cite this version:**

Frédéric Lemaire. La réglementation financière empêchée : L'Union européenne après la crise de 2007-2008. Economies et finances. Université Paris-Nord - Paris XIII, 2020. Français. NNT : 2020PA131020 . tel-03352649

HAL Id: tel-03352649

<https://theses.hal.science/tel-03352649>

Submitted on 23 Sep 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

U.F.R. de Sciences économiques et de gestion

Ecole doctorale n°493 (Erasme)

Thèse de doctorat

Pour obtenir le grade de docteur de l'Université Paris 13

Discipline : Sciences économiques

Par Frédéric Lemaire

Le 31 janvier 2020

Titre : La réglementation financière empêchée
L'Union européenne après la crise de 2007-2008

Directeurs de thèse :

Cédric Durand et Dominique Plihon

Jury :

M. Michel Boutillier, Professeur à l'Université Paris Nanterre

M. André Cartapanis, Professeur à l'Institut d'Etudes Politiques d'Aix-en-Provence

M. Cédric Durand, Maître de conférences à l'Université Sorbonne Paris Nord

Mme Esther Jeffers, Professeure émérite à l'Université de Picardie Jules Verne (Rapporteuse)

M. Dominique Plihon, Professeur émérite à l'Université Sorbonne Paris Nord

Mme Laurence Scialom, Professeure à l'Université Paris Nanterre (Rapporteuse)

Remerciements

Mes remerciements vont, en premier lieu, à mes directeurs de thèse, Cédric Durand et Dominique Plihon pour leur confiance et leurs conseils avisés. Ils ont été d'une aide précieuse dans l'élaboration de cette thèse et m'ont permis, malgré les difficultés, de mener à bien ma recherche. Je souhaite également exprimer ma reconnaissance à l'équipe du Centre d'Économie de l'Université Paris-Nord (CEPN), et en particulier à David Flacher, Tristan Auvray, Sandra Rigot, Philippe Batifoulier et Robert Guttmann dont les conseils et travaux ont grandement contribué à mon travail. Je remercie Esther Jeffers et Laurence Scialom, qui ont accepté d'être rapporteuses de la thèse, ainsi que Michel Boutillier et André Cartapanis qui ont bien voulu étudier avec attention mon travail.

Cette thèse a été réalisée en partenariat avec l'association Attac. Elle n'aurait pas vu le jour sans le soutien d'Aurélié Trouvé, Thomas Coutrot et Jeanne Planche. Qu'ils en soient remerciés chaleureusement, ainsi que toute l'équipe d'Attac. Sans qu'il soit possible de toutes et tous les citer, je remercie les camarades et ami-e-s que j'ai eu la chance d'y rencontrer. Je remercie également Peter Wahl, d'Attac Allemagne, et Myriam Vander Stichele, de SOMO, pour leur disponibilité et leur précieux travail ; ainsi que l'équipe de Finance Watch, et en particulier Aline Farès et Duncan Lindo qui m'ont associé à leur projet sur la représentation de l'intérêt général dans le secteur bancaire. Mes remerciements vont également à la région Île-de-France, qui a financé cette thèse par l'intermédiaire d'un Partenariat institutions-citoyens pour la recherche et l'innovation (PICRI) entre le CEPN et Attac.

Je remercie, enfin, Lucile, Elsa, Gabriel, Madeline et Maylis, qui ont rendu l'épreuve de cette recherche moins solitaire ; Cyrielle, Justine, Marine, Natacha, Stéphane et Tatsuya ainsi que Maxime et Pauline qui m'ont soutenu dans la dernière ligne droite ; les relecteurs attentifs, à commencer par mes parents Maryvonne et Dominique, ainsi que Mathieu qui m'a fait l'amitié de me faire part de ses remarques et de ses suggestions. A celles et ceux qui m'ont aidé et soutenu tout au long de mon travail de recherche, j'exprime toute ma gratitude.

Table des matières

Remerciements.....	2
Table des matières.....	3
Graphiques.....	7
Tableaux.....	9
Introduction de la thèse	11
PARTIE 1 : Des origines du néolibéralisme réglementaire au programme de réforme financière de l’Union européenne après la crise financière mondiale	20
Chapitre 1 : Aux sources du néolibéralisme réglementaire : institutions et théorie	21
1.1. Les réponses théoriques à la crise du paradigme de réglementation keynésien : l’émergence du néolibéralisme réglementaire	22
1.1.1. La crise du cadre institutionnel keynésien.....	23
1.1.2. Les critiques du paradigme keynésien de réglementation.....	32
1.1.3. La révolution néolibérale dans l’action publique : vers un nouveau paradigme de réglementation	40
1.2. Le néolibéralisme réglementaire dans le nouveau régime international de réglementation financière	51
1.2.1. Une topologie du nouveau régime international de réglementation financière.....	51
1.2.2. La réglementation bancaire du comité de Bâle : un mécanisme de discipline de marché pour les banques.....	57
1.2.3. Autorégulation et rôle du secteur privé dans la réglementation des marchés internationaux de titres	62
Conclusion du chapitre	67
Chapitre 2 : Le programme de réforme financière de l’Union européenne : un redéploiement du néolibéralisme réglementaire après la crise financière mondiale.....	69
2.1. Le redéploiement du néolibéralisme réglementaire à travers un nouveau cadre de supervision et la mise à jour du cadre comptable et prudentiel	75
2.1.1. L’intégration de la supervision européenne et la montée en puissance de la BCE.....	75

2.1.2. La mise à jour des normes comptables : un compromis sur la comptabilité à la juste valeur	81
2.1.3. Réglementation bancaire : une remise en cause marginale des principes microprudentiels.....	85
2.1.4. Réglementation des assurances : un nouveau cadre microprudentiel inspiré de la réglementation bancaire	89
2.1.5. Réglementation des fonds d'investissement : de nouvelles obligations de transparence et de gouvernance	92
2.2. Un régime de transparence et de gouvernance renforcé pour les agences de notation et les marchés financiers.....	98
2.2.1. Réglementation des agences de notation : un nouveau régime de supervision	98
2.2.2. Réglementation des opérations et produits financiers : un renforcement des exigences de transparence, de couverture et de compensation.....	103
2.2.3. Réglementation des plateformes de négociation : une extension du domaine de la transparence.....	108
2.2.4. Abus de marché, produits d'investissement de détail, crédit hypothécaire et indices financiers : un renforcement de la protection des investisseurs et consommateurs	114
Conclusion du chapitre	121
PARTIE 2 : La réglementation financière dans l'Union européenne : économie politique et étude empirique.....	124
Chapitre 3 : Une économie politique de la réglementation financière après la crise de 2008 dans l'Union européenne.....	125
3.1. Les systèmes financiers nationaux britannique, allemand et français depuis la crise de 2008 : entre hybridation et diversité	126
3.1.1. La montée en puissance du <i>market-based banking</i> : hybridation et diversité des systèmes financiers européens.....	126
3.1.2. Le <i>market-based banking</i> et la diversité des secteurs bancaires nationaux depuis la crise financière mondiale	134
3.1.3. Le financement des entreprises non financières et la diversité des systèmes financiers nationaux depuis la crise financière mondiale.....	144

3.2. Diversité des préférences nationales et pouvoir structurel du secteur financier dans les processus réglementaires européens	153
3.2.1. Une diversité des préférences réglementaires britanniques, françaises et allemandes	153
3.2.2. Pouvoir structurel et coalitions européennes dans la production de la réglementation financière à l'échelle européenne	160
Conclusion du chapitre	168
Chapitre 4 : Etudes de cas : deux réformes « de rupture » face à la contre-offensive du secteur bancaire.....	171
4.1. La taxe sur les transactions financières : la remise en cause de la liquidité excessive et des marchés de repos.....	173
4.1.1. De la taxe Tobin à la TTF européenne : la mise à l'agenda de la taxation des transactions financières après la crise	173
4.1.2. La TTF : une mesure « de rupture » contre la spéculation	179
4.1.3. La contre-offensive de l'industrie financière : pouvoir structurel de la coalition bancaire et diversité des sélectivités nationales.....	187
4.1.4. Discussion des résultats : une démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles	194
4.2. Le cas de la séparation des activités bancaires et la remise en cause du <i>market-based banking</i> des banques universelles européennes.....	197
4.2.1. Du <i>Glass-Steagall Act</i> à la réforme structurelle des banques dans l'Union européenne : une remise en cause du modèle de banque universelle	197
4.2.2. Diversité de la mobilisation du secteur bancaire contre les projets de séparation des activités bancaires et des sélectivités nationales.....	211
4.2.3. La remise en cause du projet de séparation européenne des activités bancaires : la mobilisation des banques européennes et le blocage franco-allemand.....	218
4.2.4. Discussion des résultats : la diversité des contextes nationaux	228
Conclusion du chapitre	232
Conclusion de la thèse	235
Bibliographie	241

Annexes.....	259
Annexe 1 : Le cas du monopole dans le modèle des intérêts spéciaux de Peltzman.....	260
Annexe 2 : Les justifications théoriques de la réglementation de capital.....	261
Annexe 3 : Brève revue de littérature sur l'accord de Bâle III	262
Annexe 4 : La réglementation financière dans l'Union européenne, de l'Acte Unique (1986-1999) au plan d'action sur les services financiers (1999-2008)	264
Annexe 5 : Directives et règlements adoptés sur la période étudiée.....	269
Annexe 6 : Brève revue de littérature sur la comptabilité en juste valeur	271
Annexe 7 : La mise en œuvre des mesures de l'accord de Bâle 3.....	273
Annexe 8 : Les différentes plateformes de négociation et marchés opaques dans MiFID 1	280
Annexe 9 : Les dirigeants des grandes banques (juillet 2018)	282
Annexe 10 : Crédit non bancaire	286
Annexe 11 : Fusions et acquisitions bancaires en Europe.....	287

Graphiques

Graphique 1 : les trois piliers du régime de monnaie-crédit administrée nationalement	25
Graphique 2 : du cadre institutionnel keynésien au cadre institutionnel monétariste.....	31
Graphique 3 : intensité de l'action des groupes d'intérêts selon les coûts et bénéfices	35
Graphique 4 : Interactions dans le système politique	38
Graphique 5 : types de dynamiques réglementaires.....	39
Graphique 6 : processus de réglementation financière à l'échelle internationale	56
Graphique 7 : représentation simplifiée de l'architecture de supervision financière dans l'UE.....	79
Graphique 8 : bilan d'une compagnie d'assurance sous Solvabilité II.....	91
Graphique 9 : market-based banking	128
Graphique 10 : composition des secteurs financiers en pourcentage du PIB (2016).....	134
Graphique 11 : Indicateurs de complexité de l'autorité bancaire européenne fin 2016	136
Graphique 12 : importance relative des dérivés de gré à gré.....	138
Graphique 13 : rendement des capitaux propres des banques.....	141
Graphique 14 : rendement des actifs des banques	141
Graphique 15 : résultat des activités de trading et de change en pourcentage du résultat total.....	142
Graphique 16 : structure de financement des entreprises non financières (2016)	144
Graphique 17 : contribution des différents types de financement des entreprises non financières (2016).	145
Graphique 18 : évolution de la structure de financement des entreprises non financières au Royaume-Uni	146
Graphique 19 : évolution de la structure de financement des entreprises non financières en France	146
Graphique 20 : structure de l'actif financier des entreprises non financières (2016).....	147
Graphique 21 : actif financier des entreprises non financières (2016)	148
Graphique 22 : capitalisation sur les marchés boursiers en pourcentage du PIB	149
Graphique 23 : la centralité des grandes banques européennes	161
Graphique 24 : la taxe sur les transactions financières dans la presse.	178

Graphique 25 : cours des principaux indices boursiers étatsunien (S&P 500), britannique (FTSE 250) et allemand (DAX).....	182
Graphiques 26 et 27 : transactions financières dans l'économie mondiale.....	183
Graphique 28 : modèle de réglementation de Peltzman	260
Graphique 29 : importance du crédit non bancaire, en pourcentage du PIB et du crédit bancaire en 2017	286
Graphique 30 : évolution du montant moyen des fusions-acquisitions bancaires en Europe.....	287
Graphique 31 : évolution de la part des F&A transfrontalières.....	288
Graphique 32 : principales opérations de F&A bancaires en Europe.....	289

Tableaux

Tableau 1 : les différentes stratégies réglementaires appliquées à la réglementation financière	49
Tableau 2 : les deux pôles du régime international de réglementation financière	55
Tableau 3 : description simplifiée des approches réglementaires à l'œuvre dans l'élaboration de la réglementation financière dans l'UE.....	71
Tableau 4 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation bancaire.....	88
Tableau 5 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des fonds d'investissement	95
Tableau 6 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des agences de notation	102
Tableau 7 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des opérations et produits financiers.....	107
Tableau 8 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des infrastructures de marché.....	113
Tableau 9 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des abus de marché, produits d'investissement de détail, crédit hypothécaire et indices financiers	119
Tableau 10 : évolution réglementaire dans l'UE après la crise financière mondiale.....	121
Tableau 11 : total des actifs des quatre plus grandes banques françaises, britanniques et allemandes en 2017.....	135
Tableau 12 : volume de trading et de titres disponibles à la vente des banques systémiques françaises, britanniques et allemandes à la fin 2016.	136
Tableau 13 : valeur notionnelle des dérivés de gré à gré des banques systémiques françaises, britanniques et allemandes à la fin 2016.	137
Tableau 14 : distribution géographique des transactions de dérivés gré-à-gré en 2016	137
Tableau 15 : indicateurs de taille des bourses de Paris, de Francfort et de Londres	148
Tableau 16 : intermédiaires non bancaires dans les secteurs financiers français, allemand et britanniques en milliards en 2016.....	149
Tableau 17 : résumé schématique des caractéristiques des systèmes financiers nationaux	152
Tableau 18 : résumé schématique des approches et préférences nationales en matière de réglementation financière.....	159

Tableau 19 : coalitions réglementaires à l'échelle européenne en matière de réglementation financière	167
Tableau 20 : multiplication des crises de change dans les années 1990.	174
Tableau 21 : deux conceptions du fonctionnement des marchés financiers	184
Tableau 22 : montant des plans de sauvetage aux banques et institutions financières dans cinq pays de l'UE et les Etats-Unis (2008-2010)	199
Tableau 23 : caractéristiques des différentes réformes structurelles bancaires.....	205
Tableau 24 : deux conceptions du risque et des stratégies réglementaires	210
Tableau 25 : directives et règlements en matière de supervision et résolution	269
Tableau 26 : directives et règlements en matière d'intermédiaires financiers	269
Tableau 27 : directives et règlements en matière d'agences de notation et d'infrastructures de marché	270
Tableau 28 : directives et règlements en matière d'opérations et produits financiers, d'abus de marché et de protection des investisseurs	270
Tableau 29 : autres directives et règlements.....	270

Introduction de la thèse

Lors des réunions du G20 de Washington en 2008, puis de Londres en 2009, les dirigeants des plus grandes puissances économiques mondiales annonçaient une profonde réforme de la réglementation et de la supervision du système financier, afin de subvenir aux graves lacunes ayant conduit au déclenchement et à la propagation de la crise financière mondiale. Plus de dix ans après la faillite de Lehman Brothers, le secteur financier semble pourtant loin d'avoir rompu avec les excès. Les cours des actions et des obligations, dopés par des politiques monétaires d'exception, atteignent des niveaux historiquement élevés. Au point qu'un des instigateurs de l'euphorie financière des années 2000, Alan Greenspan, mette en garde, en février 2018, contre la formation de bulles financières alimentées par des taux bas. L'endettement mondial dépasse tous les records : selon *l'Institute of International Finance* (IIF), le stock mondial de dettes s'élevait, au 31 décembre 2017, à 237 000 milliards de dollars. Une partie importante de cet endettement concerne les marchés émergents (63 000 milliards de dollars). Selon le FMI, l'endettement en proportion du PIB mondial était, en 2016, supérieur de 12% par rapport au précédent pic d'endettement, en 2009 (**Mbaye, Moreno Badia et Chae, 2018**).

Ces tendances s'inscrivent dans un contexte économique difficile, avec une croissance en berne – certains commentateurs y voient la réalisation du scénario de « stagnation séculaire » – ainsi que des tensions commerciales (entre les Etats-Unis et la Chine notamment), géopolitiques et politiques. En Europe, tout particulièrement, les facteurs d'inquiétude ne manquent pas à l'égard du secteur financier. Le maintien de taux bas pendant une longue période a gravement mis en difficulté le secteur bancaire allemand, particulièrement dépendant d'activités liées aux taux d'intérêts. Les grandes banques avaient déjà été frappées de plein fouet par la crise de 2007-2008 ; désormais les experts craignent pour la santé financière de la Deutsche Bank, très exposée aux produits dérivés. Les difficultés du secteur automobile allemand font planer de nouvelles menaces sur les banques allemandes, qui en sont les principales créancières. Au Royaume-Uni, l'incertitude liée à l'hypothèse d'un « Brexit dur » représente un danger de premier plan pour l'industrie financière britannique, pour laquelle l'accès au marché unique des services financiers est un enjeu majeur, mais aussi pour les institutions financières européennes présentes sur la place de Londres. Autre facteur d'inquiétude : la hausse des prix de l'immobilier ces dix dernières années dans la capitale britannique s'apparente à une bulle spéculative qui pourrait, en cas de retournement, causer d'importants troubles financiers. En France, loin de remettre en cause la taille considérable des quatre banques nationales systémiques, la crise financière mondiale a, paradoxalement, contribué à renforcer le modèle de banque universelle « à la française ». Celui-ci se caractérise par un recours important à l'intermédiation de marché et aux activités hors-bilan, contribuant ainsi à créer des interconnexions multiples avec des intermédiaires de marché peu ou pas réglementés... et à accroître le risque systémique.

La crise de 1929 avait contribué à remettre en cause le « laissez-faire » qui caractérisait la réglementation financière et à enclencher des changements institutionnels majeurs, aux Etats-Unis comme à l'échelle mondiale. Les réformes ambitieuses engagées dans le cadre du *New Deal*, en 1933 et la mise en place du système de Bretton Woods en 1944 avaient notamment mis en place les conditions d'une relative stabilité financière jusqu'aux années 1970 (**Reinhardt et Rogoff, 2009**). Si les mesures adoptées après la crise de 2008 n'ont quant à elles pas permis d'éloigner le spectre d'une nouvelle crise, c'est que, selon certains auteurs, elles n'ont pas été à la hauteur des enjeux. Pour **Barry Eichengreen (2015)**, les politiques monétaires et budgétaires « non conventionnelles » mises en œuvre aux Etats-Unis après la crise ont certes évité un effondrement de l'économie ; mais dans le même temps, en limitant l'ampleur des retombées de la crise, elles ont également limité les conséquences politiques et l'ampleur du mouvement de re-réglementation. **Adam Tooze (2018)** rejoint le constat de réformes réglementaires en demi-teinte. Le *Dodd-Frank Act*, pièce maîtresse de l'effort de re-réglementation aux Etats-Unis après la crise financière, constitue selon lui une mosaïque de mesures sectorielles qui manquent l'occasion de traiter un des aspects essentiels dans le déclenchement de la crise de 2007-2008 : le développement exacerbé des financements de marché (*wholesale finance*) et du *market-based banking*. Pour **Coupey-Soubeyran (2016)** les réformes prises à l'échelle européenne ont à peine commencé à endiguer le risque d'instabilité financière.

La question de l'impact de la crise sur la production de la réglementation financière se pose également en termes idéologiques. Différents travaux montrent que les grandes crises conduisent à des périodes de remise en cause tant des cadres réglementaires que des paradigmes dans lesquels ils s'inscrivent (**Hall 1993 ; Blyth 2002 ; Widmaier et al. 2007**). Dans la période ouverte après la crise de 2008, plusieurs auteurs ont posé la question de la remise en cause du paradigme dominant de réglementation, qualifié de néolibéral. Pour **Andrew Gamble (2009)** comme pour **Eric Helleiner (2010)**, la crise de 2008 pourrait être l'amorce d'un tournant réglementaire d'ampleur. **André Cartapanis (2009b)** a étudié les propositions du G20 après la crise. Il en ressort que, malgré une interprétation keynésienne de la crise, les projets réglementaires sont loin d'entamer une refondation du capitalisme financier. Dix ans plus tard, la question demeure : dans quelle mesure le néolibéralisme réglementaire a-t-il véritablement été remis en cause par la crise financière mondiale ?

La question de l'ampleur des réformes adoptées après la crise et celle de leur dimension idéologique se posent tout particulièrement dans le cas de l'Union européenne. Dans la période entre mars 2009 et novembre 2014, l'UE a adopté plus de cinquante initiatives réglementaires, portant sur des aspects aussi différents que la réglementation des banques, des assurances, des fonds d'investissement, des structures de marché, des normes comptables une refonte institutionnelle des mécanismes de supervision financière. Quelle est la portée de ce programme de réformes, et constitue-t-il une rupture

avec le néolibéralisme réglementaire ? Pour répondre à ces questions, nous proposons d'étudier les caractéristiques de ces réformes, mais également d'ouvrir la boîte noire de la production de la réglementation financière, c'est-à-dire d'étudier les déterminants institutionnels et idéologiques des processus réglementaires, ainsi que les rapports de force sociaux qui y sont engagés. Pourquoi le programme de réformes financières engagé après la crise financière mondiale n'a-t-il pas permis de réduire l'instabilité financière, et de s'attaquer à ses causes profondes ? Dans quelle mesure les réformes adoptées constituent-elles un changement radical dans l'approche réglementaire, ou bien un simple redéploiement des principes à l'œuvre avant la crise ? Comment le contexte institutionnel propre à l'Union européenne et les rapports de force nationaux et sociaux qui s'y jouent permettent-ils d'expliquer la teneur des réformes prises après la crise financière mondiale ? Nous proposons, dans cette thèse, de répondre à ces questions en étudiant l'impact de la crise de 2007-2008 sur la production de la réglementation financière dans l'UE.

- **Une étude de la réglementation financière dans l'Union européenne**

Quelques précisions liminaires sont nécessaires pour mieux définir le cadre de notre étude. S'agissant du vocabulaire employé dans ce travail, nous utilisons le terme de « réglementation financière » pour désigner les normes et les lois qui encadrent le secteur financier. Nous évitons de recourir au terme de « régulation » dans les cas où il peut s'avérer ambigu, comme dans l'expression « régulation financière ». En anglais, *financial regulation* peut recouvrir à la fois la réglementation financière et la supervision financière. Nous emploierons par contre le terme « d'agence de régulation » ou de « régulateur » pour désigner les autorités de supervision ; et celui « d'autorégulation » pour évoquer les dispositifs réglementaires déléguant de manière plus ou moins poussée des prérogatives réglementaires aux acteurs du marché. A noter que les dispositifs d'autorégulation sont également définis et mise en place dans le cadre de lois et de réglementations. Notre étude porte sur la réglementation financière qui est un vaste domaine, dans la mesure où elle recouvre l'ensemble des lois, règles, normes, qui s'appliquent à différents domaines :

- Les activités des différents **acteurs du secteur financier** : les intermédiaires financiers (banques, assurances, fonds d'investissement), entreprises de services financiers (agences de notation, sociétés de conseil), les plateformes de négociation (marchés réglementés et autres plateformes) et infrastructures de marché (contreparties centrales, référentiels centraux) ;
- Le commerce des **opérations, produits et services financiers** (produits dérivés, repos, titrisation...) et les pratiques financières (comme les ventes à découvert) ;
- Les activités des **régulateurs et superviseurs** et notamment leurs objectifs, leurs moyens, leur champ de compétence.

Il s'agit donc d'un éventail large de réglementations, d'autant plus qu'à l'échelle de l'Union européenne, les instruments réglementaires sont nombreux et correspondent à différents niveaux de généralité ou de technicité. Outre les directives et règlements, la Commission intervient également à travers des actes législatifs délégués (qui peuvent être prévus dans les textes finaux de directives ou de règlements afin de spécifier a posteriori certains aspects techniques) ou encore la publication de recommandations ou de communications. Par ailleurs, la Commission n'est pas le seul acteur qui intervient : les autorités sectorielles de supervision sont également en charge des normes techniques d'implémentation nationale. Enfin, la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) peut également avoir un rôle à jouer à travers la jurisprudence correspondant à des jugements rendus sur l'interprétation du droit européen. Notre étude se focalisera cependant sur les directives et règlements qui constituent le « noyau dur » de la production réglementaire de l'Union européenne.

Nous étudierons plus spécifiquement les réglementations adoptées entre mars 2009 et novembre 2014 (ou proposés dans cette période et adoptés plus tard). La période étudiée s'ouvre donc un mois après la publication du rapport de Larosière – le rapport qui a en grande partie façonné la réponse réglementaire de l'Union européenne à la crise – et il se termine avec la fin du mandat de la Commission Barroso II. Ce choix vise à couvrir la période d'intense réforme réglementaire qui s'est ouverte après la crise de 2008. Elle couvre également la période qui correspond à la crise dite « des dettes souveraines » qui constitue un des prolongements de la crise financière mondiale. Avec le début du mandat de la Commission présidée par Jean-Claude Juncker en novembre 2014, une nouvelle période s'ouvre dans la production de la réglementation financière, caractérisée par une orientation moins favorable aux réformes financières. La Commission se donne alors en effet l'objectif d'identifier et de remettre en cause les « *fardeaux réglementaires inutiles* » qui pèseraient sur l'industrie financière européenne (**European Commission, 2015**), et d'accroître l'intégration et la libéralisation des marchés de capitaux à travers le projet d'Union des marchés de capitaux. Pour nous en tenir à l'étude du programme de réformes adopté en réaction à la crise de 2007-2008, nous choisissons donc de nous concentrer sur la première période. Précisons également que la question de la réglementation financière n'épuise pas le champ des interventions publiques dans le secteur financier ; en l'occurrence, notre étude ne traite pas de la politique monétaire ou de la politique de change. Enfin, dans notre seconde partie, l'économie politique de la réglementation financière que nous esquissons traite essentiellement des cas britannique, français et allemand, qui représentent les trois principaux secteurs financiers nationaux de l'Union européenne. Les Etats membres comme l'Italie, les Pays-Bas, la Belgique ou l'Espagne jouent un rôle loin d'être négligeable dans les processus de réglementation financière, mais leur influence reste bien moindre que celle du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne dans la période étudiée.

- **Deux approches théoriques : institutionnalisme historique et économie politique comparée**

Pour mener à bien notre travail, nous avons recours à deux approches théoriques. La première mobilise la notion de paradigme réglementaire, développée dans le champ de l'institutionnalisme historique, afin d'interroger l'importance des idées dans la production de la réglementation financière. S'inspirant des travaux de **Thomas Kuhn (1983)** sur les révolutions scientifiques, Peter Hall décrit le paradigme de politique publique comme « *un cadre d'idées et de standards qui spécifie non seulement les objectifs de la politique et le type d'instruments qui peut être utilisé pour les obtenir, mais également la nature même des problèmes qu'ils sont supposés affronter* » (**Hall, 1993**). Le rôle des idées dans la politique économique s'inscrit dans un système à trois niveaux, où les paradigmes de politique publique (ou paradigmes réglementaires) déterminent les programmes de réglementation et les instruments mis en œuvre. En particulier, les mouvements de déréglementation des années 1980 peuvent être compris comme le basculement d'un paradigme de réglementaire keynésien à un paradigme monétariste. En s'inspirant des travaux de Hall, **Mark Blyth (2002)** a étudié la manière dont les idées économiques ont été utilisées dans le débat public et dans les luttes politiques, au moment de la montée en puissance du paradigme keynésien (dans les années 1930) et de sa remise en cause (dans les années 1960-1970). Les normes de réglementation bancaires, produites à partir du milieu des années 1990, s'inscrivent dans le cadre d'un paradigme néolibéral (**Dardot et Laval, 2009 ; Baud et Chiapello, 2015**) ou encore dans le cadre d'une théorie réglementaire de l'intérêt privé (**Harnay et Scialom, 2015**). Dans l'Union européenne, **Quaglia (2010)** distingue en particulier deux approches réglementaires distinctes dans le cadre du paradigme néolibéral : une approche de type anglo-saxonne et une approche de type ordolibérale. Différents travaux documentent la prédominance de l'approche réglementaire anglo-saxonne dans les années 2000 dans le cadre l'approfondissement de l'intégration du marché unique des services financiers jusqu'au déclenchement de la crise financière mondiale (**Posner et Véron, 2010 ; Mügge, 2011**). Ce cadre théorique sera mis à profit afin d'étudier le contenu des dispositions contenues dans le programme de réformes financières adopté par l'Union européenne et de répondre à la question suivante : *dans quelle mesure la crise financière mondiale a-t-elle conduit à une remise en cause du paradigme néolibéral de réglementation financière ?*

Le seconde approche théorique s'inscrit dans le champ de l'économie politique comparée. Elle s'intéresse à la diversité des formes de capitalisme et au rôle du secteur financier en leur sein, afin de rendre compte des approches réglementaires et cadres institutionnels nationaux, et des rapports de force sociaux en jeu dans la production de la réglementation financière. Une série de travaux se sont intéressés à la question de la diversité institutionnelle des capitalismes et de leur évolution, à commencer par le capitalisme comparé d'**Andrew Shonfield (1967)**, ou encore l'ouvrage de référence de **Karl Polanyi (1944)** qui décrit les contingences de l'émergence (et de la remise en cause) de la

« société de marché » au Royaume-Uni. Plus récemment, dans son ouvrage *Capitalisme contre capitalisme*, **Michel Albert (1991)** propose une comparaison institutionnelle entre deux modèles emblématiques de capitalisme : le modèle rhénan et le modèle anglo-saxon, qui se caractérisent notamment par des secteurs financiers aux caractéristiques bien différentes. L'approche de la variété des capitalismes (VoC) de **Hall et Soskice (2001)** s'inscrit également dans cette tradition de l'économie politique comparée. Elle propose deux idéaux-types d'économies de marché qui font écho aux modèles de Michel Albert : d'un côté les économies de marché libérales (ou EML dont l'exemple est celui des Etats-Unis), où les marchés et les hiérarchies (dans l'entreprise) sont les principales institutions vers lesquelles se tournent les entreprises pour coordonner leurs activités ; et de l'autre les économies de marché coordonnées (ou EMC dont l'exemple est celui de l'Allemagne), où ce sont les réseaux d'échanges d'informations, la réputation, et d'autres formes de coopération et de concertation hors marché qui jouent ce rôle de coordination. Dans ces deux modèles, les systèmes financiers jouent un rôle clé dans la cohérence et les complémentarités institutionnelles. Ils prennent cependant une forme bien différente : dans le cas des EML, ce sont les marchés de capitaux qui dominent ; dans le cas des EMC, c'est le financement bancaire qui est privilégié sur le mode du « capital patient ». Ces différentes configurations des systèmes financiers jouent des deux types d'économie.

Les travaux régulationnistes, qui ont étudié la diversité des régimes socio-économiques, identifient au moins cinq modèles de capitalismes (**Amable, 2005 ; Boyer, 2015**). D'autres travaux nous invitent également à dépasser la dichotomie entre EML et EMC. **Baccaro et Pontusson (2016)** décrivent le modèle de croissance du Royaume-Uni comme un modèle basé sur une consommation financée par des apports de capitaux étrangers (*consumption-led*) ; et celui de l'Allemagne comme un modèle de croissance basé sur la compression des salaires et de la consommation des ménages (*export-led*). Pour **Clift (2012)**, l'évolution du capitalisme français peut être qualifiée de « post-dirigiste » et articulée autour de l'importance centrale des « champions nationaux » qui bénéficient d'un soutien actif de la part des autorités. Comme dans l'approche de la VoC, ces trois modèles recouvrent des conceptions différentes du rôle du secteur financier. Dans le cas britannique, le modèle de croissance repose en grande partie sur la présence d'un centre financier international important et liquide – La City de Londres ; dans le cas allemand, il repose sur la proximité entre le secteur bancaire et les entreprises exportatrices. Dans le cas français, ce sont les « champions nationaux » bancaires qui jouent un rôle clé. Ces modèles expliquent également la diversité des approches nationales en matière de réglementation financière, et l'importance inégale accordée aux préférences des différents acteurs. Les différents cadres institutionnels, à l'échelle nationale et européenne, définissent ainsi différentes « sélectivités » des intérêts, et en particulier des préférences du secteur financier (**Offe, 1972 ; Jessop, 1990 ; Durand et Keucheyan, 2015**). Par la place centrale qu'ils occupent dans le modèle de croissance,

certaines acteurs financiers bénéficient d'un pouvoir structurel qui leur permet d'imposer leurs préférences dans les débats réglementaires (**Culpepper, 2015**). Il convient cependant de prendre en compte l'impact de la crise financière sur les approches réglementaires nationales, et notamment de son impact sur les capacités de mobilisation du secteur financier dans les processus réglementaires (**Culpepper, 2011 ; Pagliari et Young, 2013 ; Kastner, 2018**).

Ce cadre théorique, qui pose les bases d'une économie politique de la réglementation financière, sera mis à profit afin d'étudier deux cas de processus réglementaires autour de mesures emblématiques proposées après la crise financière mondiale : la taxe sur les transactions financières et la séparation des activités bancaires. Nous répondrons aux questions suivantes : *pourquoi la crise financière de 2008 n'a-t-elle pas conduit à des changements réglementaires d'une ampleur comparable à ceux observés dans la décennie qui a suivi la crise de 1929 ou la crise de la stagflation des années 1970 ? En particulier, comment les grandes banques universelles sont-elles parvenues à s'opposer avec succès aux mesures les plus saillantes en matière de réglementation financière ?*

A travers ces deux approches théoriques de la production de la réglementation financière après la crise de 2007-2009, cette thèse se donne plusieurs objectifs : rendre compte de manière détaillée des spécificités du néolibéralisme réglementaire et de ses différentes approches ; apporter des éléments de compréhension des conditions du changement réglementaire après une crise majeure, en proposant une économie politique de la production de la réglementation ; et rendre compte de l'impact de la crise sur l'hégémonie des grandes banques universelles à l'échelle européenne, et sur leur pouvoir structurel fondé institutionnellement. Il s'agit, en définitive, de mettre en œuvre une manière d'étudier la production de la réglementation qui prennent en compte ses trois dimensions, les « trois I », c'est-à-dire les idées, les intérêts et les institutions (**Palier et Surel, 2005**).

- **Plan détaillé et méthodologie**

Dans la **première partie**, constituée des **chapitres 1 et 2**, nous revenons sur l'émergence du néolibéralisme réglementaire à partir des années 1970 et nous posons la question de sa remise en cause après la crise financière mondiale dans l'Union européenne : Quelle est l'ampleur de cette remise en cause ? Assiste-t-on à une remise en cause du néolibéralisme réglementaire comparable à la remise en cause du cadre keynésien que nous avons documentée dans le premier chapitre ? Ou bien assiste-t-on à un simple ajustement voire au redéploiement des mêmes principes réglementaires ?

Dans le **premier chapitre** nous revenons sur la crise du cadre institutionnel keynésien de réglementation financière, les profondes transformations au sein du secteur financier et l'émergence du néolibéralisme réglementaire, déployé à l'échelle internationale dans le cadre d'un régime international de réglementation financière. Afin de rendre compte des origines, des caractéristiques,

et des déclinaisons institutionnelles du néolibéralisme réglementaire, nous nous appuyons sur une approche historique de son émergence ainsi que sur une revue de littérature détaillée des théories de la réglementation ainsi que des travaux en nouvelle économie institutionnelle. La mise en place de la réglementation financière néolibérale va cependant s'accompagner d'une instabilité financière chronique. La crise de 2008, qui se présente comme le point culminant de cette instabilité croissante, a frappé un des centres névralgiques de la finance mondiale. L'éclatement d'une crise d'une telle ampleur a conduit à un intense débat réglementaire. L'Union européenne n'est pas en reste. La crise mondiale de 2008 a sévèrement frappé les secteurs financiers des Etats membres de l'Union européenne. Elle a conduit à une révision d'ampleur des règles existantes et l'adoption de nouvelles réformes institutionnelles.

Dans le **second chapitre** nous proposons une étude globale du programme de réformes financières adopté par l'Union européenne à la suite de la crise de 2008. Nous montrons que ces mesures constituent un redéploiement des principes du néolibéralisme réglementaire, même si on constate un déplacement de l'approche anglo-saxonne à une approche ordolibérale reposant notamment sur des exigences de transparence et de gouvernance afin d'assurer des conditions « saines » de concurrence. Pour mener cette étude, nous avons constitué une base de données originale et exhaustive des 51 directives et règlements adoptés entre mars 2009 et novembre 2014 par l'Union européenne (ou proposés dans cette période et adoptés plus tard) portant sur les mécanismes de supervision et de résolution, les normes comptables, la réglementation des intermédiaires financiers – banques, assurances, et autres intermédiaires, la réglementation des agences de notation, des opérations et produits financiers, des plateformes de négociation ainsi que les mesures visant à protéger les investisseurs et consommateurs. Ces mesures sont analysées au regard d'une typologie des deux approches du néolibéralisme réglementaire. Cette étude des approches réglementaires à l'œuvre dans l'Union européenne ne permet cependant pas de comprendre pourquoi la crise financière mondiale, d'une ampleur comparable à celle de la crise de 1929 ou de la crise de la stagflation des années 1970, n'a pas conduit à des changements réglementaires aussi importants. Pour ce faire, il est nécessaire d'entrer dans la « boîte noire » de la réglementation financière.

C'est ce que nous proposons dans la **seconde partie**, constituée des chapitres 3 et 4, en jetant les bases d'une économie politique de la réglementation financière dans l'Union européenne ; et en mettant à profit ce cadre analytique dans deux études de cas.

Dans le **chapitre 3**, nous proposons une étude des caractéristiques des secteurs financiers du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne afin de rendre compte de leurs similitudes et de leur diversité ; avec une attention particulière pour la montée en puissance de l'intermédiation de marché

par les grandes banques universelles dans les trois systèmes. Ce panorama est mis à profit afin d'établir un cadre d'analyse des préférences et approches nationales en matière de réglementation financière dans l'Union européenne, et des coalitions réglementaires à l'œuvre à l'échelle européenne. Cette étude repose sur une série de faits stylisés présentant des indicateurs et statistiques tirés des rapports du *Financial Stability Board*, du Comité sur le système financier mondial, de la Fédération bancaire européenne, de l'Autorité bancaire européenne, de la Banque centrale européenne et des autorités statistiques nationales. Le cadre d'analyse des préférences et approches nationales repose quant à lui sur cette caractérisation des trois secteurs financiers, ainsi que sur la littérature en économie politique comparée.

Dans le **chapitre 4**, nous proposons deux études de cas, concernant deux projets de mesures inscrites dans le programme de réformes financières de l'Union européenne, et s'inscrivant « en rupture » à plusieurs égards avec le néolibéralisme réglementaire : la taxe sur les transactions financières et la séparation des activités bancaires. En nous appuyant sur le cadre d'analyse nous montrons comment la crise a contribué à la mise à l'agenda de ces deux mesures ; puis comment le pouvoir structurel dont bénéficient les grandes banques universelles a permis à ces conglomérats financiers de mener une campagne couronnée de succès pour éviter la mise en œuvre des deux mesures à l'échelle européenne. Nous montrons que ce pouvoir structurel est fondé institutionnellement : à l'échelle européenne, mais également et de manière décisive, à l'échelle nationale. En particulier, la France a joué un rôle majeur dans les succès du secteur bancaire. Ces deux études de cas reposent sur une analyse détaillée des différentes propositions de réforme, ainsi que des déclarations publiques des différentes parties prenantes du processus de réglementation. Sont également étudiées les réponses des différents acteurs, en particulier des banques, des associations sectorielles et des régulateurs aux trois consultations publiques menées à l'échelle européenne. Ces documents permettent de rendre compte des positions des différents acteurs. Sont également mis à contribution plusieurs entretiens semi-directifs avec des représentants des institutions européennes, des organisations de la société civile et de l'industrie financière ainsi que la littérature existante notamment en économie politique internationale et en économie politique comparative.

PARTIE 1 : Des origines du néolibéralisme réglementaire au programme de réforme financière de l'Union européenne après la crise financière mondiale

Chapitre 1 : Aux sources du néolibéralisme réglementaire : institutions et théorie

Afin d'étudier la production de la réglementation financière dans l'Union européenne, nous revenons dans un premier temps sur le cadre institutionnel et idéologique dans lequel elle s'inscrit. Ce cadre est la résultante d'une trajectoire historique dont il convient de rendre compte pour en comprendre les caractéristiques et spécificités.

A partir de la fin des années 1960, la crise de la stagflation va agir comme un catalyseur de la désagrégation du cadre institutionnel, qualifié de keynésien, mis en place dans les suites de la crise de 1929 et de la deuxième guerre mondiale. Le cadre contemporain résulte de la remise en cause des réglementations d'après-guerre mais également du paradigme de réglementation keynésien. Les théories économiques de la réglementation, la théorie du choix publics, ainsi que la nouvelle économie institutionnelle ont ainsi contribué à élaborer un nouveau paradigme, qualifié de néolibéralisme réglementaire **(partie 1.1.)**.

Dans cette période de bifurcation institutionnelle se met en place, au plan international, un nouveau régime international de réglementation financière. Celui-ci se caractérise par des arrangements institutionnels complexes, qui peuvent prendre la forme d'organisations internationales mais également d'accords et de normes, formelles ou informelles, impliquant acteurs publics et privés, et s'inscrivent pleinement dans le contexte d'internationalisation des activités financières **(partie 1.2.)**.

Cette première approche du cadre international de réglementation financière et de ses origines constitue une mise en contexte utile pour s'intéresser à la production de la réglementation financière dans l'Union européenne, et en particulier de ses déterminants idéologiques, dans le second chapitre.

1.1. Les réponses théoriques à la crise du paradigme de réglementation keynésien : l'émergence du néolibéralisme réglementaire

Dans cette partie, nous proposons de revenir sur la constitution du paradigme néolibéral de réglementation financière, élaboré sur les bases d'une critique radicale de l'intervention publique dans l'économie et du paradigme de réglementation keynésien.

La crise de la stagflation qui a frappé l'économie étatsunienne dans les années 1970 a ouvert la voie à une remise en cause du cadre institutionnel de type keynésien qui s'était progressivement mis en place à partir des années 1930 pour encadrer le secteur financier. Ce cadre institutionnel accordait une place importante à des interventions directes de la puissance publique dans l'économie, et définissait un régime de monnaie-crédit administrée nationalement basé sur trois composantes : des réglementations contraignantes appliquées au système bancaire ainsi qu'aux marchés financiers ; une politique monétaire interventionniste et un système monétaire basé sur des taux de change fixes. Le système monétaire international de Bretton Woods a contribué à la généralisation de ce régime à l'échelle internationale. A partir des années 1960 cependant, une série de dysfonctionnements dans l'économie étatsunienne a contribué à la remise en cause du régime monétaire d'après-guerre. La hausse de l'inflation va précipiter la chute du cadre institutionnel keynésien, à commencer par le système de *Bretton Woods* (**partie 1.1.1.**).

Cette critique est portée par les économistes de l'école de Chicago, qui ont œuvré à démontrer la supériorité des mécanismes de marché sur les interventions publiques en matière de réglementation. En particulier, la « théorie économique de la réglementation » de **George Stigler (1971)** modélise les processus de réglementation en posant l'hypothèse d'une « capture » du gouvernement par les intérêts mobilisés. Cette hypothèse est également au cœur de la critique formulée par la théorie des choix publics de l'école de Virginie : non seulement les réglementations publiques n'accroissent pas le bien-être social et sont instrumentalisées par les groupes d'intérêts, mais de surcroît les responsables politiques et les fonctionnaires ont également intérêt à imposer davantage de réglementation, afin d'accroître leurs compétences et leurs prébendes. Les auteurs des écoles de Chicago et de Virginie vont ainsi contribuer à dresser un portrait particulièrement peu flatteur de la réglementation publique et de ses acteurs, considérés comme intéressés (voire corrompus) et inefficaces au plan économique (**partie 1.1.2.**).

Ces travaux vont jeter les bases d'un nouveau paradigme de réglementation d'inspiration néolibérale, mis en œuvre à travers la doctrine de « nouvelle gestion publique » et les programmes de réforme de l'action publique dans les pays anglo-saxons puis dans le reste du monde. Ce paradigme se décline, dans l'action publique, par des mécanismes d'incitations et de discipline de marché. Au plan théorique,

la « nouvelle économie institutionnelle » va notamment s’attacher à élaborer des propositions de conception institutionnelle (*institutional design*), de mécanismes réglementaires « performants » – la performance de la réglementation est jugée à l’aune de son impact sur les décisions d’investissement des acteurs économiques. Ces instruments et stratégies réglementaires se déclinent notamment dans la réglementation du secteur financier (**partie 1.1.3.**).

1.1.1. La crise du cadre institutionnel keynésien

Dans la littérature, de nombreux travaux témoignent de la manière dont les grandes crises peuvent conduire à des périodes de changements réglementaires majeurs. **Mark Blyth (2002)** a en particulier étudié la manière dont les idées économiques d’inspiration keynésienne ont été utilisées dans le débat public et dans les luttes politiques après la crise de 1929, pour promouvoir la mise en œuvre de réformes majeures. Un nouveau cadre réglementaire va se mettre en place sous l’impulsion du président Franklin Delano Roosevelt, après son accession au pouvoir en 1933, dans le cadre du *New Deal*. Ces réformes seront parachevées par la mise en place d’un nouveau système monétaire international, dans le cadre des accords de Bretton Woods en 1944, au terme de la seconde guerre mondiale... avant d’être progressivement battues en brèche à partir de la fin des années 1970. **Robert Guttman (2016)** propose un panorama de ces mesures qui ont contribué à instituer un nouveau régime monétaire caractérisé de *régime de monnaie-crédit administrée nationalement* qui succède au *régime de monnaie-marchandise* basé sur l’étalon-or. Ces mesures constituent un ensemble institutionnel cohérent que l’on peut qualifier de cadre keynésien (nous y reviendrons) et qui repose sur trois composantes.

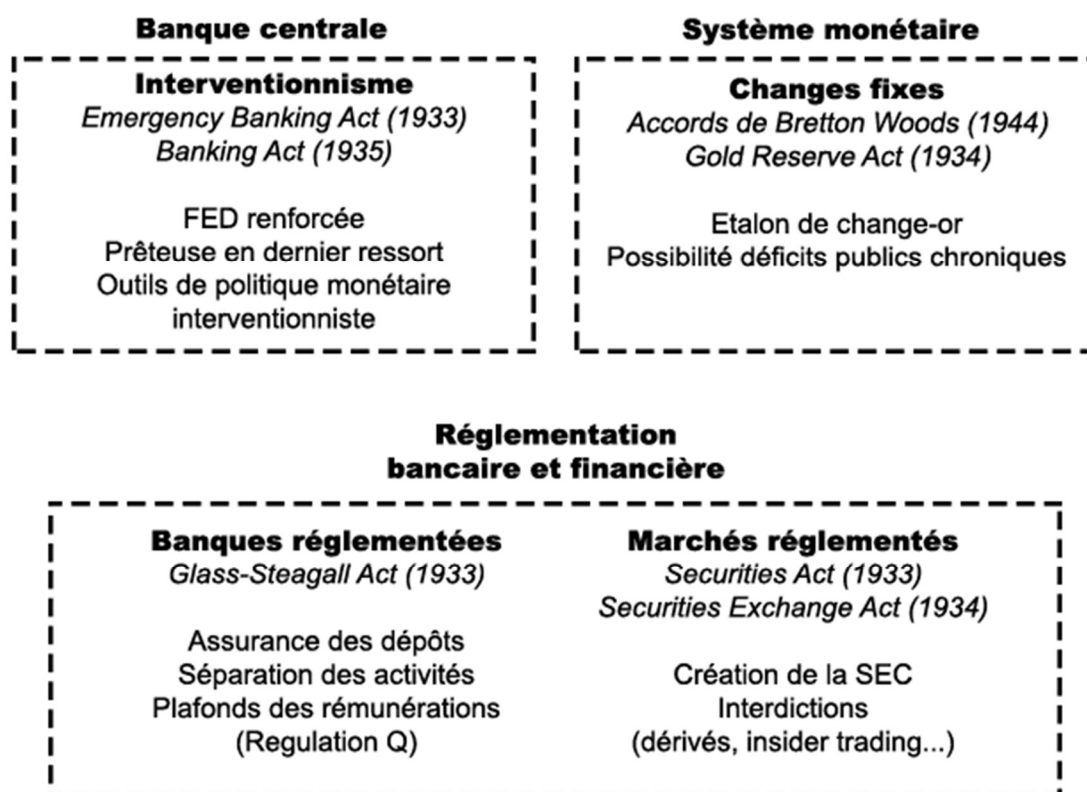
La première composante du cadre keynésien consiste en une réglementation stricte du secteur bancaire et des marchés boursiers. Le *Glass-Steagall Act* de 1933 a mis en place un mécanisme d’assurance des dépôts, le *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) ; une procédure pour organiser le dépôt de bilan des banques en faillite ; une séparation entre les activités de banque commerciale et de banque d’investissement. Le *Glass-Steagall Act* a également contribué à réduire la concurrence entre les banques commerciales en permettant à la *Federal Reserve* (Fed) d’imposer des taux plafonds de rémunération des dépôts (la *Regulation Q*). Le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934 ont introduit des réglementations plus strictes sur les marchés boursiers en interdisant certaines pratiques de manipulation de marché (par exemple, les délits d’initié ou *insider trading*) ; et en imposant notamment l’enregistrement des titres et des courtiers, ainsi que des normes de qualité et de transparence plus strictes pour les émetteurs de titres ; elles mettent par ailleurs en place un nouveau régulateur pour les marchés boursiers, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), disposant de prérogatives importantes de supervision.

La seconde composante du cadre keynésien consiste en une politique monétaire interventionniste de la part de la Fed. Il repose sur l'*Emergency Banking Act* de 1933 ainsi que sur le *Banking Act* de 1935. Le premier étend les capacités de prêt de la Fed pour agir comme prêteuse en dernier ressort ; le second accroît les prérogatives de la Fed et centralise son processus de décision à travers la constitution d'un conseil de gouverneurs. Le *Banking Act* met également en place le *Federal Open Market Committee* pour mettre en œuvre de manière efficace les opérations d'*open market*. Ces réformes accordent à la Fed de nouveaux outils de politique monétaire :

- La Fed peut intervenir sur le niveau de réserves des banques, et aiguillonner ainsi le processus de création monétaire et le volume de crédit des banques commerciales.
- Elle peut prêter des liquidités aux banques (*discount loans*), notamment aux banques dotées de niveaux de fonds propres insuffisants, via la fenêtre d'escompte (*discount window*), et fixer les conditions de ces opérations (taux des prêts, durée, fréquence, type de collatéral...).
- La Fed peut également acheter des bons du Trésor aux banques afin d'augmenter leurs fonds propres, ou en vendre afin de les diminuer via ses opérations d'*open market*.
- Enfin, elle a la possibilité d'intervenir sur les exigences de fonds propres, et déterminer ainsi la proportion de ces fonds disponibles pour le crédit, contribuant ainsi à accélérer ou réduire la création monétaire.

La troisième composante du cadre keynésien consiste en un système monétaire basé sur des taux de changes fixes. Le *Gold Reserve Act* de 1934 a constitué une première étape, en interdisant la propriété et le commerce de l'or par les acteurs privés, et en introduisant le *Exchange Stabilization Fund* pour intervenir sur les marchés des changes et des obligations publiques et stabiliser ces marchés en cas de volatilité excessive. Mais le système monétaire basé sur des taux de changes fixes voit surtout le jour à la conférence de **Bretton Woods** de juillet 1944. Le dollar US, convertible en or à un taux de 35 dollars par once, devient le moyen d'échange d'un nouveau système mondial de paiements. Des taux de change fixes sont mis en place entre des monnaies convertibles, basées sur leurs valeurs respectives en or. De nouvelles institutions multilatérales voient le jour, le Fonds monétaire international et la banque mondiale, afin de gérer ce nouveau système.

La graphique 1 représente les trois composantes du cadre keynésien aux Etats-Unis :



Graphique 1 : les trois composantes du cadre institutionnel keynésien aux Etats-Unis

Pour **Guttman (2016)**, les réformes de Roosevelt ont complété la transition d'une monnaie-marchandise – variable exogène, en lien avec l'étalon-or – à une monnaie-crédit – variable endogène, dont la quantité est déterminée par le crédit bancaire. La monnaie devient un instrument pour répondre aux besoins de financement de la société. Dans le cadre de ce nouveau régime monétaire, « *Les banques commerciales étatsuniennes prêtent activement, sont correctement capitalisées, moins portées sur la prise de risques du fait de la séparation avec les activités d'investissement, immunisées aux paniques bancaires grâce au système d'assurance des dépôts, et rentables du fait de l'écart entre les taux de dépôt et de prêt. Ces conditions garantissent la stabilité du secteur bancaire et ont rendu possible une croissance financée par le crédit. Cette croissance a été favorisée par une dette publique en déclin (par rapport à son pic historique pendant la guerre) et un niveau faible de dette du secteur privé au début de la phase d'expansion* » (**Guttman, 2016**).

Au-delà du cas des Etats-Unis, le système de *Bretton Woods* a mis en place les conditions, à l'échelle internationale, pour la mise en œuvre de réformes financières majeures dans de nombreux pays. C'est le cas, par exemple, en France où la gestion monétaire est placée sous le contrôle de l'Etat dans le cadre du circuit du Trésor ; la Banque de France ainsi que quatre premières banques commerciales

(Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir national d'escompte de Paris et BNCI) ont été nationalisées et les activités de dépôt et d'investissement cloisonnées (**Lemoine, 2016**). Les réformes adoptées dans la plupart des pays du monde, après la seconde guerre mondiale, ont, à l'instar de celles mises en place dans le cadre du *New Deal*, mis en place les conditions de la phase d'expansion d'après-guerre à l'échelle mondiale. L'inflation croissante des années 1960-1970 et le développement d'innovations financières ont cependant eu pour conséquence plusieurs types de dysfonctionnements de l'économie étatsunienne, qui ont contribué à la remise en cause progressive des composantes du régime monétaire d'après-guerre, comme nous le verrons dans la partie suivante.

- **La crise de la stagflation la remise en cause du cadre keynésien et la transformation du secteur financier**

Dans la décennie qui suit la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'économie américaine est prospère. Cette dynamique se poursuit dans les années 1960 : entre 1960 et 1970, la croissance reste forte, même si elle diminue sur la période 1965-1970 et est inférieure par rapport au Japon et à certains pays de la Communauté européenne. Dans les années 1969-1970, les Etats-Unis entrent cependant en récession. On assiste à un nouveau type de crise structurale, dite stagflation : la combinaison d'une croissance stagnante, de la hausse du taux de chômage, et d'une inflation élevée jusqu'à des taux supérieurs à 10% en 1974 et 1975. Cette situation nouvelle prend de court les gouvernements étatsuniens successifs. L'inflation est dénoncée pour ses conséquences déstabilisatrices pour l'économie étatsunienne au moins à trois égards :

- Le premier problème posé par l'inflation est l'incertitude quant au niveau futur des prix, qui conduisent les entreprises à réduire leurs investissements – dans la mesure où la rentabilité de ceux-ci est difficile à anticiper. Certains commentateurs mettent ainsi en rapport la hausse de l'inflation avec la chute des investissements privés aux Etats-Unis, dans la seconde moitié des années 1960.
- Le second problème posé par l'inflation est la dégradation de la compétitivité des produits fabriqués dans le pays par rapport aux produits fabriqués à l'étranger. Les prix des produits nationaux deviennent plus élevés que les mêmes produits fabriqués à l'étranger ; la demande étrangère diminue (baisse des exportations) alors que la demande interne pour les produits étrangers augmente (hausse des importations), ce qui provoque une baisse de l'activité pour les entreprises nationales. On observe à cet égard, dans la seconde moitié des années 1960, une chute de la compétitivité des produits américains sur les marchés extérieurs. La baisse des exportations contribue, avec les hausses de salaire, à la décroissance du taux de profit.

- Le troisième facteur concerne la distribution du crédit bancaire. Pendant la phase d'expansion économique d'après-guerre, la Fed avait gardé les taux d'intérêts relativement bas de sorte à favoriser la croissance (via les plafonds de rémunération des dépôts, le *discount rate*, le taux du marché interbancaire pour les fonds propres). Pendant une période d'inflation accélérée, les taux bas ont eu pour conséquence, à plusieurs reprises, de conduire à des taux d'intérêts réels négatifs au sein du système bancaire, comme cela est arrivé aux États-Unis en 1972 puis en 1974, 1975, en 1979 et en 1981. Dans ce contexte, les déposants ont eu tendance à retirer davantage d'argent des banques en réponse aux taux de rendements négatif sur leur épargne, et les banques elles-mêmes ont diminué leurs activités de crédit qui devenaient non rentables. D'où une série d'effondrements du crédit qui s'aggravaient de cycle en cycle, alors que chaque reprise contribuait à augmenter l'inflation.

Au plan politique, les conséquences de l'inflation ont contribué à renforcer les critiques du régime keynésien, et notamment celles portées par les économistes monétaristes (que nous évoquons dans la partie 1.2.) ainsi que leurs préconisations en matière de politique monétaire restrictive. C'est particulièrement le cas au sein des milieux d'affaires. Les grandes entreprises étatsuniennes se sont mobilisées massivement, à travers notamment la mise en place de puissants groupes d'intérêts, pour assurer la promotion de la doctrine monétariste auprès du gouvernement fédéral (**Blyth, 2002**). Cette pression, qui s'inscrit dans un contexte de crise favorable à la remise en cause des institutions keynésiennes, va porter ses fruits : on assiste, à partir des années 1970, à la remise en cause progressive des différentes composantes du régime monétaire d'après-guerre.

La première composante du cadre keynésien remise en cause est le système monétaire basé sur des taux de change fixes. A la fin des années 1960, l'expansion monétaire liée notamment aux dépenses de guerre a eu pour conséquence de réduire considérablement le pouvoir d'achat des avoirs de réserve libellés en dollars US. Les créanciers des États-Unis deviennent de plus en plus réticents à l'idée de financer la guerre en accumulant des réserves. Dans un contexte d'écart d'inflation croissants entre les économies nationales, les taux de change fixes sont devenus beaucoup plus difficiles à maintenir. La spéculation, facilitée par le développement des Euromarchés (sur lequel nous reviendrons), a contribué à accroître la pression sur le dollar US. Au début des années 1970, le dollar avait perdu tant de valeur que le président Nixon fut contraint, le 15 août 1971, de suspendre la convertibilité du dollar en or, actant ainsi la fin du système de *Bretton Woods*. Les monnaies flottant librement, les pays avec des taux d'inflation plus faibles virent leur monnaie s'encherir ; à l'inverse les monnaies des pays à taux d'inflation élevé sombrèrent.

La politique monétaire interventionniste a été la seconde composante du cadre keynésien à se déliter. Aux Etats-Unis, accélération de l'inflation et chute du dollar US sont allés de pair. En 1978, le dollar US était tombé à un niveau si faible que son statut de monnaie globale était remis en cause. Différents signes en témoignent : la mise en place d'un système monétaire européen, le souhait des pays de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) d'être réglés dans un panier de monnaies plutôt que seulement en dollars, ou encore le fait que le FMI se prépare à introduire un compte de substitution, pour remplacer les réserves de dollars par un panier de monnaie sur demande. En réaction, Paul Volcker, tout juste élu à la présidence de la Fed, décidait le 6 octobre 1979 de resserrer drastiquement la politique monétaire, conformément à la doctrine monétariste. Comme le note **Guttman (2016)** : « *Dans les trois semaines qui ont suivi, les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis ont triplé jusqu'à plus de 20%, et l'économie a été plongée dans une importante récession. Ce virage radical dans la politique monétaire s'est accompagné d'une déréglementation accrue des taux d'intérêts, via deux lois bancaires en 1980-82.* »

Les changements réglementaires ont à la fois été accélérés et ont contribué à l'émergence d'innovations financières. Les dysfonctionnements économiques des années 1970 ont catalysé le développement d'innovations financières, qui ont en retour mis sous pression les taux de changes fixes et les réglementations nationales. Les taux d'intérêts réels négatifs, du fait de l'inflation, ont favorisé le retrait des dépôts bancaires au bénéfice de placement alternatifs : à commencer par le marché *offshore* des Eurodollars, constitués à partir des années 1960 de dépôts en dollars dans des banques transnationales opérant à Londres, et constituant un réseau bancaire alternatif hors d'atteinte des régulateurs étatsuniens. En l'absence de toute réglementation, les banques présentes sur le marché des Eurodollars étaient à même de proposer une meilleure rémunération des dépôts et un crédit à moindre coût. Les taux négatifs ont également favorisé le développement des marchés monétaires, à travers notamment les instruments de dette à court-terme (de type *commercial paper*) et les fonds monétaires proposant des placements à la fois liquides et des taux de rémunération plus élevés que ceux imposés par la *Regulation Q*. Ces innovations dont le développement a été accéléré par la dégradation des conditions économiques ont rapidement mis la pression sur les réglementations financières. Se développant à une vitesse très rapide, alimenté notamment par la fuite des dépôts mais également par les financements de marché offerts par les marchés monétaires, le marché des Eurodollars, et plus généralement des Eurodevises (le même principe existant également pour les autres devises) a rendu possible une spéculation sur les monnaies qui a accéléré l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971 (**Guttman, 2016**).

Comme nous l'avons vu précédemment, la chute du dollar US qui s'en est suivi a conduit la Fed à adopter un resserrement drastique de la politique monétaire. Dès lors, avec la hausse considérable

des taux d'intérêts, le crédit bancaire est devenu onéreux, ce qui a contribué à développer le financement via les marchés de capitaux, notamment pour les grandes entreprises mais également pour les gouvernements. La dette publique des principaux pays industrialisés est passée en moyenne de 20,5% du PIB en 1980 à 44,6% en 1995 et le développement des marchés de titres de dette publique a représenté une composante majeure du marché financier mondial **(Plihon, 2003)**. Les fonds d'investissement et fonds spéculatifs se sont développés dans les années 1980, offrant aux entreprises et aux ménages les plus riches de nouvelles opportunités de valoriser leur épargne. Le taux d'intermédiation au sens strict, c'est-à-dire le total des crédits bancaires accordés aux agents non financiers comme les ménages, les entreprises et les administrations publiques sur l'ensemble des financements externes témoigne de la montée en puissance des financements de marché. Ce taux baisse considérablement en France, de 54,2% en 1994 à 40,5% en 2010 **(Banque de France, 2012)**. Autre innovation ayant contribué à la transformation du secteur financier, les produits dérivés se sont développés suite à la mise en place du régime de changes flottants et de la déréglementation des taux d'intérêts (en 1980 aux Etats-Unis), dans un contexte de grande volatilité des taux. Les produits dérivés financiers, dont la plupart avaient été interdits suite à la crise de 1929, sont progressivement autorisés et réintroduits dans les années 1970 **(MacKenzie et Millo, 2003)**. Ces produits ou contrats adossés à un actif (leur valeur « dérive » de cet actif) permettent à des investisseurs de se couvrir contre l'évolution des prix ; ils ouvrent également de nouvelles possibilités pour la spéculation en permettant à un investisseur de faire du profit en anticipant l'évolution des prix de nombreux actifs. Ils représentent un instrument potentiellement très rémunérateur, mais également très risqué du fait de l'effet de levier important qu'il rend possible.

La concurrence déloyale entre le secteur réglementé (banques opérant sur le territoire national) et non réglementé (banques opérant *offshore* – qui sont parfois les filiales des premières) va être mise en avant par les banques pour obtenir un assouplissement des réglementations nationales, notamment les réglementations de structure séparant activités de banque commerciale et d'investissement. Dans l'Union européenne, avec la seconde directive bancaire de 1989, et aux Etats Unis, avec le *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999, consacrent la possibilité pour les conglomérats bancaires d'opérer, sous la forme de banques universelles, à la fois dans le secteur de la banque commerciale, de la banque d'investissement, des assurances, de la gestion de fonds, et du trading pour compte propre.

Sous l'effet des innovations financières et des évolutions réglementaires, on assiste ainsi à une véritable transformation du secteur financier, et en particulier, du secteur bancaire. Les banques se sont développées à l'échelle internationale et leur taille s'est considérablement accrue. Le secteur bancaire se concentre sous l'effet d'une concurrence intense rendue possible par la suppression des

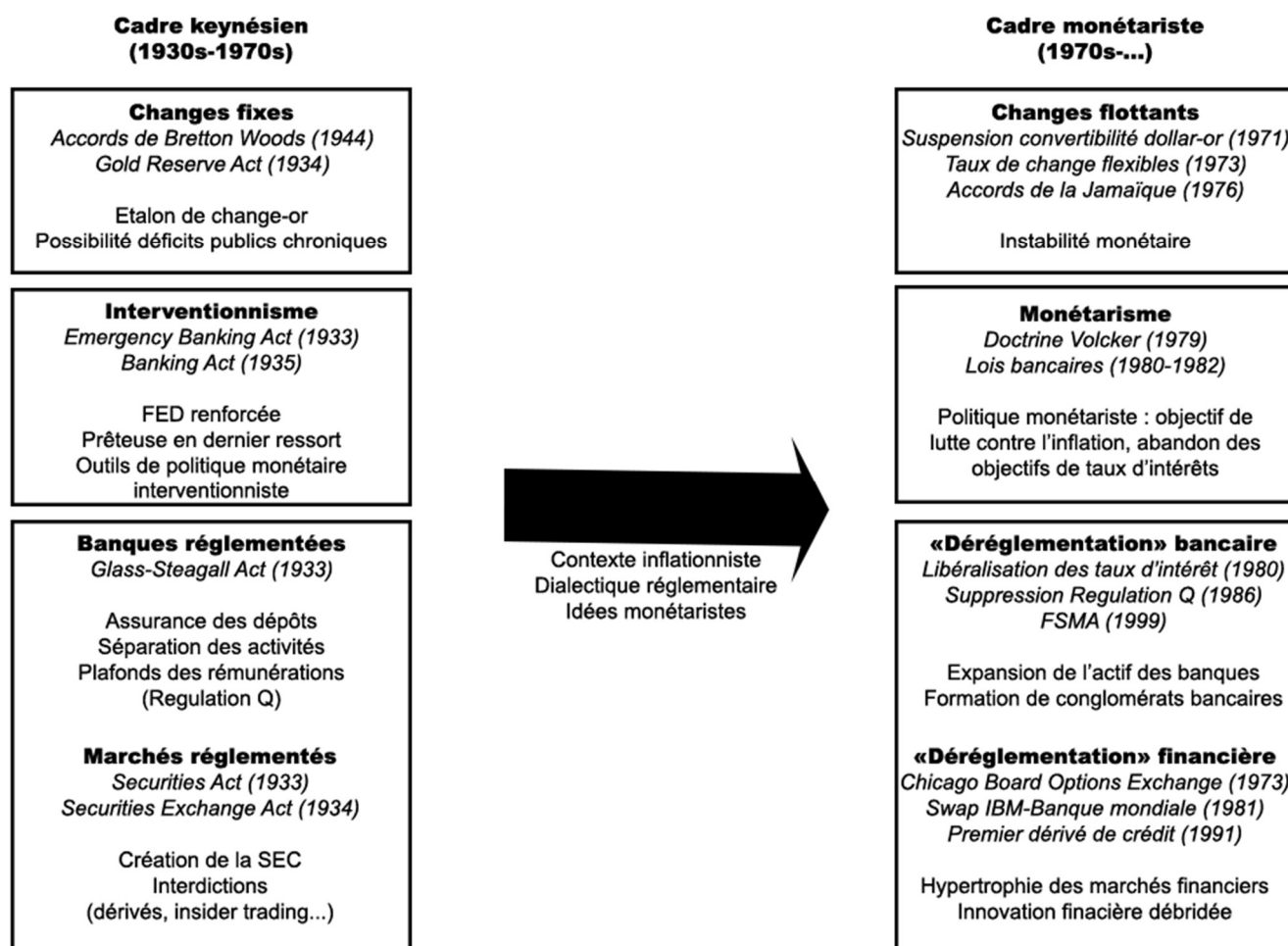
contrôles sur les mouvements de capitaux, les accords de l'OMC, la réglementation internationale de Bâle. Mais surtout, c'est le modèle d'affaires des banques qui a évolué. Le modèle traditionnel basé sur l'intermédiation de crédit par des banques à l'échelle nationale laisse la place à un modèle de *market-based banking* (Hardie et Howarth, 2013) ou encore à un modèle de *shadow banking* au sens large¹ (Jeffers et Plihon, 2013). Ce modèle est basé sur un recours massif, par des banques universelles actives à l'échelle internationale, aux activités de marché et à des opérations hors-bilan, et en particulier aux financements de marché via les marchés monétaires, aux marchés de produits dérivés aux activités de courtage et de tenue de marché, qui contribuent à l'extension de la taille de leur bilan et en particulier de leur portefeuille de titres. Le *market-based banking* se caractérise non seulement par la multiplicité des activités bancaires, mais également par des complémentarités entre activités inscrites au bilan et hors-bilan, ainsi qu'entre intermédiation de bilan et intermédiation de marché, à travers des opérations telles que la titrisation de créances (cf chapitre 3).

On assiste ainsi, à partir des années 1970, au remplacement progressif des institutions du cadre réglementaire keynésien (système de Bretton Woods, politique monétaire interventionniste, réglementations financières strictes) par un nouveau cadre institutionnel que l'on peut qualifier de monétariste. Le changement réglementaire s'accompagne de transformations majeures dans le secteur financier. Le cadre keynésien et le régime de monnaie-crédit administré nationalement était associé un modèle bancaire traditionnel, basé sur l'intermédiation de crédit par des banques commerciales et réglementé à l'échelle nationale. Le nouveau cadre monétariste est quant à lui associé à un modèle de *market-based banking* dont les banques universelles transnationales sont les actrices prédominantes. Ces banques sont présentes dans tous les compartiments du secteur financier : elles gèrent l'épargne des particuliers et des entreprises à travers leurs activités de dépôts et de gestion de fortune ; elles ont en charge la gestion des systèmes de paiement et la distribution du crédit ; elles sont présentes dans le secteur des assurances ; elles opèrent sur les marchés financiers en tant qu'investisseurs (via leurs activités d'investissement, leurs fonds d'investissement, et leurs filiales d'assurances) et en tant qu'émetteurs de titres financiers (via le commerce des produits financiers et autres innovations financières, leurs activités d'agents d'émission ou de spécialistes en valeur du trésor). Elles opèrent des plateformes de négociations hors marchés réglementés, et prestataires de services d'investissement ; ou encore en tant que conseil et via leurs activités de banque d'affaires.

Le nouveau cadre institutionnel se caractérise par une forte complémentarité entre ses différentes composantes : un système monétaire basé sur des taux de change flottants ; une réglementation bancaire et financière néolibérale (nous y reviendrons dans la partie 1.1.2.) souvent présentée de

¹ Nous reviendrons plus en détail sur la définition de *market-based banking* et de *shadow banking* dans le chapitre 3.

manière simplifiée (voir simpliste) comme une forme de « déréglementation » ; ainsi qu'une politique monétaire resserrée mise en place par la *Federal Reserve* ; comme le résume le graphique 2 :



Graphique 2 : du cadre institutionnel keynésien au cadre institutionnel monétariste

Nous avons vu comment la dégradation des conditions économiques, la crise de la stagflation et le développement des innovations financières ont joué un rôle important dans la remise en cause du cadre keynésien d'après-guerre. Dans la partie suivante, nous verrons comment cette remise en cause s'est articulée, au plan idéologique, autour des prescriptions des économistes monétaristes, reprises à leur compte par de nombreux dirigeants politiques dans le monde à partir des années 1980 (**Blyth, 2002**). Nous reviendrons plus en détail sur la critique du paradigme keynésien de réglementation par les économistes de l'école de Chicago et de l'école de Virginie, et l'élaboration d'un nouveau cadre de réglementation néolibéral.

1.1.2. Les critiques du paradigme keynésien de réglementation

A la fin des années 1960 et dans le courant 1970, l'économie étatsunienne connaît d'importants déséquilibres économiques. Les leviers classiques de la politique économique keynésienne institutionnelle se montrent incapables de stabiliser l'inflation galopante et de relancer l'économie. Dans ce contexte, on assiste à la montée en puissance des théories monétariste et des anticipations rationnelles, qui dénoncent le rôle néfaste des interventions de l'Etat dans l'économie (**Friedman, 1968 ; Lucas 1972 ; Sargent 1973**).

Ces théories ont contribué à remettre en cause l'intervention de l'Etat dans l'économie, et notamment des politiques d'expansion monétaires (**Blyth, 2002**). Les économistes de l'école de Chicago vont poursuivre et approfondir la remise en cause du paradigme de réglementation keynésien, à travers une critique systématique des réglementations publiques. Leurs travaux vont s'attacher à dénoncer l'inefficacité de la réglementation et plaider en faveur de leur démantèlement dans de nombreux secteurs (**Harnay et Scialom, 2015**).

- **La critique de l'intervention de l'Etat par l'école de Chicago (théorie de la capture)**

A partir des années 1960, de nombreux travaux vont ainsi explorer un champ nouveau de recherche : l'étude de l'efficacité des réglementations publiques. Les tenants de l'école de Chicago se sont particulièrement attachés à remettre en cause les arguments qui fondent l'intervention de l'Etat dans l'économie. A commencer par celui selon lequel les défaillances de marché, mises en avant par l'économie du bien-être (*welfare economics*), justifieraient l'existence d'une réglementation publique (**Baumol, 1952 ; Arrow, 1970**). Le théorème de **Coase (1960)** remet ainsi en cause l'argument selon lequel ces défaillances peuvent et doivent être corrigées par des interventions publiques, dans la mesure où celles-ci pourraient être surmontées et corrigées par une négociation entre les acteurs des marchés. **Demsetz (1968)** conteste quant à lui l'idée que la domination d'une firme sur un marché constituerait une imperfection de marché. D'une manière générale, les mécanismes de marché seraient à même de compenser d'éventuelles inefficacités.

L'hypothèse d'efficacité des marchés, développée par **Eugène Fama (1965)** va apporter de nouveaux arguments pour le démantèlement des réglementations publiques, notamment dans le secteur financier. Selon cette hypothèse, dans son acception la plus extensive, les investisseurs sont rationnels et les prix des actifs intègrent toute l'information disponible. En d'autres termes, les marchés, lorsqu'ils sont efficaces, organisent de manière efficace la collecte et la distribution de l'information, ce qui assure que les prix de marché sont pertinents et convergent vers une valeur d'équilibre fondamentale.

Dans une démarche plus empirique, **Stigler et Friedland (1962)** publient une étude comparative sur les réglementations des prix de l'électricité, où ils concluent que la réglementation conduit à des prix plus élevés. Dans le domaine bancaire en particulier se développe une critique des réglementations héritées du *New Deal*, qui empêcheraient la concurrence entre les banques et garantiraient artificiellement la rentabilité des grandes banques – qu'il s'agisse des taux d'intérêt administrés, des exigences de fonds propres, du contrôle des capitaux, des restrictions géographiques, de portefeuille ou du plafonnement des crédits et du fléchage (**Harnay et Scialom, 2015**). Ainsi pour **Meltzer (1967)**, les obstacles réglementaires à l'entrée sur le marché bancaire et aux fusions auraient « *des coûts supérieurs à leur bénéfices* ». Les réglementations bancaires sont dénoncées et associées à la « répression financière » (**Shaw, 1973 ; McKinnon, 1973**) qui inhiberait l'investissement privé et la croissance dans les marchés émergents.

George Stigler (1971) propose quant à lui une théorie de la réglementation selon laquelle l'inefficacité des réglementations publiques peut s'expliquer par un phénomène de « capture » du régulateur par des groupes d'intérêt. Cette « théorie économique de la réglementation », selon le terme de **Posner (1974)**, est aussi appelée théorie de la capture ou théorie de l'intérêt privé. Il s'agit de rendre compte des inefficacités et effets distributifs de la réglementation publique comme le résultat de la pression exercée par les groupes d'intérêts sur les autorités réglementaires.

Cette théorie constitue également un argument pour remettre en cause la « théorie de l'intérêt public », selon le terme de Stigler, qu'il associe au paradigme de réglementation keynésien. Cette théorie renvoie selon lui aux différentes justifications théoriques de l'intervention publique basées sur la nécessité de répondre aux défaillances de marché (telles que les monopoles naturels, les rentes économiques, les externalités négatives, les asymétries d'information, les comportements anti-compétitifs, les aléas moraux, les inégalités de pouvoir de négociation) et d'assurer la fourniture des biens publics. Selon cette « théorie » que décrit Stigler, les régulateurs seraient immunisés contre les pressions des groupes d'intérêts, et indifférents aux enjeux de redistribution, qui seraient la préoccupation des législateurs seuls. Ils seraient par ailleurs parfaitement rationnels et informés, de sorte que leurs décisions et leur mise en œuvre ne sont pas affectées par des biais institutionnels, informationnels ou cognitifs. Comme le résumant **Sophie Harnay et Laurence Scialom (2015)**, selon cette conception, les régulateurs, infaillibles et omniscients, seraient les garants de l'intérêt public et de la maximisation du bien-être social.

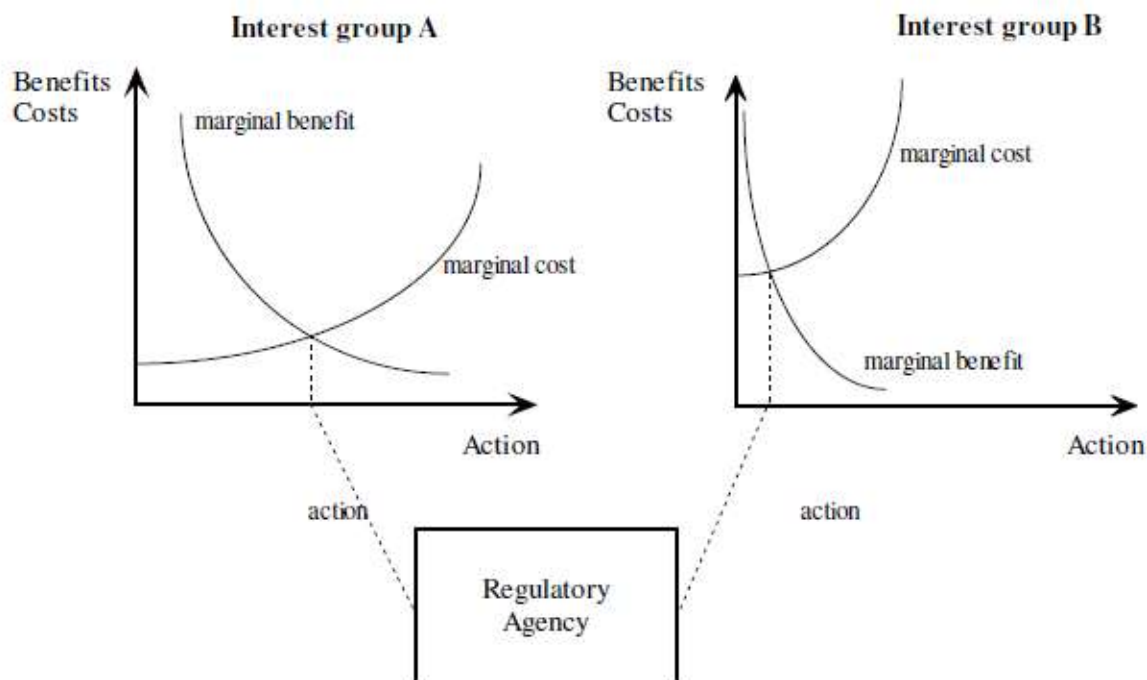
En réalité, comme l'a montré **Michael Hantke-Domas (2003)**, aucun auteur ne s'est véritablement réclamé d'une telle conception de la réglementation publique. Des juristes et des hommes politiques ont certes invoqué, dans la période du *New Deal*, l'intérêt public pour imposer des réglementations,

mais il n'existe en vérité aucune « théorie de l'intérêt public » en tant que telle. La critique acerbe de cette théorie par Posner et Stigler, et par les auteurs qui s'inscrivent dans leur continuation (**Joskow et Noll, 1981; Ogus, 2004**), a néanmoins contribué à disqualifier le paradigme de réglementation keynésien auquel cette « théorie » est associée, dans la mesure où elle serait idéaliste et caricaturale dans sa conception d'un régulateur infaillible, omniscient et désintéressé. Les auteurs de l'école de Chicago vont, au contraire, insister sur la dimension intéressée et inefficace des réglementations publiques.

Pour Stigler, la réglementation d'un secteur économique finit inévitablement par bénéficier à l'industrie réglementée aux dépens d'autres groupes comme les consommateurs. Il justifie cela par la rencontre entre une demande de protection de la part des industries réglementées, et une offre de réglementation liée au processus de décision politique (**den Hertog, 2010**). S'agissant du premier aspect, les industries réglementées peuvent bénéficier de la réglementation via des barrières à l'entrée de nouveaux concurrents ; des subventions ou l'imposition de prix minimums, qui entrave également la concurrence ; ou l'interdiction d'une offre de substitution. Stigler cite l'exemple de l'interdiction du transport par camion pour protéger le chemin de fer, et des subventions pour les aéroports qui bénéficient aux compagnies aériennes.

S'agissant de l'offre de réglementation, Stigler met à profit la théorie de la démocratie de **Downs (1957)** et la théorie des groupes d'intérêts d'**Olson (1965)**. Selon ces dernières, l'influence politique s'exerce essentiellement à travers les groupes d'intérêts. La participation aux processus politiques est trop coûteuse en termes de temps, d'énergie et d'argent pour les individus, pour des bénéfices incertains. Ils y participent en tant que membres de groupes d'intérêts. Certains groupes ont des coûts d'organisation moins élevés. Les groupes de taille moindre ont un avantage car les coûts de transaction sont plus faibles, et ont moins affaire à des problèmes de type « passagers clandestins ». Par ailleurs, pour un bénéfice donné, le bénéfice par membre est plus important. Le fait que des groupes de taille apparemment importante puissent être bien organisés s'explique, selon **Stigler (1974)**, par la structure du marché comme la concentration. Les grandes entreprises sur un secteur concentré peuvent être considérées comme un groupe de taille restreinte.

La théorie de Stigler est illustrée dans le graphique ci-après (tiré de **Baron, 2000**) :



Graphique 3 : intensité de l'action des groupes d'intérêts selon les coûts et bénéfices

Ainsi l'intensité de l'action d'un groupe d'intérêt dépend de la distribution des coûts et bénéfices des groupes d'intérêts. Dans cet exemple, le groupe d'intérêt A est de taille moindre, il a des coûts d'organisation et de mobilisation de ses membres plus faibles, et des bénéfices par membres plus importants que le groupe d'intérêt B. La conséquence que tire Stigler de ce développement est que les producteurs sont davantage incités à influencer le processus politique que les consommateurs. Leurs coûts sont moins élevés, et leurs bénéfices plus importants dans la mesure où le coût de la réglementation sera réparti entre un nombre élevé de consommateurs au détriment de leur mobilisation. Stigler considère par ailleurs que les responsables politiques ont pour objectif non pas la maximisation du bien-être social, mais la maximisation de leur propre intérêt – en l'occurrence, leur réélection. Les groupes d'intérêts industriels peuvent y contribuer en fournissant des votes, ou d'autres ressources (contributions financières, emploi de membres du parti...). Ainsi la réglementation publique n'a-t-elle pas pour objectif de remédier aux défaillances de marché, mais d'opérer un transfert de richesse en direction de l'industrie en échange de soutien politique. En se basant sur les théories économiques de la réglementation (développées ci-après), des études historiques ont entrepris de réinterpréter l'adoption des réglementations bancaires issues du *New Deal* à travers le prisme des intérêts particuliers des groupes d'acteurs. Ces réglementations seraient favorables aux banques commerciales et aux établissements d'épargne et de crédit, au détriment des consommateurs (Benston 1989, Kroszner et Rajan, 1994, Calomiris, 2000).

Pour de nombreux auteurs, y compris au sein de l'école de Chicago, la théorie de la capture de Stigler est incomplète ou simpliste. **Samuel Peltzman (1976)** note qu'il existe de nombreux cas où la réglementation ne bénéficie pas à un groupe d'intérêt industriel particulier, mais à certains groupes de consommateurs. Il propose d'aménager la théorie de la capture en une théorie des intérêts spéciaux (*special interests theory*). Dans son modèle, les groupes de consommateurs peuvent être à même de s'organiser de manière efficace pour intervenir auprès des responsables politiques, lesquels définissent les politiques de réglementation en maximisant le soutien politique. Il ajoute que les coûts d'organisation et d'information des cartels de l'industrie représentent un obstacle qui les empêche de retirer immédiatement leur soutien aux responsables politiques, en cas de changement de politique qui occasionnerait une diminution de leur profit.

Suivant son modèle (**voir annexe 1**), Peltzman affirme qu'il y a deux types d'industries où la réglementation va jouer un rôle important et où les prix réglementés vont différer des prix du marché : les secteurs très concurrentiels et les monopoles. Dans le premier cas (par exemple les secteurs du fret, de l'agriculture ou des taxis), ce sont les producteurs qui ont intérêt à la mise en place d'une réglementation pour atténuer les effets de la concurrence ; dans le second cas (par exemple les secteurs du transport ferroviaire ou des télécommunications), ce sont les consommateurs qui se mobilisent pour réduire les conséquences néfastes d'un monopole.

Gary Becker (1983) va également apporter sa contribution aux théories de la capture et des intérêts spéciaux. Il s'intéresse plus particulièrement à la concurrence entre groupes d'intérêts. Pour Becker, lorsque la pression politique d'un groupe d'intérêt est plus efficace (du fait de sa taille, ou d'autres facteurs), celui-ci va obtenir des avantages et un transfert de richesse va se produire des groupes moins efficaces aux plus efficaces. Ces transferts vont cependant occasionner des coûts globaux dans le système économique (« pertes sèches »). Ces pertes de bien-être vont rendre les pressions politiques du groupe le plus efficace de moins en moins rentables. Pour les groupes moins efficaces, c'est l'inverse : exercer des pressions devient de plus en plus rentable. On assiste à un rééquilibrage qui limite la possibilité de transferts en direction du groupe le plus efficace. Dans ces conditions, la concurrence entre les groupes d'intérêts conduit à favoriser la réglementation dans les secteurs très concentrés ou en situation de monopole, ce qui permet d'atténuer les pertes de bien-être social. Contrairement à **Olson (1982)**, il aboutit à la conclusion que la concurrence entre les groupes d'intérêts n'a pas d'effets négatifs sur la croissance et la productivité, mais qu'elle conduit au contraire à la forme la plus efficace de réglementation.

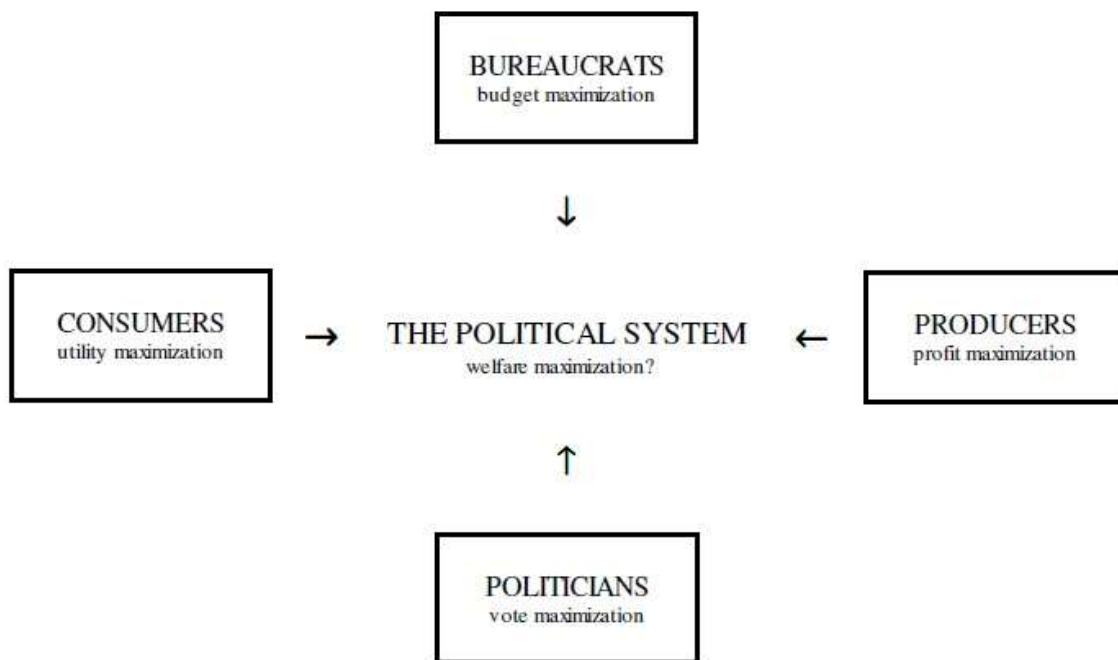
- **La critique de l'école de Virginie (théorie du choix public)**

Les hypothèses de la théorie de la capture (le régulateur cherche à maximiser son utilité, et des groupes d'intérêts sont en concurrence pour obtenir une réglementation favorable) sont également celles de la théorie du choix public. Mais les auteurs de l'école de Virginie ont néanmoins une conception plus radicalement pessimiste de la réglementation. Celle-ci est considérée essentiellement comme un gaspillage de ressources. Dans cette conception, les acteurs motivés par la recherche de rentes sont prêts à dépenser leurs ressources pour obtenir des droits de monopoles ou des faveurs réglementaires de la part du gouvernement².

Selon le cofondateur de l'école de Virginie **Gordon Tullock (1967)**, un monopoliste est prêt à dépenser jusqu'à l'intégralité de ses rentes de monopoles pour obtenir une réglementation qui garantit son monopole. Mais il est également en concurrence avec d'autres entrepreneurs, qui dépensent également des ressources afin de s'attribuer cette position de monopole et bénéficier de ces rentes. Les consommateurs vont également dépenser des ressources afin d'empêcher la pérennisation d'un monopole. Ces dépenses de ressources constituent des pertes de bien-être dommageable pour l'économie, comme ressources non disponibles pour l'investissement. Elles interviennent même dans le cas d'un monopole naturel où une entreprise n'a pas d'incitation à susciter la réglementation. Dans ce cas, ce sont les responsables politiques et les fonctionnaires qui chercheraient à imposer la réglementation, par exemple sous la forme de péréquation, afin de maximiser leur utilité.

De nombreux auteurs appellent à davantage prendre en compte les logiques internes des systèmes politique et administratif. La théorie de Stigler propose un modèle simpliste qui ne distingue pas les logiques politiques et administratives et les réduit au phénomène de la capture par les groupes d'intérêt. Pour **Hirschleifer (1976)**, **Barke et Riker (1982)**, et **Mitchell et Simmons (1994)**, il est nécessaire de prendre en compte les complexités des systèmes politique et administratif. Dans une perspective utilitariste, ils considèrent que l'action des administrations est déterminée par l'impératif de maximisation de leur budget ; l'action des responsables politiques par la maximisation des votes ; et l'action des consommateurs par la maximisation de leur utilité.

² Pour un aperçu des travaux de l'école de Virginie, voir **Rowley, Tollison et Tullock (1988)** ; **Buchanan, Tollison et Tullock (1980)** ; **Tullock (1993)**.



Graphique 4 : Interactions dans le système politique dans Mitchell et Simmons (1994)

Les modélisations des processus de réglementation proposées par la théorie de la capture de Stigler et les différentes « théories » qui s’inscrivent dans sa continuation posent un certain nombre de problèmes. Leurs hypothèses souvent simplistes, autour de la notion d’action rationnelle – les acteurs parfaitement rationnels maximisent leur utilité – ont été critiquées sur le plan théorique. Elles ont également été contestées par de nombreuses recherches empiriques (**Potters et Sloof, 1996 ; Den Hertog, 2010**). Les résultats de l’étude de **Stigler and Friedland (1962)**, dans le champ de l’étude critique de la réglementation, ont même été remis en cause : une analyse rétrospective montre que la réglementation a bien diminué les prix (**Peltzman, 1993**).

Politistes et sociologues ont pointé les failles des théories économiques de la réglementation sur la base d’un travail empirique. En se basant sur un ensemble d’études de cas portant sur la réglementation de différents secteurs de l’économie, le politiste **James Wilson (1980)** a proposé une typologie des dynamiques réglementaires selon les caractéristiques du secteur considéré. Cette typologie distingue les situations selon que le coût de la réglementation est largement réparti ou qu’il est concentré sur un nombre limité d’acteurs industriels ; et selon que la réglementation bénéficie à un large ensemble d’acteurs ou à un nombre limité d’acteurs.

Le cas de la « capture » décrit par Stigler correspond à une situation particulière où la réglementation bénéficie à un cartel industriel et son coût peut-être largement réparti de sorte qu’elle ne sera pas

remise en cause par un groupe d'intérêt concurrent (*client politics*). Dans le cas où les coûts et les bénéfices sont concentrés, on se retrouve dans une situation de concurrence entre groupes d'intérêts (*interest groups politics*). Deux autres cas sont identifiés : lorsque les bénéfices et les coûts de la réglementation sont largement répartis (*majoritarian politics*), et lorsque seuls les coûts sont concentrés (*entrepreneurial politics*). Dans ce dernier cas, les « entrepreneurs politiques » doivent construire des coalitions politiques pour s'opposer aux intérêts industriels.

		<u>COSTS</u>	
		Concentrated	Diffused
<u>BENEFITS</u>	Concentrated	<i>Interest groups Politics</i>	<i>Client Politics</i>
	Diffused	<i>Entrepreneurial Politics</i>	<i>Majoritarian Politics</i>

Graphique 5 : types de dynamiques réglementaires selon Wilson (1980)

Wilson critique également l'absence de prise en compte des spécificités des logiques politiques et administratives. Il considère au contraire qu'il est nécessaire de prendre en compte les motivations des dirigeants des administrations ou agences, pour lesquels il propose également une typologie, selon qu'ils soient considérés comme « carriéristes », « professionnels » ou « politiques ».

Politistes et sociologues se sont également intéressés aux dynamiques réglementaires comme enjeu et résultat de luttes de pouvoir entre des coalitions d'intérêt (**Francis, 1993**). Dans la version « pluraliste » de cette approche, les groupes d'intérêts sont en compétition pour le pouvoir politique, et les coalitions victorieuses, lors des élections, utilisent leur pouvoir pour modeler selon leur préférence le régime réglementaire (**Self, 1985**). La version « corporatiste » de cette approche s'intéresse à la manière dont certains groupes parviennent à intégrer l'Etat et coproduire un régime réglementaire qui exclut les intérêts non intégrés (**Newman, 1980**). Ces éclairages seront particulièrement développés dans le cadre de travaux institutionnalistes sur lesquels nous reviendrons par la suite.

A partir des années 1980, l'ambition de proposer une « théorie » générale des processus de réglementation a progressivement laissé la place à de nouvelles approches qui tentent de rendre compte du comportement des acteurs en prenant en compte le contexte institutionnel dans lequel ils

interviennent ainsi que les limites de leur rationalité. Nous nous intéresserons dans la partie suivante à ces approches qui s'inscrivent dans le contexte particulier des réformes néolibérales de l'Etat des années 1980 et dans le cadre de l'émergence de la nouvelle économie institutionnelle.

1.1.3. La révolution néolibérale dans l'action publique : vers un nouveau paradigme de réglementation

Au début des années 1980, le mode d'action publique bureaucratique et hiérarchique basé sur les interventions directes de l'Etat dans l'économie, et associé au paradigme keynésien de réglementation, est battu en brèche. Pour les économistes monétaristes et les tenants de la théorie des anticipations rationnelles, le gouvernement ne fait pas partie de la solution : le gouvernement est le problème, alors que le marché, laissé à lui-même, serait à même de s'auto-équilibrer. A travers leurs travaux, les auteurs de l'école de Chicago et de la théorie des choix publics vont contribuer à renforcer la légitimité de la critique de la réglementation publique et de ses acteurs, considérés comme intéressés et inefficaces au plan économique.

Dans les années 1980 et 1990, les prescriptions visant à démanteler les réglementations d'inspiration keynésiennes, soutenus avec enthousiasme par les milieux patronaux, sont repris à leur compte par de nombreux dirigeants politiques, dans les pays anglo-saxon – avec notamment Margareth Thatcher et Ronald Reagan – et au-delà (**Blyth, 2002**). Cette vague de réformes va contribuer à remettre en cause le modèle d'action publique d'après-guerre dominé par les bureaucraties nationales et fragmenter l'action publique en une multitude de réseaux réglementaires. Inspiré de la nouvelle gestion publique et de la notion de gouvernance, le néolibéralisme réglementaire émerge comme un nouveau paradigme de politique publique.

- **La nouvelle gestion publique et la mise en œuvre du néolibéralisme réglementaire**

A la critique radicale du paradigme de réglementation keynésien va succéder, dans les années 1980, la constitution d'un nouveau paradigme de réglementation inspiré de la théorie des choix publics que l'on pourrait qualifier, avec **Mark Bevir (2007)**, de néolibéral (*neoliberal narrative*). Ainsi pour **Gordon Tullock (1978)**, « *les contraintes qui pèsent sur le comportement d'un individu sur le marché sont plus efficaces* » que celles supportées par les employés de l'Etat si bien que les individus sur le marché, en recherchant l'assouvissement de leur propre bien-être, servent bien mieux celui de leurs concitoyens que ne le font les hommes qui travaillent pour le gouvernement. En vérité, un des objectifs de la « nouvelle économie » est d'élever par des réformes le coefficient d'« efficacité » du gouvernement pour le rapprocher de celui du marché».

Selon Tullock, les administrations publiques sont inefficaces et trop importantes en termes de budget et d'effectifs. Ils appellent à une réforme de l'Etat qui permette d'en diminuer la taille et d'introduire des mécanismes de concurrence et de marché dans la gestion publique. Il s'agit d'améliorer l'efficacité de l'action publique par différents leviers : le premier consiste à mettre en concurrence services publics et privés en donnant la possibilité à des sociétés privées sous contrat de contribuer à la fourniture de services jusque-là exclusivement fournis par l'administration publique. Cela peut également passer par la mise en concurrence des services administratifs eux-mêmes, en divisant une administration en plus petits secteurs aux budgets séparés dont les performances seraient comparées.

Les prescriptions de la théorie des choix publics ont servi de sens commun à un très vaste mouvement de réorganisation de l'action publique, auquel **Christopher Hood** a donné en 1991 le nom générique de « nouvelle gestion publique » (*new public management*). Ce terme recouvre un ensemble large de stratégies de réforme de l'administration mises en place depuis les années 1980 : privatisation, déréglementation, délégation de service public, le recours à des mécanismes de concurrence au sein même de l'administration pour la fourniture de services, la prolifération d'agences, l'introduction d'indicateurs de performance, le développement d'une culture et d'une gestion entrepreneuriale, ou le recours à des salariés non-titulaires.

Pour **David Osborne** et **Ted Gaebler (1993)**, deux penseurs emblématiques de la nouvelle gestion publique, il s'agit de « *structurer le marché pour réaliser un objectif public* » et non « *laisser au "libre marché" le soin de régler les choses.* » L'Etat doit, d'une part, mettre en place les conditions de la compétitivité économique en investissant dans les structures de recherche, universités, transport, réseaux bancaires, et en adaptant l'urbanisme aux exigences de la compétition économique. Il doit de l'autre s'attacher à lever les obstacles au libre jeu du marché. Entrent dans cette catégorie les politiques de la concurrence qui visent à assurer un niveau important de compétition dans un secteur donné, tout particulièrement dans le cas de secteurs pouvant relever de monopoles naturels comme les télécommunications.

Ces principes esquissent un nouveau paradigme de réglementation néolibéral (ou néolibéralisme réglementaire) qui puise son inspiration non seulement dans la théorie du choix public mais également dans les principes de politique économique développée par l'école ordolibérale allemande, selon lesquels l'intervention de la puissance publique n'est pas nécessairement antagonique au développement du marché, mais doit au contraire permettre la mise en œuvre des conditions de la concurrence (**Dardot et Laval, 2009**). C'est à l'Etat qu'il revient de fixer le cadre juridique au sein duquel la concurrence se déploie, de l'adapter en fonction des transformations économiques et sociales, de

produire les conditions optimales pour que le jeu de la concurrence produise du bien-être social **(Röpke, 1946)**.

Les ordolibéraux entendent distinguer les bonnes interventions des mauvaises selon leur conformité à un certain nombre de « principes constituants » (stabilité de la politique économique, stabilité monétaire, ouverture des marchés, propriété privée, liberté des contrats, responsabilité des agents économiques...). Les interventions conformes ont vocation à garantir l'ordre concurrentiel. Elles sont de deux types : la politique de « mise en ordre » et la politique « régulatrice ».

La politique de « mise en ordre » vise à créer les conditions juridiques d'un ordre concurrentiel fonctionnant sur la base d'un système de prix libres. Il s'agit d'intervenir sur les règles du jeu qui s'appliquent aux acteurs économiques individuels afin de mettre en place les conditions de la compétitivité. Et pour ce faire, intervenir sur les infrastructures (les équipements), les ressources humaines (démographiques, culturelles, morales, scolaires...) ou encore les techniques (en favorisant l'enseignement supérieur et la recherche) voire l'épargne – en agissant sur le système fiscal et social. La politique « régulatrice » vise quant à elle à lever les obstacles au libre jeu du marché. Entrent dans cette catégorie les politiques de la concurrence (dont certaines mesures anti-concentration notamment) qui visent à assurer un niveau important de compétition dans un secteur donné, tout particulièrement dans le cas de secteurs pouvant relever de monopoles naturels.

- **La gouvernance : une réactualisation des principes du néolibéralisme réglementaire**

Les principes ordolibéraux de la nouvelle gestion publique vont être réactualisés à la fin des années 1990 à travers la notion de « gouvernance ». Cette notion décrit une nouvelle donne institutionnelle qui se caractérise par la montée en puissance de réseaux réglementaires (*policy networks*) différenciés et spécialisés, constitués d'acteurs publics ou privés ; elle décrit une fragmentation de l'action publique (*hollow state*) dans la mesure où les administrations sont amenées à déléguer un certain nombre de leurs prérogatives à des tierces parties ou à des agences indépendantes. La notion de gouvernance a notamment inspiré les réformes majeures de l'Etat britannique entreprises par le *New Labour* de Tony Blair. Il est parfois difficile de distinguer les dimensions normatives et analytiques dans les travaux traitant de la question de la gouvernance, dans la mesure où cette notion a partie liée avec des réformes majeures de l'action publique au Royaume-Uni dans les années 1990.

Pour **Rod Rhodes (1997)** et **Gerry Stoker (1999)**, respectivement codirecteurs du *Whitehall Programme* et du *Local Government Programme*, deux programmes de recherche sur la réforme de l'Etat britannique, la gouvernance est un modèle d'action publique, une « voie intermédiaire » entre le dirigisme étatique et le laissez-faire des marchés. Selon eux, le projet de mise en concurrence de l'action publique porté par les réformes néolibérales n'aurait pas abouti à la constitution de marchés

fonctionnels mais à l'émergence de réseaux réglementaires. La gouvernance en réseau constituerait une « alternative » au modèle néolibéral de régulation par les mécanismes de marché ainsi qu'au modèle d'action publique bureaucratique associé à la période d'après-guerre.

La dichotomie entre modèle néolibéral et gouvernance en réseau est cependant à prendre avec une grande prudence. Le paradigme de la gouvernance comme modèle d'action publique a largement inspiré les réformes du *New Labour* de Tony Blair. Celles se revendiquaient déjà d'une « troisième voie » entre le néo-libéralisme, associé aux réformes menées par Margaret Thatcher, et la social-démocratie traditionnelle, en rupture avec les « errances » à la fois du marché et de la bureaucratie. Mais pour certains auteurs, cette présentation avantageuse est trompeuse : le paradigme de la gouvernance de la « troisième voie » se présenterait davantage comme un « néolibéralisme de la deuxième génération » (Dixon, 2005).

Les travaux d'Anthony Giddens (2007) témoignent en effet de la conception ordolibérale du rôle de l'Etat de celui qui fut un des théoriciens emblématiques de la gouvernance comme modèle d'action publique, inspirateur de la « troisième voie », et conseiller de Tony Blair. Giddens distingue plusieurs sphères : la première, celle du marché, est régie par la concurrence. L'individu s'y comporte en « citoyen-consommateur » et l'Etat se borne à « superviser le cadre général » qui doit permettre aux forces du marché de fonctionner convenablement. Dans les sphères non marchandes – l'Etat et la société civile – les principes régulateurs de la concurrence jouent un rôle mineur, mais ce sont les autorités publiques qui doivent se substituer au marché en établissant un cadre qui garantisse malgré tout aux individus un choix d'arbitrage entre les produits et services.

On retrouve ici le principe concurrentiel comme aiguillon de l'action publique qui préside aux réformes de la nouvelle gestion publique. Le modèle d'action publique de la gouvernance recourt également, s'agissant des instruments de la réglementation, aux mécanismes d'incitations « efficaces ». Une des particularités de la notion de gouvernance comme modèle d'action publique est l'importance qu'elle accorde à la complexité des arrangements institutionnels contemporains. Pour mettre en œuvre le « *cadre solide pour une économie de marché compétitive* » appelé des vœux d'Anthony Giddens et de Tony Blair³, il s'agit de prendre en compte les spécificités de chaque secteur (contextes institutionnels, interactions entre les différents acteurs).

La notion de gouvernance intègre le principe d'une implication croissante d'organisations du secteur privé, d'organisations non gouvernementales ou d'institutions internationales dans les processus d'élaboration des politiques publiques. Le Livre blanc sur la gouvernance européenne, publié en 2001

³ La citation est tirée du manifeste cosigné en 1999 à l'occasion des élections européennes par Tony Blair et Anthony Giddens pour une « troisième voie ».

par la Commission européenne, qui se donne pour objectif, entre autres, d'organiser la « participation » des acteurs concernés par les politiques européennes (stakeholders) à travers notamment l'organisation systématique de consultations publiques. La participation des « parties prenantes » ou de la « société civile » peut être mise en avant par certains auteurs comme un gage démocratique dans la production de la réglementation. La notion de gouvernance multi-niveaux rend compte du partage des compétences réglementaires entre autorités européennes, nationales, locales et les « parties prenantes ». Elle montre ainsi l'interdépendance des différents acteurs de la réglementation dans l'Union européenne de manière verticale – acteurs européens, nationaux, locaux – et de manière horizontale – acteurs gouvernementaux et non gouvernementaux (**Bache, 2007**).

Dans la partie suivante, nous verrons comment l'« art de réguler » à l'œuvre dans la nouvelle gestion publique et la notion de gouvernance, procède d'une réactualisation théorique des principes ordolibéraux dans la littérature institutionnelle. A travers l'analyse des coûts de transaction ou des relations principal-agent, les travaux qui s'inscrivent dans la théorie des incitations réglementaires et la conception institutionnelle vont proposer d'élaborer des structures d'incitations et arrangements contractuels considéré comme plus efficaces que le mode d'action publique bureaucratique et hiérarchique associé au paradigme keynésien. Ces travaux vont inspirer la mise en œuvre, à l'échelle internationale comme à l'échelle nationale une nouvelle manière de réguler.

- **Nouvelle économie institutionnelle, théorie des incitations et *institutional design* : l'élaboration d'un nouvel art de réguler**

Le terme de nouvelle économie institutionnelle (*New Institutional Economics*) apparaît pour la première fois dans un article d'**Oliver Williamson (1975)**, s'inscrivant dans la théorie des coûts de transaction initiée par **Ronald Coase (1937)**. Cette démarche va connaître un grand succès dans les années 1970-80, reprise non seulement par des économistes des organisations comme **Williamson**, mais également des historiens de l'économie (**North, 1981**), des spécialistes du droit et de l'économie (**Posner, 1981**) ou des théoriciens des jeux (**Schotter, 1981**).

De manière générale, les travaux qui s'inscrivent dans la nouvelle économie institutionnelle se proposent de conserver les acquis de la théorie du choix rationnel tout en marquant une distance vis-à-vis de l'hypothèse d'une efficacité universelle des mécanismes de marché. Dans l'approche institutionnelle, les individus ont un comportement intéressé, ils cherchent à maximiser leur utilité selon leur préférence, mais leur rationalité est limitée et l'information a un coût. Dès lors, les institutions sont des mécanismes d'allocation qui interviennent pour faire face aux défaillances des marchés. Ces dernières peuvent être dues à des comportements opportunistes (le *free-riding* qui nuit à l'action collective selon **Olson**), des asymétries d'information, des problèmes liés à l'exécution des

contrats qui conduisent à des coûts de transaction. Les institutions permettent aux individus de diminuer leurs coûts de transaction et rendre les interactions plus efficaces.

Les institutions prennent la forme de lois, de règles ou de normes. Elles réduisent les incertitudes, les risques, et les coûts de transaction, et permettent la prise de décision de façon à aboutir à un équilibre « *structurellement induit* » selon le terme de **Kenneth Shepsle (1986)**. Pour autant, elles ne sont pas une variable fixe, mais elles sont le produit de l'interaction des acteurs individuels ou collectifs. Ainsi pour paraphraser **Douglas North (1990)**, les institutions sont les règles du jeu que les individus ou les groupes choisissent de s'imposer dans leurs interactions. Toutefois, suggère North, les institutions peuvent persister même lorsqu'elles ne répondent plus aux demandes d'un environnement donné, du fait des coûts de transaction liés à un changement institutionnel.

L'étude des coûts de transaction a permis aux économistes néo-institutionnalistes d'explorer ou de revisiter de nombreux champs de l'économie : théories des biens communs, des organisations, de l'action collective ou du choix social. Ils se sont également attachés à étudier les processus de réglementation en s'intéressant aux interactions entre industrie, régulateur et législateur sous l'angle des asymétries d'information et des coûts de transaction. Les travaux néo-institutionnalistes ont essentiellement porté sur « l'offre » de réglementation dans le cadre de la théorie de l'agence, ou théorie des incitations réglementaires (*incentive theory of regulation*).

Ces travaux s'attachent à décrire les enjeux liés au contrôle d'un acteur par un autre, par exemple d'une entreprise par le régulateur, du régulateur par le législateur, ou encore des institutions communautaires par les Etats membres dans le cas de l'Union européenne. Ces situations sont modélisées sous la forme d'un problème de type « principal-agent », où l'action d'un acteur économique, désigné comme étant le « principal », dépend de l'action ou de la nature d'un autre acteur, « l'agent » dans un contexte d'asymétrie d'information.

De nombreux travaux contribuent à démontrer les travers du mode d'action publique bureaucratique et hiérarchique fondé sur l'intervention directe des autorités dans l'économie. Les travaux de **Matthew McCubbins, Roger Noll, et Barry Weingast (1987)** s'intéressent aux conséquences des asymétries d'information sur la délégation des prérogatives réglementaires par les responsables politiques aux autorités de régulation. Selon les auteurs, le contrôle imparfait des agences de régulation ouvre la possibilité de dérives (*drift*) qui peuvent prendre, par exemple, la forme d'arrangements avec l'industrie. Les auteurs formulent différentes propositions pour contrôler les agences de régulation, la mise en place d'audits, de systèmes d'alerte des responsables politiques par les parties prenantes, de mises en place de procédures qui limitent les prises d'initiatives du régulateur. Les travaux de **David Baron et Roger Myerson (1982)** ou de **Jean-Jacques Laffont et Jean Tirole (1993)** concluent que le

contrôle direct du régulateur sur un secteur industriel est inefficace, dans un contexte d'asymétrie d'information. A cette analyse, ils associent des prescriptions sur la conception de la réglementation et des règles de supervision. Les régulateurs doivent mettre en place des mécanismes d'incitation de sorte que les acteurs agissent en maximisant le bien-être social.

D'une manière générale, les économistes néo-institutionnalistes se donnent pour objectif de proposer des mécanismes réglementaires « performants » dans le cadre des recherches en conception institutionnelle (*institutional design*). La performance de la réglementation est jugée à l'aune de son impact sur les décisions d'investissement des acteurs économiques (**Levy et Spiller, 1994 ; Baron, 1995**). A cet égard, la réglementation performante doit mettre en place un contexte institutionnel qui minimise les coûts de transaction et qui soit pérenne y compris en cas de changement de majorité (*credible commitment*). La littérature de la conception institutionnelle suggère ainsi la mise en place de mécanismes réglementaires « irréversibles » ou dont le coût de démantèlement soit prohibitif ; ou encore de l'emploi de licences ou de contrats qui minimisent les possibilités d'initiatives discrétionnaires de la part des acteurs politiques ou réglementaires.

C'est également dans cette préoccupation de stabilité de la réglementation qu'est revisitée la question de l'indépendance des agences de régulation. Il y a un compromis à trouver entre contrôle du régulateur et indépendance, selon **Maskin et Tirole (2004)**, de sorte que la réglementation soit immunisée contre l'instrumentalisation à des fins politiques. L'indépendance aurait par ailleurs la vertu d'inciter le régulateur à innover dans sa tâche, et les responsables politiques à clairement définir sa mission. Toutefois, une indépendance totale ouvrirait la porte à la capture par des intérêts particuliers, et en particulier par les industries supervisées qui disposent des ressources à cet égard : informations, opportunités de carrière ou capacités de litige. Le régulateur a par ailleurs des prérogatives sur un secteur en particulier mais ses décisions peuvent affecter d'autres secteurs. Une indépendance totale du régulateur est incompatible avec la prise en compte de ces effets de bord. La mise en place d'un cadre réglementaire « performant » dépend plus largement du contexte institutionnel dans lequel opère le régulateur (**Levy et Spiller, 1996**). Parmi les facteurs cités qui entrent en compte sont notamment l'indépendance du pouvoir judiciaire, la répartition des pouvoirs entre régulateurs et pouvoirs publics, les moyens à disposition du régulateur, la clarté de sa feuille de route, etc.

- **La « boîte à outil » du néolibéralisme réglementaire**

Robert Baldwin, Martin Cave et Martin Lodge (1999) proposent dans leur ouvrage *Understanding Regulation* une revue conséquente des études et théories de la réglementation, ainsi qu'une typologie des stratégies réglementaires existantes qui peuvent être mobilisés par la puissance publique. Ce travail est particulièrement intéressant car il permet de rendre compte comment les paradigmes de

politique publique au sens de **Hall (1989)** se déclinent en termes d'instruments et de stratégies réglementaires. Il constitue également une revue des arguments néo-institutionnalistes en faveur des stratégies et instruments associés au néolibéralisme réglementaire.

Pour les auteurs, le paradigme de politique publique qualifié de « *market-based* », que nous désignons dans ce chapitre sous le terme de néolibéralisme réglementaire, repose sur une double assise théorique : d'une part sur l'hypothèse d'efficacité des marchés, selon laquelle les marchés organisent de manière efficace la collecte et la distribution de l'information, ce qui assure que les prix de marché sont pertinents ; et d'autre part sur le théorème fondamental de l'économie du bien-être selon lequel un marché efficace alloue de manière optimale les ressources disponibles. Les stratégies types du néolibéralisme réglementaires consistent à déléguer la prise de décision à l'échelle des acteurs concernés, en introduisant des plus ou moins poussées d'autorégulation.

Les régimes d'incitations, taxes ou subventions pour pénaliser ou favoriser un comportement (taxes de type « pigouvienne »), constituent un premier exemple de ce type de stratégies. Dans la littérature néo-intentionnelle, ces instruments sont jugés plus efficaces, que l'intervention directe de la puissance publique car ils s'appliquent, une fois mis en place, de manière « mécanique » et non-discrétionnaire – ils ne seraient donc pas sujets à une éventuelle capture du régulateur. Ils n'imposent pas des normes de comportement mais laissent une autonomie importante aux acteurs du marché, qui peuvent décider ou non d'agir en fonction des pénalités ou des incitations. Ils seraient par ailleurs moins coûteux à mettre en place. Ces différents avantages peuvent également être relativisés, dans la mesure où les régimes d'incitations peuvent introduire une complexité et des coûts de mise en œuvre tout aussi importants que l'intervention publique directe (**Baldwin, Cave et Lodge, 1999**). Les auteurs citent l'exemple des régimes fiscaux complexes, et des moyens qui doivent être mis en œuvre pour empêcher l'évasion fiscale. Les régimes d'incitation posent d'autres problèmes : leurs résultats peuvent être incertains, difficiles à prédire, et décalés dans le temps ; ils ne prennent pas en compte la possibilité de comportements qui ne relèvent pas de la rationalité économique ; ils peuvent également introduire des biais et s'appliquent de manière uniforme, ce qui ne permet pas de traiter certains secteurs au cas par cas (ou alors au risque de réintroduire les problèmes de capture liées aux réglementations planificatrices).

Le second type de stratégie réglementaire qui peut être associé au néolibéralisme réglementaire est celui de la **réglementation par la concurrence**. Il s'agit de mettre en œuvre différents moyens pour accroître la concurrence dans un secteur donné, celle-ci étant censée contribuer à une amélioration du bien-être social. Dans sa forme la plus simple, elle prend la forme de **privatisation d'infrastructures ou d'entreprises publiques**. La réglementation par la concurrence peut également prendre la forme

de franchises ou de délégations de service de la part de la puissance publique. Il s'agit d'une manière d'introduire une pression concurrentielle non pas par le marché, mais pour le marché, dans des secteurs particuliers généralement dévolus à des monopoles publics, comme ceux des infrastructures essentielles (comme les infrastructures de transport, autoroutes, chemins de fer). Entrent également dans cette catégorie les **mesures antitrust**, qui peuvent contribuer à empêcher des pratiques anti-concurrentielles de la part des opérateurs dominants, comme les stratégies d'éviction par les prix. Dans la littérature, ces mesures sont jugées efficaces car peu intrusives, et leur coût relativement faible dans la mesure où elles sont mises en œuvre par l'intermédiaire d'actions en justice. Elles posent cependant certains problèmes : le niveau d'expertise des tribunaux ou des instances amenées à traiter les différends peut être insuffisant pour traiter d'aspects techniques, à la différence d'une agence de régulation ad hoc. Un cas particulier de réglementation par la concurrence est celui de la **réglementation par la transparence**. Cette réglementation comprend les dispositions visant à obliger les acteurs à rendre publiques certaines informations concernant leurs activités ou leurs produits, ou à organiser la publication de ces informations via une instance de régulation. Là encore, il s'agit d'une stratégie faiblement interventionniste dans la mesure où elle n'intervient pas dans le processus de production ou de formation des prix ; elle revient, indirectement, à réglementer par la concurrence puisqu'elle vise à « améliorer » la discipline de marché en donnant aux consommateurs ou investisseurs de meilleures informations. Un tel type de réglementation n'est cependant pas non plus exempt de critique dans la littérature : la production de l'information peut entraîner des coûts importants pour les acteurs économiques ; il convient de garantir la qualité de l'information ; enfin il s'agit d'une stratégie assez peu prescriptive et trop peu contraignante pour circonscrire des risques importants.

A l'opposé de l'approche néolibérale de la réglementation, le paradigme keynésien repose principalement sur des instruments et stratégies réglementaires de type **discrétionnaires** (« *Command and control* »). Ces mesures ont notamment vocation à répondre à des défaillances de marché. Il s'agit d'imposer de manière verticale, par la force de la loi, des dispositions ainsi que des sanctions en cas de non-respect de celles-ci : normes, objectifs ou interdictions pures et simples de certaines pratiques ou certains produits. Les auteurs rappellent les critiques formulées par la littérature néo-institutionnelle à l'égard de ces réglementations : elles perturbent le fonctionnement du marché ; elles sont sujettes à la capture (cf la partie précédente) ; elles peuvent introduire des effets pervers tels que des effets de seuil ; elles sont souvent complexes et prescriptives, elles introduisent des pesanteurs bureaucratiques ; elles sont également complexes et coûteuses à mettre en œuvre, et leur mise en œuvre peut poser des problèmes d'accès à l'information de la part du régulateur.

Les réglementations keynésiennes peuvent également prendre la forme d'une **intervention directe de la puissance publique**, par exemple via une politique monétaire interventionniste, des investissements publics dans des infrastructures, ou de la gestion publique de la fourniture de certains produits et services. Bien que jugée acceptable dans certains secteurs comme celui des infrastructures essentielles (les infrastructures de transport, par exemple), elle fait également l'objet de critiques acerbes dans la littérature néo-institutionnelle, comme le rappellent les auteurs : elle peut introduire des distorsions de concurrence ; une mauvaise gestion publique ; être coûteuse en termes de financement public ; et freiner l'innovation.

Dans l'histoire de la réglementation financière, on trouve de nombreux exemples de mise en œuvre de ces stratégies réglementaires. La séparation entre les activités de banque commerciale (dépôts et crédits) et les activités de marché de banque d'investissement dans le cadre du *New Deal* et du *Glass-Steagall Act* constitue un exemple emblématique de mesure directive. La mise en place de banques publiques est un exemple d'intervention directe. La réglementation bancaire prudentielle internationale du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire est une illustration des stratégies réglementaires de type incitative. L'accord international de Bâle II adopté en 2004 comprend en effet des exigences de fonds propres qui fonctionnent comme un régime d'incitation, ainsi que des mesures concernant la transparence financière et la discipline de marché. Ces différents exemples sont récapitulés dans le tableau ci-après :

Paradigmes de réglementation	Types de réglementations	Exemples de réglementations financières
Paradigme Keynésien	Intervention directe de la puissance publique	Banques publiques, banques publiques d'investissement.
	Mesures discrétionnaires : imposition de normes, d'interdictions et de sanctions en cas de non-respect (« <i>Command and control</i> »).	Aux Etats-Unis : Réglementations financières et bancaires du <i>New Deal</i> .
Paradigme néolibéral	Régimes d'incitations : taxes ou subventions publiques pour pénaliser ou favoriser un comportement.	Réglementation de capital (comité de Bâle).
	Réglementation par la concurrence : Privatisations, mesures antitrust, obligations de divulgation d'information.	Privatisations de banques publiques (en France à partir de 1986) ; mesures de transparence financière.

Tableau 1 : les différentes stratégies réglementaires appliquées à la réglementation financière

En conclusion, on peut distinguer deux temps dans le développement des théories de la réglementation. Elles ont fourni, dans un premier temps, une critique radicale des fondements théoriques du paradigme keynésien de réglementation et de son mode d'action publique bureaucratique. Les théories de la capture (école de Chicago) et du choix public (école de Virginie) se sont attachées à décrire la réglementation publique comme la résultante de la concurrence entre des groupes d'intérêts pour obtenir les faveurs des politiques et bureaucrates. Politiques et fonctionnaires cherchent à maximiser leur utilité. La réglementation qui en découle a pour conséquence de perturber le libre jeu du marché et de produire des pertes de bien-être social. En particulier, la réglementation peut être instrumentalisée par les monopolistes pour conserver leurs monopoles. Ces théories débouchent sur des prescriptions qui ont inspiré une première vague de réformes néolibérales, basées sur les principes de déréglementation et de privatisations des grandes entreprises nationales.

Dans un second temps, les réformes de l'action publique engagées à partir des années 1980, inspirées par la critique néolibérale du paradigme keynésien, la nouvelle gestion publique ou la notion de gouvernance, ont contribué à la mise en place d'un néolibéralisme réglementaire. Selon ce nouveau paradigme, le rôle du régulateur est de mettre en œuvre les conditions d'une concurrence effective via des interventions « conformes » au sens de l'ordolibéralisme : politique de mise en ordre (mise en place des structures institutionnelles nécessaires au fonctionnement du marché) et politique régulatrice (politique de concurrence active et de supervision des marchés). Différentes théories développées dans le cadre de la nouvelle économie institutionnelle et de l'étude des asymétries d'informations vont contribuer à développer ce nouvel « art de réglementer » : théories de incitations, de l'agence, et du design institutionnel. Dans ces différentes théories, l'action est rationnelle mais la rationalité des acteurs est limitée. Il n'existe pas de marché concurrentiel sans contexte institutionnel adéquat. Ces théories débouchent sur différentes prescriptions de design institutionnel telles que l'indépendance des régulateurs et le fractionnement de l'action publique en une myriades d'agences sectorielles, ou encore la mise en place de mesures garantissant une « stabilité réglementaire » pour les investisseurs (à l'instar des mécanismes de protection des investissements dans les accords de libre-échange de « nouvelle génération »). D'une manière générale, ces théories prônent le recours à des mécanismes d'incitations de marché plutôt que des interventions directes de la puissance publique (interdictions réglementaires, monopoles publics, etc.). La réglementation de capital mise en place par le comité de Bâle en est un exemple emblématique. Les dispositions visant à imposer davantage de transparence (et ainsi à garantir une meilleure « discipline de marché ») entrent également dans cette catégorie de mécanismes d'incitation de marché. Dans la partie qui suit, nous nous intéresserons plus spécifiquement aux conséquences institutionnelles de l'émergence du paradigme néolibéral de réglementation financière à l'échelle internationale.

1.2. Le néolibéralisme réglementaire dans le nouveau régime international de réglementation financière

On assiste à partir de la fin des années 1970 et dans les années 1980 à un double mouvement de remise en cause des réglementations financières keynésiennes et de re-réglementation au plan international et national. Ce double mouvement converge, sous l'égide des banquiers centraux et ministres des finances des pays les plus importants dans la finance internationale, vers la mise en place progressive d'un nouveau régime international de réglementation financière. Ce régime s'articule aujourd'hui autour de deux institutions : le G20 et le *Financial Stability Board* qui en constituent respectivement le pôle politique et le pôle technique (**partie 1.2.1.**).

Nous verrons en particulier comment les principes du néolibéralisme réglementaire sont à l'œuvre dans les deux principaux secteurs du régime international de réglementation financière : la réglementation et la supervision du secteur bancaire, mise en œuvre par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (**partie 1.2.2.**) ; et celles des marchés internationaux de titres, à travers des arrangements institutionnels complexes entre autorités publiques et privées (**partie 1.2.3.**).

1.2.1. Une topologie du nouveau régime international de réglementation financière

L'émergence des marchés des Eurodevises à la fin des années 1960 a rendu possible l'accumulation d'actifs financiers hors de la juridiction des Etats, échappant ainsi aux réglementations nationales. Au point que les autorités nationales en charge de la réglementation et de la supervision des institutions financières s'interrogent sur les conséquences du développement de ces activités transfrontalières sur la stabilité du système financier dans son ensemble. Parmi les acteurs qui vont jouer un rôle important dans la mise en place du nouveau régime international de réglementation financière figurent notamment le Groupe des dix (G10) et la Banque internationale des règlements internationaux (*Bank for International Settlements - BIS*) :

- Le **G10** a été créé en 1962 pour gérer les *General Arrangements to Borrow* (GAB) du Fonds monétaire international (FMI). Il rassemble de manière informelle des banquiers centraux et ministres des finances des onze pays les plus importants dans la finance internationale.
- La **BIS** a quant à elle été créé à Bâle en 1930 pour s'occuper des réparations de guerre de l'Allemagne suite à la première guerre mondiale. La BIS est une banque de banquiers centraux, financée par ses propres opérations bancaires. La BIS héberge des comités techniques de haut niveau, tel que le *Eurocurrency Standing Committee* créé en 1971 sur la demande du G10 pour suivre l'évolution du marché des Eurodevises.

Trois autres organismes sont créés en 1975 :

- Le **Groupe des sept (G7)** est un rassemblement annuel informel de dirigeants des 7 pays industrialisés les plus riches pour échanger sur les problèmes économiques conséquents au démantèlement du système de *Bretton Woods*. Les premiers sommets du G7 se sont tenus en 1975 et devaient permettre aux dirigeants des pays participants d'échanger des idées de manière informelle sur les enjeux économiques de la période. Bien que le G7 se soit intéressé de près aux questions monétaires, notamment la valeur relative du dollar par rapport aux autres monnaies, et ait discuté de la crise de la dette des années 1980, il ne s'est pas directement impliqué dans le régime international de réglementation financière avant les années 1990.
- Le **Comité de Bâle sur le contrôle bancaire** (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS) est créé à l'initiative du G10. Il deviendra un organisme international clé dans la réglementation bancaire internationale. Il est constitué des banquiers centraux et régulateurs des pays du G10 auxquels s'ajoute le Luxembourg, et son secrétariat est hébergé par la BIS. A noter que le G7 et le BCBS ne disposent ni de traité fondateur, ni de procédures formelles de discussion ou de secrétariats indépendants. Ces organismes, en relation avec d'autres, vont pourtant jouer un rôle clé dans le nouveau régime international de réglementation financière.
- Le troisième organisme créé en 1975 est une organisation qui rassemble les régulateurs des marchés de valeurs mobilières sur le continent américain et qui deviendra, à partir de 1984, **l'Organisation internationale des commissions de valeurs** (*International Organization of Securities Commissions* - IOSCO). Sa mission est d'organiser la réglementation internationale des marchés de titres financiers. A la différence du BCBS, l'IOSCO est une organisation internationale formelle. Elle dispose de son propre secrétariat et secrétaire-général, d'un comité exécutif de 19 membres et d'une assemblée qui rassemble annuellement l'ensemble de ses membres : le comité des présidents. Elle dispose d'un organigramme et de quatre comités régionaux. Encore une fois à la différence du BCBS, elle est ouverte aux régulateurs de tous les pays et inclut des acteurs non-gouvernementaux comme membres associés. Il y a toutefois des parallèles entre le BCBS et le comité technique de l'IOSCO, constitué de 15 régulateurs des plus importants marchés, et qui joue un rôle majeur en produisant des rapports techniques et normes de haut niveau.

A ces trois organismes s'ajoute **l'Association internationale des superviseurs d'assurance** (*International Association of Insurance Supervisors* - IAIS). Constituée en 1994, elle a repris à son compte des travaux sur la réglementation des assurances entrepris dans le cadre de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). A l'instar du BCBS, son secrétariat est à la BIS. L'IAIS est ouverte aux superviseurs d'assurance de tous les pays. En 2003, elle disposait de membres

issus de 100 juridictions. Plus de 70 associations et autres acteurs du secteur privé participent à l'IAIS comme observateurs, une catégorie de membres qui les exclut de certaines discussions. L'IAIS est dotée d'une structure formelle de comités à l'instar de l'IOSCO.

A partir des années 1990, on assiste à une intégration du travail d'élaboration technique des normes internationales et à une **implication accrue du G7 dans la réglementation financière internationale**. Cela s'explique par la série de crises financières internationales majeures qui se sont déclarées dans les années 1990 : la crise du système monétaire européen en 1992 ; ou encore la crise mexicaine de 1994, qui a commencé par paralyser le système bancaire mexicain, puis l'économie du pays, et s'est propagée à d'autres pays, menaçant notamment le système financier étatsunien. Il s'agissait là de crises d'un type nouveau, en comparaison avec la crise de la dette des années 1980. La crise mexicaine n'était pas liée à un recours excessif au crédit bancaire, mais s'expliquait par le désengagement massif et rapide d'actifs mexicains détenus par des investisseurs privés nombreux et épars, via les marchés de capitaux. Il en va de même pour la crise asiatique de 1997, qui s'est propagée en Russie, et de dans une moindre mesure en Europe centrale, en Amérique latine et aux Etats-Unis. L'attention accrue du G7 à l'égard des enjeux de réglementation financière a conduit à des changements institutionnels importants, comme la mise en place d'un processus systématique de suivi et de décision, où les ministres des finances du G7 formulent des priorités détaillées qui font l'objet d'un suivi annuel à chaque sommet. Le G7 devient le G8 en 1997 après l'intégration de la Russie (dont la participation est suspendue depuis 2014). En 1999, deux nouvelles institutions sont mises en place par le G8, et qui vont jouer un rôle important dans le régime international de réglementation financière : le Groupe des vingt (**G20**), et le **Financial Stability Forum (FSF)** qui deviendra le **Financial Stability Board (FSB)**.

Le G20 est un forum de coopération économique et financière qui rassemblait initialement les ministres des finances et banquiers centraux des pays du G7 et de 12 pays « systématiquement importants » dans la finance mondiale, ainsi que les représentants du FMI, de la Banque mondiale, et de l'Union européenne. Le G20 est issu d'un groupe ad hoc, le G22, qui a été constitué sur l'initiative des Etats-Unis à la crise asiatique ; il avait vocation à constituer un pont entre le G7 et un certain nombre de pays qui étaient devenus importants dans le système financier international. Suite au déclenchement de la crise de 2007-2008, le G20 a rassemblé pour la première fois les chefs d'État ou de gouvernement le 15 novembre 2008, au sommet de Washington, où les chefs d'État et de gouvernement se sont accordés sur un plan d'action d'envergure mondiale destiné à prévenir l'effondrement du système financier international et à relancer l'économie mondiale. Depuis, les chefs d'État et de gouvernement se rencontrent au moins annuellement dans le cadre des réunions du G20, dont l'organisation repose sur un système de présidence tournante : chaque année, un pays membre du G20 est chargé d'organiser le Sommet des chefs d'Etat ainsi que l'ensemble des travaux

préparatoires. La présidence en exercice associe la présidence sortante et la présidence suivante à la constitution de l'ordre du jour des réunions, selon le système de la « troïka ». Cantonné initialement à des enjeux techniques, l'agenda du G20 s'est élargi pour inclure des enjeux plus politiques autour des enjeux globaux, comme par exemple la santé mondiale, la lutte contre le changement climatique, le développement durable, l'éducation, les migrations, l'égalité entre les femmes et les hommes, ou encore la lutte contre la corruption. Les enjeux financiers sont désormais traités dans le cadre des G20 finances, où se rencontrent les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales, leurs adjoints et des experts. Cette filière se concentre sur les questions financières et économiques, parmi lesquelles figurent les politiques de croissance, les travaux sur l'architecture financière internationale, les investissements dans les infrastructures, la réglementation financière, l'inclusion financière ou encore la fiscalité internationale.

La seconde institution majeure du régime international de réglementation financière est le *Financial Stability Board (FSB)*, initialement *Financial Stability Forum (FSF)*. Le FSF a été créé suite à la publication d'un rapport coordonné par Hans Tietmeyer, alors président de la Bundesbank. Il rassemblait initialement trois représentants de chaque gouvernement du G7, ainsi que des représentants de tous les organismes clés traitant de la réglementation financière⁴. L'objectif annoncé du FSF était d'organiser une meilleure coordination internationale pour anticiper les crises financières mondiales. Le FSF permettait une intégration à la fois « horizontale » et « verticale » des institutions du régime de réglementation financière : intégration horizontale, dans la mesure où il rend possible un partage d'information plus poussé entre les organismes techniques et sectoriels (portant sur le secteur bancaire, assurantiel ou des marchés de titres) ; et vertical dans la mesure où il associe des représentants politiques de haut niveau, membres du G7, aux travaux de ces organismes techniques. Dans les premières années, le FSF s'est employé à deux tâches : d'une part, la production de rapports sur les aspects clés de la finance mondiale impliqués dans les crises des années 1990. Ces rapports très techniques ont représenté des contributions importantes, avec à la clé des propositions telles qu'un contrôle plus rigoureux des fonds spéculatifs, des centres *offshore*, ou encore des mouvements transnationaux de capitaux. La seconde tâche majeure du FSF a consisté à rassembler les travaux sur les normes et codes financiers qui étaient réalisés en divers lieux : les normes du BCBS, de l'IAIS, de l'IOSCO, le travail de l'OCDE sur les codes internationaux de *corporate governance*, les normes comptables de l'IASB, entre autres. Le FSF a produit un compendium des normes et codes financiers

⁴ On compte au sein du FSF les représentants des organismes suivants : BCBS, IOSCO, IAIS, FMI, OCDE, Banque mondiale, Banque centrale européenne (BCE), Bureau international des normes comptables (International Accounting Standards Board – IASB), le *Eurocurrency Standing Committee*, renommé *Committee on the Global Financial System (CGFS)* en 1999 ainsi que le *Committee on Payments and Settlement Systems (CPSS)*, un comité de la BIS créé dans les années 1970 pour travailler sur les problèmes liés aux réseaux bancaires électroniques

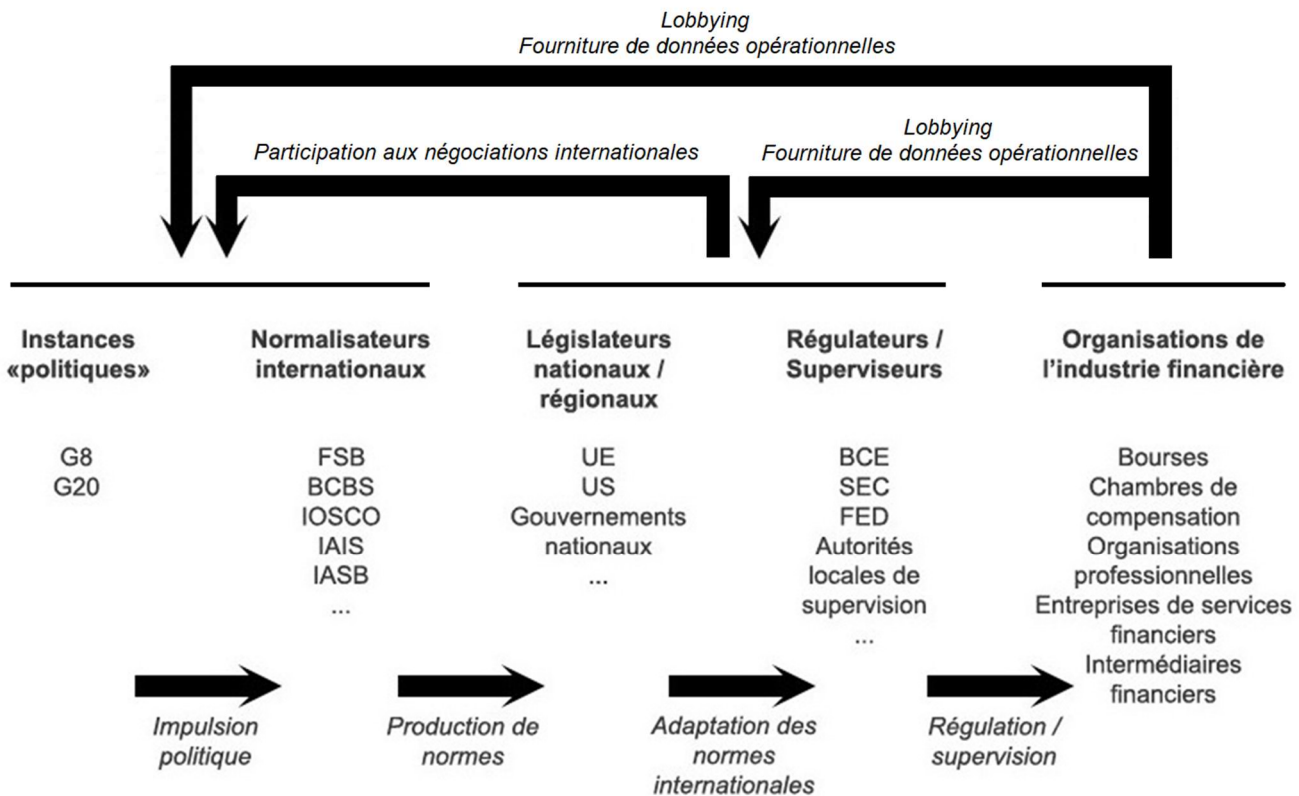
internationaux ainsi qu’une série de rapport sur leur mise en œuvre. Au Sommet de Londres en avril 2009, les chefs d’état et de gouvernement du G20 décident de transformer le FSF en Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*). Les capacités institutionnelles de l’ex FSF sont renforcées, son mandat et sa composition sont élargis pour y inclure l’ensemble des pays membres du G20. Ses prérogatives demeurent la coordination du développement de standards internationaux de régulation financière, dont le FSB suit leur mise en œuvre, notamment par des évaluations mutuelles, et la promotion de la coopération entre autorités ainsi que l’évaluation des vulnérabilités du secteur financier. Le FSB s’est particulièrement attaché à rendre compte de la montée en puissance du *shadow banking* dans la finance mondiale, thème sur lequel il produit un *monitoring report* annuel.

Le tableau ci-dessous représente les deux pôles du régime international de réglementation financière :

	G20 finances – pôle politique	FSB – pôle technique
Membres	<p>Autorités nationales et régionales : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie, Turquie, Union européenne ;</p> <p>Organisations intergouvernementales et institutions internationales : FMI et Banque Mondiale.</p>	<p>Autorités nationales et régionales : Autorités membres du G20, Banque centrale européenne (BCE) ;</p> <p>Organisations intergouvernementales et institutions internationales : FMI, Banque mondiale ;</p> <p>Réseaux transgouvernementaux : BCBS, IOSCO, IAIS, OCDE, IASB, CGFS, CPSS.</p>
Objectifs	<p>Impulsion politique d’un agenda partagé entre les Etats membres en matière de réglementation financière.</p>	<p>Coopération entre autorités internationales, nationales, et transgouvernementales ;</p> <p>Coordination du développement de standards internationaux de régulation financière ;</p> <p>Production de rapports sur les aspects clés de la finance mondiale.</p>

Tableau 2 : les deux pôles du régime international de réglementation financière

Le graphique 6 propose une représentation simplifiée des relations entre les différentes institutions qui contribuent au régime international de réglementation financière :



Graphique 6 : processus de réglementation financière à l'échelle internationale

Le graphique 6 représente le double mouvement entre les différentes institutions qui contribuent au régime international de réglementation financière :

- Les **instances politiques de haut niveau**, G8 et G20, impulsent des priorités politiques pour les règles et normes financières au plan international ; et les **normalisateurs internationaux**, dont les plus importants participent au FSB, élaborent des rapports techniques sur des enjeux financiers internationaux et des propositions de normes internationales.
- Les **législateurs nationaux ou régionaux** adaptent les normes internationales dans le droit national ou européen, les rendant ainsi contraignantes ; les **régulateurs et superviseurs** sont en charge d'appliquer les réglementations nationales ou régionales. Loin d'être de simples exécutants, les deux types d'acteur interviennent, en amont, dans les négociations internationales dont résultent ces normes et les adaptent au contexte régional/national.
- Les **organisations de l'industrie financière** ont également un rôle important à jouer dans la réglementation financière. Certaines exercent des compétences quasi-réglementaires à l'instar de l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* comme nous le verrons dans la suite. Les organisations de l'industrie financière interviennent également auprès des autorités nationales et régionales en fournissant les informations opérationnelles et en exerçant leur influence à travers leurs activités de lobbying et d'expertise.

Afin de compléter cette présentation générale du régime international de réglementation financière, nous en présenterons les deux aspects les plus aboutis : la réglementation bancaire de Bâle et la réglementation internationale des marchés internationaux de titres, qui illustrent la mise en œuvre des principes du paradigme néolibéral de réglementation financière.

1.2.2. La réglementation bancaire du comité de Bâle : un mécanisme de discipline de marché pour les banques

L'origine de la réglementation bancaire du comité de Bâle s'inscrit dans le contexte des transformations majeures du secteur financier dans le courant des années 1970, évoquées dans la partie 1.1. Suite aux chocs pétroliers et à la hausse du prix du baril, les banques présentes sur les Euromarchés ont bénéficié de flux massifs de « pétrodollars », car les pays exportateurs ont bénéficié de flux monétaires importants qu'ils ont cherché à placer sur des marchés hors d'atteinte de l'intervention des Etats-Unis. A cela s'ajoutait la migration d'une partie de l'épargne des pays les plus riches où l'inflation conduit à des taux d'intérêts réels faibles ou négatifs. Dans le même temps, les pays en développement, importateurs de pétrole, ont cherché à emprunter pour couvrir les coûts de la hausse des prix. Le marché des Eurodollars représentait pour eux une alternative intéressante aux prêts sous condition du FMI ou de la Banque mondiale. Le développement du financement interbancaire et des marchés monétaires a par ailleurs permis d'accroître significativement les activités de crédit des banques.

Tous ces différents facteurs ont conduit à l'explosion du crédit international. L'absence de supervision de ces activités internationales a facilité les prises de risques excessives. A la fin des années 1970, de nombreuses banques ont prêté massivement aux pays en développement. Mais suite à la hausse des taux d'intérêt décidée unilatéralement par la *Federal Reserve* en 1979 (dans l'objectif de lutter contre l'inflation), certains pays qui avaient emprunté des sommes considérables ont rencontré des difficultés croissantes à honorer leurs engagements. En août 1982, le Mexique déclare unilatéralement un moratoire sur sa dette. D'autres pays massivement endettés, comme l'Argentine et le Brésil, étaient alors également en crise. La viabilité des grandes banques exposées à la dette des pays en développement était en péril, et leur effondrement menaçait le système financier international. La faillite de la banque allemande *Bankhaus Herstatt* puis celle de la *Franklin National Bank* en 1974 ont constitué les premières faillites bancaires d'une telle envergure depuis les années 1930. Ces faillites ont incité les autorités publiques des grandes puissances financières à mettre en place une réglementation internationale du secteur bancaire.

- **Le Concordat de 1975**

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a été constitué en 1975 à l'initiative du G10 pour dessiner les contours de ces nouvelles règles internationales (voir partie précédente). Il a permis aux régulateurs bancaires d'échanger, de produire un nombre important de rapports techniques, et d'émettre des recommandations. Bien au-delà des 12 Etats membres initiaux, il a constitué un réseau mondial de comités régionaux de régulateurs bancaires et a permis d'élaborer des normes de réglementation qui ont été largement mises en œuvre.

La première de ces normes vise à déterminer la répartition des tâches entre les régulateurs nationaux. Le Concordat de 1975 stipule simplement que chaque régulateur national est en charge des activités des banques (y compris étrangères) sur son propre territoire : le régulateur du pays d'origine supervise la maison mère, et les régulateurs des pays hôtes contrôlent les filiales sous leur juridiction. Cet accord constituait une première réaffirmation du pouvoir des autorités de régulation qui avait été en partie remis en cause par les banques, qui avaient profité de l'absence d'une réelle division des responsabilités entre régulateurs. Il s'agissait cependant d'un simple rappel des bases du droit international, et cet accord n'a pas empêché les banques de tirer parti de réglementations plus faibles ou inexistantes dans certaines juridictions.

Pour atténuer le phénomène de nivellement par le bas de la réglementation, la révision du Concordat de 1983 introduit le principe de « supervision consolidée ». Celui-ci stipule que les banques doivent transmettre au régulateur du pays d'origine, désormais en charge de leur supervision, les données sur leurs opérations internationales. Le régulateur « s'immisce » ainsi dans les activités internes des banques internationales – une tendance qui sera renforcée par la suite dans les initiatives du comité de Bâle. L'objectif étant d'éviter que les banques puissent jouer sur les avantages d'une juridiction par rapport à une autre. L'application de ce principe a eu des répercussions à l'échelle mondiale, dans la mesure où la plupart des banques actives à l'international ont leur siège dans les 12 pays membres du comité de Bâle (**Porter 2005**).

- **Le premier accord de Bâle et la réglementation de capital**

Le Concordat de 1975 et ses révisions ont permis de clarifier la répartition des tâches entre les régulateurs. Mais à partir du milieu des années 1980, ces derniers s' alarmaient de l'instabilité dans l'industrie bancaire internationale. Dans un contexte de crise de la dette des pays en développement, de nombreuses grandes banques internationales étaient très exposées à la dette de certains pays en difficulté. Certaines d'entre elles avaient pris des risques importants pour satisfaire leurs exigences de profits. Comme nous l'avons vu précédemment, le recours à des financement de marché, sur les marchés monétaires et interbancaires, a conduit à une explosion du crédit, et le bilan des banques a

crû beaucoup plus rapidement que leurs capitaux propres. Elles s'en sont retrouvées fragilisées. La chute du niveau des capitaux propres constatée dans le courant des années 1980 a inquiété les régulateurs, et en réponse à ce problème, le comité de Bâle a entamé des négociations qui ont abouti sur le premier accord de Bâle (1988) ou Bâle I.

Cet accord propose la mise en place d'un ratio réglementaire de fonds propres, le ratio Cooke, du nom du premier président du comité de Bâle : les fonds propres des banques ne doivent pas être inférieurs à 8% du total de leurs actifs, pondérés selon la qualité du crédit ou de la contrepartie : de 0% pour un prêt accordé à un gouvernement de l'OCDE, à 100% pour les prêts aux acteurs privés « classiques ». L'accord de Bâle précise des conditions sous lesquelles les autorités de régulation peuvent, en dernière instance, prendre le contrôle d'une banque – lorsque le ratio de capital tombe au-dessous du minimum réglementaire. La réglementation de capital est justifiée, dans la littérature, par de nombreux travaux en théorie de l'agence et en théorie des contrats incomplets, qui expliquent les prises de risque excessive des banques par le fait que les gestionnaires des banques bénéficient d'asymétries d'information, qui leur permettent de s'extraire de la discipline de marché (pour une brève revue de littérature des justifications théoriques de la réglementation de capital, **voir annexe 2**).

Le premier accord de Bâle sera mis en œuvre en quelques années avec succès sur la plupart des marchés bancaires. « Bâle I » va contribuer à réduire le déclin des fonds propres des banques. Les négociations du premier accord de Bâle n'ont pas été sans controverses. Les Etats membres du comité de Bâle y ont cherché à défendre les avantages compétitifs de leur industrie. Des tensions sont notamment apparues entre les Etats-Unis et le Japon. Les banques japonaises comptant alors parmi les premières banques internationales, les Etats-Unis avaient un intérêt, comme le note **Porter (2005)**, de modifier les règles du jeu des marchés bancaires internationaux qui avaient permis le succès des banques japonaises. Les pays en développement, exclus des négociations, ont quant à eux critiqué la pondération des risques qui stipule que les prêts accordés aux pays de l'OCDE étaient sans risques, alors que les prêts aux pays en développement étaient pondérés à 100%. Enfin, Bâle I a contribué à freiner l'expansion du crédit bancaire, mais pas du bilan des banques, dont les activités se sont tournées en partie vers les marchés de capitaux, favorisant ainsi l'essor du *market-based banking*.

- **Le second accord de Bâle et l'introduction des modèles de risque**

Ce premier accord de Bâle va justement être rendu en partie caduc par les transformations rapides dans le secteur financier. Au milieu des années 1990, le développement des activités de marché des grandes banques a poussé les régulateurs à envisager de nouvelles normes pour la gestion des risques bancaires. Les pondérations de risque proposées par l'accord de Bâle I paraissaient inadaptées et simplistes. Les régulateurs étaient par ailleurs inquiets quant au développement de nouvelles

techniques associées au *market-based banking*, notamment les *asset-backed securities*, produits titrisés qui permettaient de vendre sur les marchés des dettes hypothécaires ou des crédits à la consommation et de contourner les exigences de capital normalement associées à ces crédits. La pondération de risque réduite sur les prêts à court-terme a également été pointée du doigt dans la crise asiatique de 1997. Un amendement à l'accord de Bâle I a donc été adopté en 1996, puis un second accord de Bâle est publié en 2004 (Bâle II), amendé à nouveau en 2009. A partir de l'accord de Bâle II, les normes se présentent sous la forme de trois piliers, qui ont trait à la quantification des risques bancaires, mais aussi aux formes d'organisation des banques et à d'autres exigences au niveau de la transparence de l'information.

Le premier pilier porte sur le calcul des exigences de fonds propres. Dans le cadre de l'accord de Bâle II, les exigences de fonds propres sont étendues au risque de marché (lié aux fluctuations des cours des titres détenus par les banques), puis au risque opérationnel (qui découle de potentielles erreurs ou manipulations frauduleuses, notamment de la part des *traders*).

Le second pilier des normes prudentielles de Bâle porte sur la procédure de surveillance de la gestion des fonds propres. Il correspond à une évolution majeure : avec les amendements de 1996 de l'accord de Bâle I, les banques peuvent choisir entre l'approche standard du calcul du risque définie par le comité de Bâle, ou leurs propres modèles internes pour déterminer les exigences de fonds propres. Même si cela n'est pas obligatoire, ces modèles utilisent généralement la Valeur à Risque (VaR), popularisée par JP Morgan comme mesure du risque de portefeuille. L'usage des modèles internes est étendu au risque de crédit avec l'accord de Bâle II. Les banques peuvent choisir entre l'approche standard (qui repose sur les agences de notation) et une approche fondée sur les notations internes (*internal rating-based approaches - IRB*). Les modèles de risque des banques font l'objet de contrôle par le régulateur selon les termes du second pilier. Les banques doivent notamment se doter d'une unité indépendante de contrôle des risques, des programmes de tests rétroactifs, de stress-test etc.

Enfin, le troisième pilier de l'accord de Bâle II concerne les règles de transparence sur l'actif, les risques et leur gestion, l'harmonisation de l'information et sa mise à disposition aux acteurs du marché. Il s'agit de réduire les asymétries d'information entre les banques et leurs actionnaires, déposants ou investisseurs potentiels afin d'assurer une meilleure discipline de marché.

Les normes de Bâle II vont être en partie remises en cause après l'éclatement de la crise de 2007-2009. On leur reproche non seulement de ne pas avoir permis d'éviter la crise, mais d'avoir, à plusieurs égards, contribué à son ampleur. Le comité de Bâle publie, suite à la crise, un nouvel accord en 2010 (« Bâle III »), qui reprend en partie les améliorations de l'amendement de Bâle II de 2009 (aussi connu sous l'appellation « Bâle 2.5 ») (**voir annexe 3**). Même si l'on constate un renforcement du contrôle

bancaire après la crise financière de 2007-2008, notable dans certaines mesures de l'accord de Bâle III (ratios de liquidité, coussins contracycliques), on est encore loin d'une approche globale, macroprudentielle, des risques, à même de prévenir le risque systémique (**Borio, 2011**).

- **Une réglementation d'inspiration néolibérale**

La réglementation de capital de Bâle témoigne des évolutions majeures dans la manière de réglementer les activités financières, et notamment de la prégnance du paradigme de réglementation néolibéral dans le contexte de la mondialisation financière. L'objectif du premier accord de Bâle est de garantir la stabilité financière, dans la mesure où la stabilité financière est une condition de la concurrence dans les activités bancaires. Dans la logique ordolibérale, elle constitue ainsi une politique de « mise en ordre » du marché bancaire.

La réglementation de Bâle comprend par ailleurs un ensemble d'incitations visant à normaliser le comportement des banques en leur imposant une « discipline de marché », y compris pour les banques fonctionnant selon des modèles d'affaires singuliers comme les banques coopératives (**Baud et Chiapello, 2015**). L'implémentation du premier accord de Bâle impose aux banques d'intégrer de nouvelles procédures de planification et de *reporting vis-à-vis* du risque de leurs actifs. Le niveau de fonds propres des banques est devenu un indicateur important de santé financière des banques, pris en compte par les investisseurs.

L'accord de Bâle II incite quant à lui les banques à remplacer progressivement l'évaluation plus traditionnelle du risque de crédit, basée sur une connaissance des emprunteurs, entreprises ou des particuliers, par des modèles quantitatifs complexes. Le recours aux modèles de risques internes et la mise en place d'unités indépendantes de contrôle de risques permettent aux banques de bénéficier de charges de capital moins élevées et adaptées à leur « profil de risque ». Pour les régulateurs, il s'agit d'accroître la sensibilité des banques par rapport aux risques qu'elles assumaient et d'améliorer l'efficacité des marchés grâce à une meilleure allocation des capitaux. La généralisation des modèles de risques introduit une dimension importante d'autorégulation en déléguant aux banques la responsabilité de l'élaboration de leur profil de risque. Elle a cependant été largement critiquée pour leur rôle dans la crise de 2008, dans la mesure où ils ont favorisé une homogénéisation du comportement des banques dans la gestion de leur portefeuille et accru la procyclicité du comportement des banques en période de crise.

Un autre aspect de la réglementation de Bâle est l'importance accordée aux contributions et à la participation de l'industrie financière dans l'élaboration de la réglementation. Lors de la négociation de l'accord de Bâle II, débutée en 1997, un large processus de consultation a été mis en œuvre, et qui est devenu la norme pour toutes les nouvelles initiatives du comité. Des centaines de contributions

ont été reçues de la part d'associations sectorielles et firmes de l'industrie financière. Le secteur privé est partie prenante du processus d'élaboration des nouvelles normes, à cet égard les travaux du comité de Bâle participent de la coproduction publique-privée des normes financières. Notons en particulier le rôle important joué par l'Institute of International Finance (IIF) dans les négociations bâloises. Au moment de la crise de la dette souveraine, l'IIF a été institué en 1983 à l'initiative des plus grandes banques internationales afin de rassembler les informations qui leur permettraient d'évaluer le risque souverain (le risque de défaut d'un Etat). Il jouait à l'origine un rôle marginal dans les questions réglementaires. Lors des négociations de Bâle II, l'IIF a multiplié les initiatives en direction du comité de Bâle et a déployé des ressources importantes pour peser sur les discussions. En 2003, l'IIF a par exemple publié une étude quantitative d'impact, à laquelle ont contribué 350 banques de 43 pays, pour évaluer l'impact des nouvelles réglementations proposées ; l'IIF a également publié une étude quantitative d'impact après la publication de l'accord de Bâle III, qui prévoyait en réponse au durcissement du contrôle bancaire une augmentation drastique (et largement surévaluée en comparaison avec les résultats des études publiées par le FMI, l'OCDE ou la BRI) du coût du crédit bancaire sur la période 2011-2015. Le rôle du secteur privé demeure néanmoins d'ordre consultatif dans les processus de réglementation de Bâle ; dans le cas de la réglementation des marchés internationaux de titres, le secteur privé est directement impliqué dans la production de la réglementation, comme nous le verrons dans la partie suivante.

1.2.3. Autorégulation et rôle du secteur privé dans la réglementation des marchés internationaux de titres

Dans cette partie, nous revenons sur la mise en place d'une réglementation des marchés internationaux de titres, qui témoigne de l'importance des mécanismes d'autorégulation notamment dans les marchés d'obligations internationales et des produits dérivés. Les différents cadres de réglementation des marchés internationaux de titres représentent ainsi un ensemble complexe d'institutions, d'organismes et de normes au sein duquel le secteur privé joue un rôle clé.

- **L'autorégulation totale sur les marchés des obligations internationales et des produits dérivés**

Les marchés londoniens des euro-obligations (ou obligations internationales) ont émergé dans le sillon du marché des eurodollars. Ces marchés sont parfois cités comme des exemples de marchés dérégulés. En réalité, ils sont, pour une large part, autorégulés : leur fonctionnement repose sur des institutions formelles et informelles, mises en place par un nombre réduit de firmes opérant sur ces marchés complexes. Les marchés des euro-obligations se sont développés à Londres après la seconde guerre mondiale. Ils ont bénéficié d'un cadre institutionnel favorable, celui de la City de Londres, et du soutien

de l'Etat britannique et de la *Bank of England*. Ils ont également bénéficié du statut de monnaie internationale du dollar, de l'activité internationale des multinationales étatsuniennes et d'une certaine bienveillance de la part du gouvernement des Etats-Unis. **Kerr (1984)** montre comment ce marché était organisé, à l'origine, autour d'une « *communauté très soudée, notamment de professionnels de la tenue de marché* ». Ces entreprises se livraient une concurrence féroce, mais elles étaient également engagées dans des relations de collaboration ténues, dans le cadre des syndicats des Euro-obligations mis en place pour garantir les nouvelles émissions d'obligations. Ces syndicats permettaient aux firmes impliquées dans la garantie des nouvelles émissions de partager les risques, et organisaient la diffusion des informations aux investisseurs, pour qui la garantie de firmes réputées était un gage de confiance. Un syndicat est généralement organisé par une firme dominante, qui exerce une forme de contrôle sur les autres firmes, et qui est en mesure d'allouer une part des nouvelles émissions à chacune d'elle. Les émetteurs étant essentiellement des organismes du secteur public ou de grandes firmes renommées, réduisant ainsi le besoin d'évaluer le risque et la crédibilité des émetteurs (**Porter, 2005**).

A mesure que le marché international des obligations croissait et devenait plus complexe, ses principaux participants ont estimé nécessaire de mettre en place un ensemble formel de règles et de procédures communes. C'est ainsi que l'*Association of International Bond Dealers* (AIBD) a été créée en 1969 à Zurich. L'AIBD a organisé des réunions annuelles et œuvré à formaliser des normes pour le marché des obligations internationales. En 1984, les acteurs impliqués principalement dans l'émission de nouvelles obligations ont fondé une organisation à part, l'*International Primary Markets Association* (IPMA) désormais *International Capital Market Association* (ICMA). Les acteurs des marchés secondaires d'obligations ont renommé l'AIBD en *International Securities Markets Association* (ISMA). Les deux associations ont leur siège à Londres, même si l'ISMA a gardé des liens et un bureau en Suisse. Elles contribuent toutes deux à établir des normes pour leurs membres. L'ISMA bénéficie d'un statut formel d'organisme d'autorégulation dans les lois britanniques et suisses.

Le commerce des produits dérivés de gré à gré est un autre exemple de marché laissant une large place à l'autorégulation parmi ses plus importants acteurs. La plupart de ces dérivés sont négociés via dix banques qui dominent le marché. La *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), fondée en 1985, comprend plus de 600 institutions, principalement des entreprises, issues de 46 pays qui négocient ou achètent des dérivés. Comme l'IPMA et l'ISMA, l'ISDA produit des lignes directrices et des normes pour le marché, la plus importante étant le *ISDA Master Agreement* qui propose une documentation de base pour une large variété de dérivés. L'ISDA intervient également comme lobby auprès des régulateurs et fournit des informations et des statistiques.

Les marchés des obligations internationales et des produits dérivés de gré à gré ne sont pas les seuls exemples du recours à l'autorégulation dans les marchés de titres. Dans la typologie de **Gunningham (1995)**, ces marchés relèvent d'une forme d'autorégulation « totale » dans la mesure où les acteurs produisent eux-mêmes les codes de conduites et garantissent les mécanismes de contrôle et de mise en œuvre, de manière indépendante vis-à-vis de la puissance publique. Il existe cependant des formes partielles d'autorégulation, où la puissance publique délègue des prérogatives de supervision à des entreprises privées. C'est particulièrement le cas pour les marchés réglementés.

- **L'autorégulation partielle sur les marchés boursiers**

Traditionnellement, les bourses nationales étaient gérées comme des organismes à but non lucratif ou des clubs privés par plusieurs entreprises-membres. A partir des années 1990, on assiste cependant à un mouvement de privatisation des bourses (ou démutualisation) et d'une vague de fusions-acquisitions. Les bourses deviennent des entreprises à but lucratif, elles-mêmes introduites en bourse. C'est le cas de la London Stock Exchange (LSE), de la Deutsche Börse ou encore du Tokyo Stock Exchange ou du Nasdaq. La privatisation, ou démutualisation, permet notamment aux entreprises-membres de ne plus supporter seules les coûts de gestion et de supervision en revendant tout ou partie de leurs participations dans la bourse.

Les bourses démutualisées peuvent également déléguer les responsabilités de supervision à des entreprises spécialisées, comme NASD-R ou Market Regulation Services Inc. à la bourse de Toronto, mais également à des régulateurs publics, comme c'est le cas pour le London Stock Exchange. La démutualisation a facilité l'intégration mondiale des marchés de titres en créant de nouvelles opportunités pour des acteurs étrangers de participer dans le capital des bourses, ou encore en ouvrant la possibilité de fusions entre bourses. A titre d'exemples, la LSE a acquis en 2007 la bourse d'Italie basée à Milan pour 1,5 milliard d'euros pour créer le London Stock Exchange Group (LSEG). En 2015, Deutsche Börse acquiert la participation de 49,9 % dans STOXX de la bourse suisse (SIX Swiss Exchange) pour 697 millions de dollars. Enfin, le groupe Euronext, issu de la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris intervenue en 2000, connaît un parcours mouvementé : il fusionne en 2002 avec la Bourse de Lisbonne et la Bourse de Porto, puis en 2007 avec le New York Stock Exchange formant ainsi le premier opérateur boursier global, NYSE Euronext ; ce dernier est acquis par Intercontinental Exchange (ICE), à la suite de quoi le groupe Euronext, regroupant les activités d'Europe continentale, est introduit en bourse et détaché de NYSE-Euronext, ICE conservant les activités les plus rentables et notamment le LIFFE, marché dérivé basé à Londres.

Les bourses de nombreux pays sont représentées à la *World Federation of Exchanges (WFE)*, basée à Paris. La WFE compte parmi ses membres plus de 50 bourses dans le monde, qui représentent plus de

97% de la capitalisation mondiale sous forme d'actions. Elle dispose d'une équipe relativement réduite qui produit des informations et des statistiques sur l'activité boursière mondiale, propose des normes communes pour ses membres, et intervient comme lobby dans les processus réglementaires. La WFE dispose également de groupes régionaux dont le plus actif est la *Federation of European Stock Exchanges*. L'envergure relativement modeste de la WFE témoigne de ce que les marchés internationaux de titres reposent largement sur les places boursières nationales, et plus particulièrement un nombre très restreint d'entre elles. Une grande partie de l'activité internationale sur les marchés de titres se déroule aux Etats-Unis ou sur les marchés britanniques. Dans les pays aux économies moins développées, une grande partie de l'activité économique est dominée par des filiales de multinationales listées sur des places boursières britanniques ou étatsuniennes, ce qui réduit le nombre possible d'entreprises listées sur les plus petites places boursières nationales.

Les marchés boursiers se caractérisent par une autorégulation partielle, dans la mesure où les autorités nationales y conservent des prérogatives majeures. Les gouvernements assurent l'application des contrats, autorisent la constitution des entreprises qui assurent l'émission des titres, délèguent leur autorité aux organismes qui assurent l'autorégulation des marchés boursiers, accordent des licences pour le conseil ou la négociation des titres financiers, et d'une manière générale assure de manière directe ou indirecte l'environnement légal qui rendent possible le fonctionnement des marchés. Les autorités nationales ou régionales de régulation, telles que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux Etats-Unis ou l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) créée en 2003 en France, sont en charge de la supervision des marchés boursiers nationaux. Conformément aux préconisations du néolibéralisme réglementaire, ces autorités de régulation sont généralement indépendantes (au moins statutairement) par rapport aux gouvernements. Les régulateurs nationaux ou régionaux les plus influents sont la SEC étatsunienne ou encore la *Financial Conduct Authority* britannique (qui a remplacé la *Financial Services Authority* en 2013). Dans l'Union européenne, c'est l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) qui coordonne l'activité des autorités de régulation des marchés de titres.

Les régulateurs nationaux coopèrent à l'échelle internationale via l'IOSCO, qui a contribué à une multiplication d'accords de coopération entre ses membres. L'institution internationale s'est également engagée dans un ensemble d'autres projets, comme la mise en place de normes internationales de conduite pour les autorités de régulation des marchés de titres, analystes, agences de notation, fonds mutuels et *hedge funds* ; des rapports et recommandations sur de nouveaux enjeux de réglementation, comme le *trading* électronique ; la formation de régulateurs de marchés émergents ; ou encore le travail avec d'autres organismes internationaux sur les normes comptables internationales. Sur ces différents projets, le progrès est inégal. L'IOSCO a contribué à construire une base de normes internationales pour les régulateurs, à accroître la coopération entre régulateurs, et

ses rapports techniques ont permis d'améliorer le savoir-faire des régulateurs en matière de réglementation des marchés internationaux. Dans le même temps, la plupart des accords de l'IOSCO sont relativement vagues et peu contraignants. Ils portent sur des aspects très techniques et malgré des efforts importants, l'IOSCO n'a pas mis en œuvre des règles prudentielles comparables à celles mises en place par le comité de Bâle dans le secteur bancaire.

Ces différents exemples montrent combien la réglementation et la supervision des marchés de titres est complexe et fragmentée. Y interviennent de nombreux acteurs privés, associations internationales et des places boursières qui sont devenues, pour la plupart, des entreprises comme les autres, même si les marchés nationaux demeurent supervisés par des autorités publiques indépendantes.

Conclusion du chapitre

Dès la fin des années 1960, on a assisté à la crise du cadre institutionnel keynésien de réglementation financière et à l'émergence, à partir des années 1970, d'un nouveau système financier international caractérisé par le développement de la finance de marché et de grands conglomérats bancaires actifs dans tous les compartiments du secteur financier. Ces transformations majeures dans le secteur financier sont à la fois la cause et la résultante de l'érosion du cadre institutionnel keynésien. La remise en cause des piliers du régime monétaire d'après-guerre va s'articuler autour des prescriptions des économistes monétaristes, reprises à leur compte par de nombreux dirigeants politiques à partir des années 1980.

Les réformes de l'action publique engagées à partir des années 1980, inspirées par la critique néolibérale du paradigme keynésien, la nouvelle gestion publique ou la notion de gouvernance, ont contribué à la mise en place d'un néolibéralisme réglementaire. Dans ce nouveau paradigme, le rôle du régulateur est de mettre en œuvre les conditions d'une concurrence effective via des interventions « conformes » au sens de l'ordolibéralisme : politique de mise en ordre (mise en place des structures institutionnelles nécessaires au fonctionnement du marché) et politique régulatrice (politique de concurrence active et de supervision des marchés). Différentes théories développées dans le cadre de la nouvelle économie institutionnelle et de l'étude des asymétries d'informations vont contribuer à développer un nouvel « art de réglementer » : théories de incitations, de l'agence, et du design institutionnel. Ces travaux formulent différentes prescriptions de « *design* institutionnel », tel que l'indépendance des régulateurs, le fractionnement de l'action publique en une myriades d'agences sectorielles, ou encore la mise en place de mesures garantissant une « stabilité réglementaire » pour les investisseurs. D'une manière générale, ces théories prônent le recours à des mécanismes d'incitation de marché plutôt que des interventions directes de la puissance publique (interdictions réglementaires, monopoles publics, etc.). La réglementation de capital mise en place par le comité de Bâle en est un exemple emblématique. Les dispositions visant à imposer davantage de transparence (et ainsi à garantir une meilleure « discipline de marché ») entrent également dans cette catégorie de mécanisme d'incitation de marché.

A partir des années 1970, le néolibéralisme réglementaire se déploie à l'échelle internationale et s'incarne dans un nouveau régime international de réglementation financière, articulé autour de deux institutions, le G20 et le *Financial Stability Board*, qui en constituent respectivement le pôle politique et le pôle technique, à travers notamment la réglementation et la supervision du secteur bancaire, mise en œuvre par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, et des marchés internationaux de titres. Bien que leur importance soit loin d'être négligeable en matière de réglementation financière, les institutions internationales se contentent cependant de formuler des recommandations

ou des normes, ou de faciliter la coordination entre les régulateurs. Les décisions réglementaires sont prises à l'échelle nationale (ou régionale dans le cas de l'Union européenne), et c'est aussi à cette échelle que s'est jouée une part importante du débat réglementaire intense qui a été déclenché par la crise financière mondiale.

Dans la partie suivante, nous tâcherons d'étudier la question de l'impact de la crise financière sur les processus de réglementation à l'échelle de l'Union européenne, en examinant plus particulièrement le programme de réforme financière de l'UE ainsi que ses déterminants idéologiques.

Chapitre 2 : Le programme de réforme financière de l'Union européenne : un redéploiement du néolibéralisme réglementaire après la crise financière mondiale

Dans le chapitre précédent, nous sommes revenus sur la crise du cadre institutionnel keynésien de réglementation financière, les profondes transformations au sein du secteur financier et l'émergence du néolibéralisme réglementaire, qui s'est déployé à l'échelle internationale dans le cadre d'un régime international de réglementation financière.

La mise en place de ce nouveau cadre institutionnel va cependant s'accompagner d'une instabilité financière chronique. Entre la fin des années 1980 et les années 2000, les emballements spéculatifs ont contribué à former des bulles financières et provoqué des crises d'autant plus spectaculaires que les circuits financiers devenaient interdépendants : crise du Système monétaire européen (SME), crises des pays dits « émergents » d'Asie du Sud-Est, du Mexique, de l'Amérique latine, de l'Europe centrale et orientale (**Boyer, Dehove et Plihon, 2004**). La crise de 2008, qui se présente comme le point culminant de cette instabilité croissante, a frappé un des centres névralgiques de la finance mondiale. La crise des *subprime*, partie des Etats-Unis, s'est propagée aux autres circuits financiers nationaux du fait de l'interconnexion des marchés financiers, puis aux banques et à l'économie « réelle », provoquant une grande récession dans laquelle l'économie mondiale, avec au premier rang les pays développés, continue de se débattre.

L'éclatement d'une crise d'une telle ampleur a conduit à un intense débat réglementaire. Cette remise en cause a occupé l'agenda des gouvernements nationaux et des institutions européennes et internationales. Au G20 de Londres, en avril 2009, les gouvernements se sont accordés sur la nécessité de réformer les institutions en charge de la réglementation financière. Plusieurs initiatives sont alors prises : le *Dodd-Frank Act* signé par Barack Obama en 2010, ou encore la publication, la même année, par le comité de Bâle de nouvelles recommandations pour une réforme de la réglementation bancaire internationale. L'Union européenne n'a pas été en reste. La crise mondiale de 2008 a sévèrement frappé les secteurs financiers des Etats membres de l'Union européenne. Elle a conduit à une révision d'ampleur des règles existantes et l'adoption de nouvelles réformes institutionnelles.

D'une manière générale, il est largement admis dans la littérature que les grandes crises conduisent à des périodes de remise en cause idéologiques (**Blyth 2002, 1997 ; Hall 1993, 1989 ; Jacobsen 1995 ; McNamara 1998 ; Widmaier, Blyth et Seabrooke 2007**). Plusieurs auteurs soulignent l'importance de la remise en cause des institutions et du néolibéralisme réglementaire après la crise de 2008. Pour **Gamble (2009)**, la crise de 2008 constitue un événement d'une ampleur au moins aussi importante

que la crise de 1929. Il suggère qu'elle pourrait avoir des conséquences importantes en termes de changement de politique économique. Pour **Helleiner (2010)**, même si les conditions sont loin d'être réunies pour la mise en œuvre d'un tournant dans la réglementation financière comparable à celui qu'a marqué la conférence de *Bretton Woods*, la crise de 2008 pourrait être l'amorce d'un tournant en remettant gravement en cause la légitimité du paradigme néolibéral de réglementation. Pour **Nesvetailova et Palan (2010)**, la crise de 2008 pourrait même signer la fin de ce paradigme.

Qu'en est-il vraiment de la remise en cause du néolibéralisme réglementaire ? Quelle est l'ampleur de cette remise en cause ? Assiste-t-on à une remise en cause du néolibéralisme réglementaire comparable à la remise en cause du cadre keynésien que nous avons documentée dans le premier chapitre ? Ou bien assiste-t-on à un simple ajustement voire au redéploiement des mêmes principes réglementaires ? Pour y répondre, nous proposons d'étudier la réponse réglementaire de l'Union européenne à la suite de la crise de 2008, dans la « fenêtre d'opportunité » ouverte par la crise, et de rendre compte de la conformité des nouvelles mesures avec les différentes approches du néolibéralisme réglementaire.

- **Une étude empirique des textes réglementaires adoptés après la crise de 2008**

Nous avons décrit, dans notre premier chapitre, l'émergence à partir des années 1980 d'un paradigme néolibéral de réglementation – le néolibéralisme réglementaire – ainsi que ses principales caractéristiques. Ce paradigme repose sur une double assise théorique : d'une part sur l'hypothèse d'efficacité des marchés, selon laquelle les marchés organisent de manière efficace la collecte et la distribution de l'information, ce qui assure que les prix de marché sont pertinents ; et d'autre part sur le théorème fondamental de l'économie du bien-être selon lequel un marché efficace alloue de manière optimale les ressources disponibles. Conformément à l'approche de **Hall (1989)**, nous sommes également intéressés aux instruments et stratégies réglementaires à travers lesquels se décline le néolibéralisme réglementaire. Les stratégies types consistent à déléguer la prise de décision à l'échelle des acteurs concernés, en introduisant des mesures plus ou moins poussées d'autorégulation. Parmi les instruments types, on compte notamment les régimes d'incitations et d'autres formes de réglementation par la concurrence : privatisation, mesures antitrust, mesures de transparence (**cf le premier chapitre**).

Dans l'UE, le néolibéralisme réglementaire est à l'œuvre dans la production de la réglementation financière à partir du milieu des années 1990. On peut distinguer deux approches dans la mise en œuvre de ce paradigme de réglementation dans les années 2000 (**Quaglia, 2010**). La première, d'inspiration anglo-saxonne, promeut une autorégulation avancée du secteur financier (approche anglo-saxonne) ; tandis que la seconde, d'inspiration ordolibérale, promeut un encadrement

réglementaire du marché plus poussé pour mettre en place des conditions « saines » de concurrence, à travers, par exemple, des mesures de transparence (approche ordolibérale). Dans la littérature, différents travaux documentent la prévalence de l'approche anglo-saxonne dans les années 2000 dans le cadre l'approfondissement de l'intégration du marché unique des services financiers jusqu'au déclenchement de la crise financière mondiale (**Posner et Véron, 2010 ; Mügge, 2011**). Le tableau ci-dessous récapitule les caractéristiques de ces deux approches du néolibéralisme réglementaire :

Paradigme réglementaire	Néolibéralisme réglementaire - hypothèse des marchés efficients ; - théorème fondamental de l'économie du bien-être ;	
Approche réglementaire	Approche anglo-saxonne Autorégulation avancée pour un marché concurrentiel	Approche ordolibérale Intervention publique pour un marché concurrentiel
Objectifs réglementaires	Libéralisation des marchés financiers dans l'UE par le moins-disant réglementaire. Croissance économique.	Harmonisation des règles pour garantir les conditions d'un « <i>level playing field</i> ». Stabilité financière.
Instruments réglementaires typique	Mesures juridiques non contraignantes (« <i>soft law</i> »). Recours à la discipline de marché.	Contraintes réglementaires type enregistrement, autorisation, transparence et surveillance, mises en œuvre par des agences.
Etats membres associés	Royaume-Uni, Irlande, pays nordiques, Benelux.	France, pays du sud, Allemagne.

Tableau 3 : description simplifiée des approches réglementaires à l'œuvre dans l'élaboration de la réglementation financière dans l'UE.

Pour rendre compte de l'impact de la crise sur la production de la réglementation financière, nous tenterons de déterminer, pour reprendre la terminologie de **Hall (1993)**, si la crise financière a pas provoqué un changement au niveau du paradigme de politique publique, c'est-à-dire au niveau des matrices cognitives et normatives qui déterminent la production de la réglementation, ou bien si elle n'a conduit qu'à des ajustements incrémentaux (changements de premier et de deuxième ordre) qui concernent les programmes de politiques publiques et leurs instruments mis en œuvre. Nous proposons donc d'étudier la conformité des mesures adoptées dans le cadre du programme de réformes financières engagé par l'Union européenne après la crise de 2008 par rapport aux principes du néolibéralisme réglementaire ainsi qu'à ses différentes approches (anglo-saxonne et ordolibérale) et instruments de mis en œuvre associés.

Pour retracer les contours de ce vaste programme de réformes, nous avons constitué une base de données des initiatives réglementaires (directives et règlements) adoptées par la DG du marché intérieur et des services en matière de réglementation financière après la crise financière (**cf annexe 5**). Nous avons recensé les directives et règlements, qui constituent le cœur du droit dérivé communautaire. Ces deux catégories n'épuisent pas la diversité des instruments législatifs qui interviennent dans les processus de réglementation financière à l'échelle européenne. La Commission intervient également à travers des actes législatifs délégués (qui peuvent être prévus dans les textes finaux de directives ou de règlements afin de spécifier a posteriori certains aspects techniques) ou encore la publication de recommandations ou de communications. Par ailleurs, la Commission n'est pas le seul acteur qui intervient : les autorités sectorielles de supervision sont également en charge des normes d'implémentation nationale (qui correspondent au niveau deux du processus Lamfalussy). La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) peut également avoir un rôle à jouer à travers la jurisprudence correspondant à des jugements rendus sur l'interprétation du droit européen. Dans la mesure où les directives et règlements constituent le noyau dur de la réponse réglementaire de l'Union européenne, et également afin de réduire la quantité de données à traiter, nous nous contenterons d'étudier la production, par la Commission, des directives et règlements.

Les réformes adoptées dans l'Union européenne après la crise financière mondiale sont diverses : réglementation des banques, des assurances, des fonds d'investissement, des structures de marché, des obligations en matière de transparence et une refonte institutionnelle des mécanismes de supervision financière. Elles sont, pour une grande part, inspirées des recommandations du rapport de Larosière. Ce rapport, présenté en février 2009, a été élaboré par un « groupe de haut niveau », présidé par Jacques de Larosière, chargé en novembre 2008 par la Commission de présenter des recommandations concernant une réforme du système financier européen qui portent non seulement sur la refonte du système européen de surveillance financière, mais également sur un large programme de réformes réglementaires.

Encadré : Les propositions du rapport de Larosière (2009)

Le rapport de Larosière est constitué de quatre chapitres. Le premier examine les causes de la crise financière, qui résulte selon les auteurs « *de l'interaction complexe entre des défaillances du marché, des déséquilibres financiers et monétaires mondiaux, une réglementation inadaptée ainsi qu'une faiblesse en matière de surveillance notamment macroprudentielle* ».

Le second chapitre examine la question des réformes réglementaires. Il propose une panoplie de recommandations pour « *remédier aux lacunes réglementaires* » et fixait trois objectifs principaux : « *protéger les clients, assurer la stabilité financière, et garantir une croissance économique à long terme* ». Selon le rapport, les mesures proposées doivent « *renforcer la surveillance réglementaire pour les établissements qui se sont avérés mal contrôlés* ». A cet égard, les autorités de surveillance « *doivent veiller à ce que l'autorégulation, lorsqu'elle existe, soit correctement mise en œuvre, ce qui n'a pas suffisamment été fait dans un passé récent* ». Les réformes doivent également « *adapter les pratiques réglementaires et comptables afin de les rendre moins procycliques* ».

Le troisième chapitre traite de la réforme du système européen de surveillance financière. Le rapport précise que, bien qu'elles fassent l'objet de deux chapitres distincts, la réglementation et la surveillance sont interdépendantes : « *une surveillance compétente ne peut combler les lacunes dont souffre la politique de réglementation financière ; d'autre part, sans surveillance compétente et bien conçue, une bonne politique réglementaire restera inefficace.* »

Enfin le quatrième chapitre porte sur les interactions entre les réformes à l'échelle européenne et à l'échelle mondiale. Les différentes recommandations formulées par le rapport de Larosière s'articulent en effet dans une large mesure avec les grandes orientations discutées dans le cadre du G20 et des institutions et organismes internationaux qui composent le régime international de réglementation financière décrit dans le chapitre 1. Le rapport invite à cet égard à « *garantir la cohérence des règles et des normes internationales et renforcer la coordination entre autorités réglementaires et de surveillance.* »

Les recommandations du rapport de Larosière ont été largement reprises à son compte par la Commission européenne dans sa communication au Conseil européen du 4 mars 2009 titrée « *L'Europe, moteur de la relance* », puis dans la communication du 2 juin 2010 portant sur « *la réglementation des services financiers au service d'une croissance durable* ». La Commission y ajoute également des mesures de protection des consommateurs et des investisseurs.

Afin de réaliser notre étude, nous avons recensé les directives et règlements adoptés entre mars 2009 et novembre 2014 ou proposés dans cette période et adoptés plus tard. La période étudiée s'ouvre donc un mois après la publication du rapport de Larosière, et se termine avec la fin du mandat de la Commission Barroso II. Ce choix n'est pas anodin, il vise à couvrir la période d'intense réforme réglementaire qui s'est ouverte après la crise de 2008, pendant laquelle la Commission s'est attachée à « *créer de nouvelles règles pour le système financier mondial* » et à « *mettre en place un secteur financier sûr, responsable et qui contribue à la croissance en Europe ; ainsi qu'une union bancaire qui permette de renforcer l'euro*⁵»

Avec le début du mandat de la Commission Juncker, c'est une nouvelle période qui s'ouvre, en rupture avec le programme de réformes financières, et caractérisée par l'objectif d'identifier et de remettre en cause les « *fardeaux réglementaires inutiles* » qui pèseraient sur l'industrie financière européenne (**European Commission, 2015**) mais également d'accroître l'intégration et la libéralisation des marchés de capitaux à travers le projet d'Union des marchés de capitaux. Nous choisissons donc de nous concentrer sur la première période. Nous avons classé les 51 initiatives réglementaires qui correspondent à la période étudiée selon cinq catégories (**voir annexe 5**), sur lesquelles nous revenons en détail dans la suite : les réformes des mécanismes de supervision et de résolution (**partie 2.1.1.**), la réforme des normes comptables (**partie 2.1.2.**), la réglementation des intermédiaires financiers – banques, assurances, et autres intermédiaires (**parties 2.1.3. 2.1.4. et 2.1.5.**), la réglementation des agences de notation (**partie 2.2.1.**), des opérations et produits financiers (**2.2.2.**), des plateformes de négociation (**2.2.3.**) ainsi que les mesures visant à protéger les investisseurs et consommateurs (**2.2.4.**). Nous tenterons de rendre compte du paradigme réglementaire et des approches réglementaires qui caractérisent ces réformes.

⁵ Afin de constituer notre base de données, nous nous sommes principalement référés aux archives des initiatives en matière de réformes financières sur le site de la DG FISMA (consulté en octobre 2018). Ces citations ainsi que celles qui suivent sont tirées de la page de ces archives : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en

2.1. Le redéploiement du néolibéralisme réglementaire à travers un nouveau cadre de supervision et la mise à jour du cadre comptable et prudentiel

La crise mondiale de 2008 a déclenché un débat intense sur la révision du cadre de supervision et de réglementation financière dans l'Union européenne. Les règles appliquées aux différents intermédiaires financiers – banques, assurances, fonds de pension et fonds d'investissement – ont été rediscutées ; les règles comptables ont également évolué ; ainsi que le cadre de supervision des acteurs financiers et de résolution des faillites bancaires. Le rapport de Larosière, présenté en février 2009, a donné les grandes lignes des réformes du cadre de supervision et du cadre comptable et prudentiel. Dans cette partie, nous rendons compte de ces différentes réformes et de la manière dont elles s'inscrivent dans un redéploiement des principes du néolibéralisme réglementaire.

2.1.1. L'intégration de la supervision européenne et la montée en puissance de la BCE

La supervision prudentielle recouvre « *l'ensemble des dispositifs mis en œuvre par les autorités de supervision de la sphère bancaire et financière (banques centrales, organes de réglementation et de contrôle, instances internationales de concertation et de consultation) en vue de maintenir la stabilité de cette dernière.* » (Coupey-Soubeyran, 2003). En matière de supervision des activités financières dans l'Union européenne, la crise de 2008 va conduire à deux réformes majeures : la réforme du cadre de supervision conformément aux recommandations du rapport de Larosière, et la mise en place de l'Union bancaire avec d'importants pouvoirs de supervision conférés à la Banque centrale européenne. La crise a ainsi permis de franchir une étape supplémentaire en matière d'intégration des mécanismes de supervision à l'échelle européenne. Ces réformes poursuivent la dynamique d'intégration de la supervision financière à l'échelle européenne engagée dans les années 2000 avec le plan d'action sur les services financiers (PASF), qui avait mis en place des comités sectoriels associant les différents acteurs de la réglementation et régulateurs nationaux à différents niveaux du processus d'implémentation des mesures de réglementation financière, dans le cadre du « processus Lamfalussy » (voir annexe 4).

- **La mise en place du système européen de surveillance financière**

Le rapport de Larosière proposait en particulier deux recommandations en matière de réforme des mécanismes de supervision :

- La création de trois autorités européennes sectorielles (pour les banques, les assurances et les marchés de titres) regroupées au sein d'un « Système européen de surveillance financière (ESFS) » (recommandation 18). L'ESFS est indépendante des autorités politiques mais responsable devant elles et s'appuie sur un ensemble commun de règles de base harmonisées.

- La création d'une instance de surveillance macro-prudentielle (recommandation 16) : « *Un nouvel organisme, dénommé "Conseil européen du risque systémique" (ESRC), dont la présidence serait assurée par le président de la BCE, devrait être mis en place sous les auspices de la BCE et avec son appui logistique.* »

La réforme du cadre de supervision financière mettant en œuvre ces recommandations a été adoptée en novembre 2010, et est entrée en vigueur en janvier 2011 via la directive Omnibus I et un paquet de règlements instituant quatre nouvelles institutions : le Conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board - ESRB*), en charge de la supervision macroprudentielle, et les trois autorités sectorielles en charge de la supervision microprudentielle – l'autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority - ESMA*), l'autorité bancaire européenne (*European Banking Authority – EBA*) et l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*). Ces quatre institutions composent le système européen de surveillance financière (*European System of Financial Supervision - ESFS*).

Trois autorités européennes de supervision ainsi constituées pour chaque secteur remplacent les précédents comités sectoriels du processus Lamfalussy ; elles sont régies par un conseil des superviseurs qui rassemble les autorités nationales de supervision. Elles sont dotées de la personnalité juridique, et considérées – officieusement – comme des « agences européennes de régulation ». Elles ont pour objectif, d'après les règlements adoptés en 2010 :

- D'améliorer le fonctionnement du marché intérieur par un niveau de réglementation et de surveillance satisfaisant (ou « solide » pour l'autorité des assurances et des pensions professionnelles), efficace et cohérent ;
- D'assurer l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers ;
- De renforcer la coordination internationale de la surveillance ;
- D'éviter les arbitrages réglementaires et de favoriser des conditions de concurrence égale ;
- De veiller à ce que les prises de risques soient correctement réglementées et surveillées ;
- De renforcer la protection des consommateurs.

Les tâches principales de ces autorités sont l'élaboration de normes, l'application harmonisée du droit européen et la coordination entre les autorités nationales. Ces dernières conservent leur rôle de supervision courante ; les autorités européennes ont quant à elle l'objectif d'assurer l'application uniforme et effective des textes européens à l'aide de lignes directrices et de recommandations à destination des autorités nationales. Elles peuvent également être à l'origine de deux catégories de

standards : des normes techniques de réglementation et des normes techniques d'exécution. Les autorités européennes peuvent également conclure des accords administratifs avec les autorités de surveillance, des organisations internationales et des administrations de pays tiers. Les autorités européennes peuvent également mettre en œuvre des mesures d'urgence et de sauvegarde vis-à-vis du risque systémique, et de la protection des consommateurs.

L'ESFS a fait l'objet d'une révision en 2013 afin de mettre en conformité les dispositions concernant l'autorité de surveillance bancaire avec la mise en place de l'Union bancaire (voir ci-après) ; puis en 2014, à travers la directive Omnibus II, visant plus particulièrement à mettre en conformité les dispositions concernant l'autorité de surveillance des assurances (EIOPA) avec l'adoption de la directive Solvabilité II (voir ci-après la partie sur la réglementation des assurances). Une révision partielle du cadre de supervision a également été proposée en septembre 2018 afin de renforcer les dispositifs en matière de lutte contre le blanchiment d'argent.

- **La supervision des conglomérats financiers**

La refonte du cadre de supervision s'est accompagnée d'une mise à jour des dispositions concernant les conglomérats financiers. Selon les termes de la Commission européenne, les conglomérats financiers sont de grands groupes actifs dans plusieurs secteurs financiers (banque, investissement, assurance) qui tendent à avoir une structure complexe, à opérer sur une base transfrontière et peuvent compter en leur sein des entités non réglementées (du point de vue de la législation financière) ainsi que des entités qui ne fournissent pas de services financiers.

La directive FICOD, initialement adoptée en décembre 2002, avait été mise au point pour remédier à l'absence de traitement prudentiel spécifique pour ces groupes aux activités mixtes – les différentes parties sectorielles de ces groupes étant chacune soumises au traitement prudentiel prévu par leur propre régime sectoriel. L'objectif de la directive FICOD était de créer un régime garantissant la stabilité financière de ces groupes, afin de protéger l'ensemble de l'économie et de faire en sorte que leur faillite éventuelle n'ait pas de répercussions sur les déposants et les preneurs d'assurance. La directive FICOD fixe des dispositions spécifiques pour les groupes identifiés en tant que conglomérats financiers, telles que l'obligation de calculer l'adéquation des fonds propres au niveau du conglomérat financier, la déclaration des transactions intragroupe et des concentrations de risques ; et des exigences de gouvernance au niveau du conglomérat financier. Elle établit aussi un cadre pour la coopération entre les autorités compétentes intervenant dans la surveillance d'un conglomérat financier. L'objectif étant de prendre en compte les risques prudentiels spécifiques (notamment le « risque de groupe ») liés à l'activité des conglomérats et à remédier à toute faille des régimes sectoriels.

La crise financière mondiale a cependant révélé la nécessité d'une supervision consolidée des conglomérats financiers. La directive FICOD1, modifiant la directive FICOD, a été adoptée en novembre 2011 pour y subvenir rapidement. Elle vise à assurer la coordination de la supervision entre les différentes autorités européennes sectorielles, dans le cadre du comité conjoint (*joint committee*) qui fonctionne comme un forum d'échange d'information, et l'intégration de paramètres propres aux caractéristiques des conglomérats financiers dans les « *stress tests* » menés par le nouveau cadre de supervision. Le texte prévoit également un « réexamen complet » de la directive FICOD conformément aux négociations en cours sur la supervision des conglomérats financiers dans le cadre du G20. La Commission a publié, en décembre 2012, un rapport qui a mis en évidence un certain nombre de domaines dans lesquels la directive FICOD pourrait être améliorée, mais la révision de la législation a été mise en suspens en attendant la conclusion des négociations sur les régimes sectoriels (c'est-à-dire CRD IV/CRR et Solvabilité II – voir ci-après la partie concernant la réglementation des banques et des assurances). Elle n'a pas été remise à l'ordre du jour depuis.

- **L'Union bancaire et les mécanismes de supervision et de résolutions uniques**

Lors du sommet européen de juin 2012, qui s'est inscrit dans un contexte de crise européenne liée aux tensions sur les marchés des dettes souveraines et de craintes quant à la solidité du secteur bancaire européen, les gouvernements ont chargé la Commission de formuler de nouvelles propositions de réforme institutionnelle en matière de supervision bancaire. Le programme de mesures proposé par la Commission – qui sera adopté au sommet européen de décembre 2012 – comporte trois volets principaux :

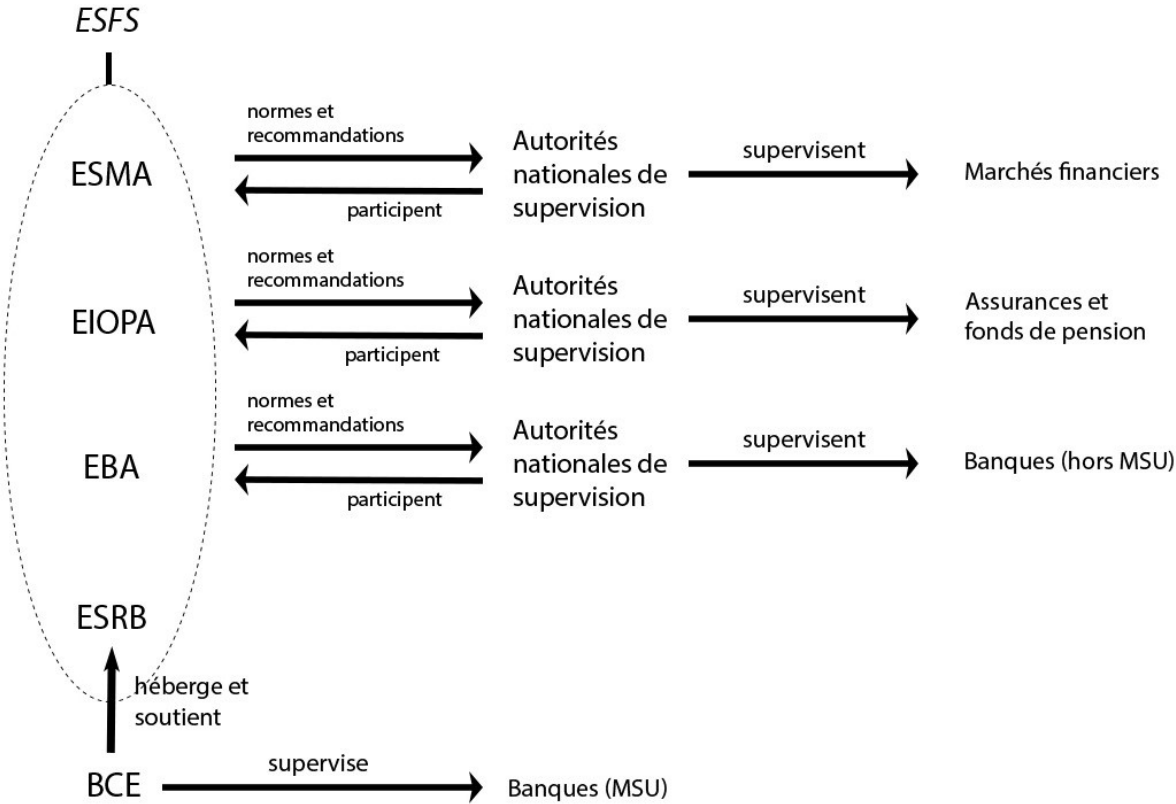
- Un **mécanisme de surveillance unique (MSU)**, mis en œuvre à travers deux règlements adoptés en octobre 2013, qui prévoit une supervision centralisée des établissements financiers de la zone euro par la Banque centrale européenne (BCE) ;
- Un **dispositif commun de résolution des faillites bancaires**, mis en œuvre à travers le règlement de juillet 2014 sur le mécanisme de résolution unique, qui introduit notamment les mécanismes de *bail-in* (renflouement interne) ;
- Une harmonisation des dispositions en matière de garantie des dépôts, mis en œuvre à travers la directive d'avril 2014 (à défaut de la mise en place d'un **fonds européen de garantie des dépôts** initialement envisagé).

La BCE s'était déjà vue reconnaître, dans le cadre de la réforme du cadre de supervision, un rôle en matière de surveillance macroprudentielle dès 2010, via le Comité européen du risque systémique qu'elle héberge et soutient. Avec la mise en place du **mécanisme de surveillance unique**, qui a pris effet en novembre 2014, elle obtient également de nouvelles compétences en matière de surveillance

microprudentielle. Dans la zone euro, la BCE est désormais en charge de la délivrance et du retrait des agréments bancaires, de l'évaluation des notifications d'acquisitions et de cessions de participations des établissements de crédit (dont les fusions-acquisitions), du contrôle des exigences prudentielles et de gouvernance, ainsi que des tests de résistance pour les établissements de crédit (*stress tests*).

La BCE assure également la supervision, sur une base consolidée, des sociétés mères des établissements de crédit établis dans l'un des Etats membres participant au MSU. A ces fins, la BCE dispose d'un pouvoir d'enquête qui lui permet d'obtenir la communication de documents et de procéder à des inspections sur place. Elle dispose également d'un pouvoir de sanction administrative sous forme d'amende. La BCE exerce directement l'ensemble de ses prérogatives pour les établissements de crédit qui présentent plus de 30 milliards d'euros d'actifs ou qui dont l'actif est supérieur à 20% du PIB de l'Etat membre d'origine – sauf si la totalité des actifs est inférieure à 5 milliards d'euros. Pour les autres établissements, elle exerce ses prérogatives de manière indirecte (via les régulateurs nationaux) sauf pour ce qui concerne les décisions d'agrément et de retrait ainsi que pour les notifications concernant les acquisitions et cessions de participations.

Le graphique ci-dessous propose une représentation simplifiée de la nouvelle architecture de supervision des activités financières dans l'Union européenne :



Graphique 7 : représentation simplifiée de l'architecture de supervision financière dans l'UE

La BCE joue également un rôle dans le **mécanisme de résolution unique (MRU)**. Ce dernier est géré par le Conseil de résolution unique (CRU), en charge de la gestion des faillites des établissements de crédit relevant de l'Union bancaire. C'est à la BCE qu'il revient d'apprécier les conditions d'ouverture d'une procédure de résolution, c'est-à-dire de constater que la banque est en situation de défaillance avérée ou prévisible. Le dispositif de résolution ne peut entrer en vigueur que si le Conseil de l'UE ou la Commission n'a pas exprimé d'objection. Le CRU a vocation à se substituer aux autorités nationales en cas de résolution concernant les banques relevant de la surveillance directe de la BCE. Les autorités nationales restent chargées de la gestion des faillites des établissements de crédit qui opèrent exclusivement à l'échelle nationale. En parallèle de l'Union bancaire est également mis en place un régime moins intégré, applicable au-delà de la zone euro, à travers l'adoption de la directive établissant un cadre pour la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (mai 2014).

Enfin, à défaut de la mise en place d'un fonds européen de garantie des dépôts initialement envisagé, la **directive relative aux systèmes de garantie des dépôts (avril 2014)** introduit de nouvelles dispositions réduisant le délai de remboursement, améliorant l'information des déposants, et garantissant que les fonds des systèmes de garantie des dépôts proviennent du secteur bancaire.

- **La montée en puissance de la BCE**

La mise en place du nouveau cadre de supervision et de résolution constitue une réforme institutionnelle d'ampleur. La France et l'Allemagne, en particulier, ont accepté un transfert important de compétences à la BCE en matière de supervision bancaire dans le cadre de l'Union bancaire – à la différence du Royaume-Uni qui n'y participe pas. Ce transfert marque, dans la zone euro, la fin du système de supervision basé sur le principe du pays d'origine, où les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil se partageaient la surveillance prudentielle – les autorités du pays d'origine ayant une compétence de principe, les compétences du pays d'accueil une compétence subsidiaire (**voir annexe 4**). Pour les Etats membres en dehors de la zone euro, ce système est maintenu mais la BCE se substitue désormais aux autorités nationales des pays de la zone euro. D'une manière générale, la BCE sort considérablement renforcée, avec de nouvelles prérogatives majeures de supervision du secteur bancaire et dans le cadre du mécanisme de résolution des faillites bancaires.

Cette réforme est conforme aux principes cardinaux du néolibéralisme réglementaire. La mise en place des autorités européennes de supervision et la désignation de la BCE comme superviseur unique dans le cadre de l'Union bancaire s'inscrit pleinement dans la logique d'indépendance des régulateurs, qu'elle renforce en limitant davantage les possibilités d'intervention discrétionnaire des autorités nationales. Le mécanisme de résolution des faillites bancaires mis en place dans le cadre de l'Union

bancaire vise à organiser la participation du secteur privé dans d'éventuelles faillites bancaires via la participation des actionnaires et créanciers – *bail in* – visant à réactiver la discipline de marché, et l'intervention d'un fonds abondé par des participations bancaires (Scialom, 2016). Ce mécanisme fait l'objet de vives critiques quant à la discrétion laissée aux autorités de résolution, et surtout sa capacité à faire face à une crise bancaire d'ampleur. Bignon, Couppey-Soubeyran et Scialom (2018) soulignent les risques de ventes en détresse en cas d'activation d'une procédure de *bail-in* et notent que le cas de la banque italienne Monte Dei Paschi montre, en particulier, les lacunes des mécanismes de *bail-in* dans le cas où les détenteurs des titres mobilisables sont des particuliers.

Le mécanisme de résolution des faillites bancaires apparaît comme une réponse conforme au paradigme réglementaire néolibéral, en favorisant la discipline de marché sur d'autres options discrétionnaires telles que l'imposition de limites à la taille des banques et des secteurs bancaires, ou la séparation des activités de détail et de marché des banques. La mise en place d'une forme de supervision macroprudentielle, à travers la mise en place du Conseil européen du risque systémique et le recours accru aux *stress tests*, peut néanmoins être considérée comme une esquisse de remise en cause des principes réglementaires néolibéraux, dans la mesure où elle remet en cause la vertu de la seule discipline de marché et de la réglementation microprudentielle.

En termes d'approches réglementaires, la réforme du cadre de supervision et de résolution s'inscrit dans le cadre d'un renforcement de la supervision des activités et acteurs financiers, et renforce l'approche ordolibérale. Les propositions de réforme des mécanismes de supervision ont d'ailleurs rencontré les réticences du Royaume-Uni, de l'Irlande et du Luxembourg, qui se sont opposés à certains transferts de compétences vers les nouvelles instances européennes⁶. Le Royaume-Uni a également insisté sur le fait que la nouvelle architecture de supervision devait être cohérente avec les normes internationales en matière financière et soutenir le développement de « *marchés internationaux ouverts* » (Quaglia, 2012).

2.1.2. La mise à jour des normes comptables : un compromis sur la comptabilité à la juste valeur

Les normes comptables appliquées aux intermédiaires financiers jouent un rôle important en matière de réglementation financière. Ces règles déterminent notamment les méthodes de calcul de leur bilan, et ont ainsi, entre autres, un impact en termes de transparence financière pour les investisseurs ou d'exigences prudentielles. Après la crise de 2008, le débat réglementaire sur les normes comptables

⁶ A noter que certaines réticences s'inscrivaient strictement sur le plan du refus de transfert de compétence et non du renforcement de la supervision. Ainsi le gouvernement britannique s'est-il particulièrement opposé au transfert de prérogatives en matière de résolution des faillites bancaires aux autorités européennes, dans la mesure où les fonds en cas de faillite bancaire sont issus des budgets nationaux. Gordon Brown, le premier-ministre britannique, a d'ailleurs obtenu gain de cause à cet égard.

et leur impact sur la stabilité financière dans l'Union européenne a essentiellement porté sur la question du recours à la méthode de juste valeur (*fair value*) qui consiste à valoriser les actifs et les passifs des intermédiaires financiers selon leur valeur de marché – une méthode critiquée dans la mesure où elle peut avoir un effet procyclique en cas de crise financière – nous y reviendrons.

Avant d'évoquer les réformes des normes comptables entreprises après la crise de 2008, il convient de donner quelques éléments de contexte sur les modalités d'adoption et d'adaptation des normes comptables dans l'Union européenne. Ces dernières sont définies par le règlement normes comptables internationales (*International Accounting Standards* ou IAS), publié en juillet 2002 et mis en application à partir du 1^{er} janvier 2005, qui a mis en place un processus accéléré d'adoption et de mise à jour des normes comptables applicables aux entreprises européennes cotées ou faisant appel public, afin de mettre en conformité les normes européennes avec les normes internationales IFRS élaborées par l'*International Accounting Standards Board* (IASB – pour plus d'information sur l'IASB, voir chapitre 1).

Ce processus se présente de la manière suivante :

- L'IASB adopte une nouvelle norme, un nouvel amendement ou une nouvelle interprétation des normes existantes ;
- Le Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (*European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG), une organisation indépendante d'expertise, fournit son avis à la Commission européenne ;
- Si la Commission décide d'adopter la nouvelle norme, interprétation ou amendement, elle propose un projet de règlement au Comité de la réglementation comptable (*Accounting Regulatory Committee*, ARC), composé de représentants des Etats membres et présidé par la Commission européenne ;
- Si l'avis de l'ARC est favorable, la Commission propose son projet de règlement au Parlement européen et au Conseil pour une période de contrôle de 3 mois ;
- S'il n'y a pas d'objections de la part du Parlement ou du Conseil, la Commission adopte le nouveau règlement.

Le premier règlement de mise à jour des normes comptables a été publié en septembre 2003 et a permis d'adopter la dernière version des normes comptables internationales IFRS pour une application dès 2005 pour les entreprises européennes cotées ou faisant appel public à l'épargne soient soumises, sans distinction de secteur d'activité. Jusqu'à 2005, certains secteurs, dont le secteur bancaire, disposaient des régimes comptables spécifiques à leur métier. L'adoption des normes IFRS a conduit à la généralisation de l'application de l'évaluation à la juste valeur pour la préparation et la présentation des états financiers y compris dans le secteur bancaire.

La juste valeur consiste à valoriser, à la date de clôture du bilan, les actifs et les passifs des grandes entreprises selon leur valeur de marché, ou à défaut selon leur valeur correspondant à la somme actualisée des flux de revenus attendus de leur utilisation (pour une brève revue de littérature sur la juste valeur, **voir annexe 6**). Si les normes comptables internationales IFRS proposent une approche mixte associant plusieurs méthodes d'évaluation, le recours à la juste valeur – généralement entendue comme valeur de marché – est privilégié. Les autres méthodes, notamment le coût amorti, sont considérées comme des exceptions. Selon l'IASB, la comptabilité en juste valeur est censée donner une information intelligible, pertinente, fidèle et comparable aux investisseurs (**IASB 1989**).

La crise de 2008 a révélé un certain nombre de lacunes de cette méthode en périodes de turbulences des marchés. Au plan international, l'IASB a entrepris dès 2008 d'entreprendre notamment la refonte de la norme d'information sur les instruments financiers, soit les instruments de dettes, de capitaux propres, prêts et créances et instruments dérivés (IFRS 7) ainsi que la norme concernant la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers, le provisionnement des prêts et la comptabilité de couverture (IAS 39). Au plan européen, la Commission a adopté en novembre 2008, via un nouveau règlement de mise à jour des normes comptables, les amendements de l'IASB relatifs aux normes IFRS 7 et IAS 39. L'objectif de ces amendements est de permettre aux institutions financières (principalement aux banques) d'atténuer l'impact de la crise sur leurs comptes publiés en offrant la possibilité, sous certaines conditions, de reclasser certains instruments financiers (en particulier des actifs « de long terme ») vers des catégories comptabilisées au coût historique.

Le rapport de Larosière se félicite de ces changements adoptés dans l'urgence, considérant « *qu'il n'est pas utile d'évaluer sur une base journalière la valeur sur le marché d'actifs dont il est prévu qu'ils soient détenus et gérés à long terme, pour autant que des financements raisonnables leur correspondent.* » Il préconise « *une réflexion plus large sur le principe de l'évaluation au prix du marché* » (c'est-à-dire sur le recours à une comptabilité à la « juste valeur » ou « *fair value* »). Il propose différentes pistes pour l'évolution des normes comptables et en particulier :

- Que des solutions rapides soient trouvées pour remédier aux problèmes comptables restants en ce qui concerne les produits complexes ;
- Que les normes comptables soient conçues de manière à ne pas influencer sur les modèles économiques des entreprises, à ne pas promouvoir des attitudes procycliques et à ne pas décourager l'investissement à long terme ;
- Que les organismes d'élaboration des normes établissent et s'accordent sur une méthodologie commune et transparente pour l'évaluation des actifs de marchés illiquides lorsque l'évaluation au prix du marché ne peut être mise en œuvre ;

- Que l'IASB ouvre davantage son processus d'élaboration des normes aux instances réglementaires et de surveillance et aux entreprises ;
- Que la structure de surveillance et de gouvernance de l'IASB soit renforcée.

De novembre 2008 à janvier 2018, on compte 58 amendements de mise à jour des normes comptables⁷, dont trois amendements de la norme IAS 39 portant sur la comptabilité et l'évaluation des instruments financiers en 2009 en lien avec le reclassement des actifs au coût historique et à la question des produits complexes :

- L'amendement du 9 septembre 2009 porte sur la possibilité de reclassement des instruments financiers du portefeuille de trading évalué à la juste valeur vers des catégories évaluées au coût historique ;
- L'amendement du 15 septembre 2009 apportent des clarifications quant à l'application de la comptabilité de couverture (appliqués aux dérivés de couverture) à la composante inflation des instruments financiers et quant aux contrats d'option lorsqu'ils sont utilisés comme instrument de couverture.
- L'amendement du 30 novembre 2009 clarifie la comptabilisation des dérivés incorporés dans des contrats lorsqu'un actif financier hybride est reclassé hors de la catégorie de la juste valeur par le biais du compte de résultat.

Un nouvel amendement est adopté le décembre 2013, qui introduit une exemption en matière de transparence financière pour les dérivés de gré à gré désigné comme instrument de couverture transférés vers une contrepartie centrale, en lien avec l'adoption du règlement du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

La norme IFRS 9 sur les instruments financiers, publiée par l'IASB en juillet 2014, est adoptée en novembre 2016 dans l'Union européenne. Il s'agit, selon le règlement instituant cette mise à jour majeure des normes comptables, « *d'améliorer l'information financière sur les instruments financiers en prenant en compte les préoccupations qui sont apparues dans ce domaine pendant la crise financière. En particulier, la norme IFRS 9 répond à l'appel du G20 en faveur de l'adoption d'un modèle plus prospectif pour la comptabilisation des pertes attendues sur les actifs financiers.* » IFRS 9 modifie en profondeur l'évaluation et le provisionnement des instruments financiers, ainsi que la comptabilité de couverture. Elle redéfinit le périmètre du recours à la comptabilité à la juste valeur à travers le test du prêt basique. Ce dernier vise à déterminer les actifs ayant des flux de trésorerie contractuels

⁷ La liste exhaustive de ces amendements est disponible ici : https://ec.europa.eu/info/law/international-accounting-standards-regulation-ec-no-1606-2002/amending-and-supplementary-acts/acts-adopted-basis-regulatory-procedure-scrutiny-rps_en

« basiques », et qui seront évalués au coût amorti (méthode comptable qui s'applique pour les instruments de créance) dans la mesure où ils sont gérés selon un modèle économique visant à collecter des flux de trésorerie contractuels (et non des flux de revente). Les actifs détenus dans une optique de revente sont évalués selon différentes méthodes à la juste valeur. Ces cas particuliers visent notamment à prendre en compte les spécificités des actifs de long terme – qui sont détenus à maturité par les investisseurs.

- **Un compromis sur la comptabilité à la juste valeur**

Au sein de l'Union européenne, l'application de la juste valeur au secteur financier fait l'objet d'un conflit de longue date. Les autorités des Etats membres associés à l'approche réglementaire anglo-saxonne et certains établissements financiers de ces pays figurent parmi les principaux soutiens de la juste valeur. Les autorités et secteurs financiers des Etats membres d'Europe continentale y sont beaucoup plus réticents (**Donnelly 2010, 2007; Nölke 2010**). Les opposants à la comptabilité en juste valeur, soulignent que ce modèle d'évaluation est non pertinent et potentiellement trompeur pour les actifs détenus sur des périodes longues. Les valorisations de marché peuvent être erronées du fait de l'inefficience des marchés, introduire une volatilité excessive dans les états financiers, ou encore accentuer les phases haussières et baissières des marchés, dans la mesure où cette méthode d'évaluation serait pro-cyclique (**voir annexe 6**).

La crise de 2008 a réouvert ce conflit quant à l'utilisation de l'évaluation à la juste valeur. Le recours généralisé à la juste valeur décidé en 2005 a été remis en cause en novembre 2008, avec l'approbation du rapport de Larosière. La limitation du recours à la juste valeur, confirmée par l'adaptation de la norme IFRS 9, a été particulièrement soutenue et souhaitée par les autorités françaises et allemandes contre les autorités britanniques. Cette remise en cause de la valorisation de marché de certains actifs constitue, même partiellement, une mise en question de l'interprétation extensive de l'efficience des marchés qui caractérise l'approche réglementaire anglo-saxonne. En pérennisant une méthode de valorisation alternative pour les actifs de long terme, elle témoigne également d'un renforcement de l'approche ordolibérale en matière de réglementation financière.

2.1.3. Réglementation bancaire : une remise en cause marginale des principes microprudentiels

Comme nous l'avons évoqué dans le premier chapitre, la réglementation prudentielle bancaire constitue un pan majeur du cadre de réglementation financière à l'échelle internationale mais également à l'échelle européenne. Le rapport de Larosière souligne cependant que la crise financière a démontré plusieurs faiblesses du cadre prudentiel de Bâle : la sous-estimation de certains risques importants notamment liés à la titrisation, à la liquidité, la dépendance à l'égard des notations extérieures et des modèles de risques internes, ou encore le caractère pro-cyclique des exigences de

fonds propres sensibles au risque. La crise de 2008 va ainsi conduire, à l'échelle internationale comme à l'échelle européenne, à une large révision du cadre prudentiel des activités bancaires.

Ces travers soulignés par le rapport de Larosière (et par de nombreux travaux de recherche, institutions et régulateurs nationaux et internationaux) ont conduit le comité de Bâle à engager une réforme des normes prudentielles à travers l'élaboration d'un nouvel accord international, dit de Bâle III, qui sera finalement publié fin 2010. Au moment de la publication du rapport de Larosière, cet accord était encore en cours de négociation, c'est pourquoi le rapport se contente de reprendre à son compte les grandes lignes de ce projet : augmentation des exigences de fonds propres, mesures spécifiques pour réduire la procyclicité, mesures relatives au risque de liquidité, prise en compte des éléments hors bilan, renforcement des règles relatives au contrôle interne et à la gestion des risques.

Les autorités européennes n'ont pas attendu la publication de l'accord de Bâle III pour effectuer plusieurs amendements à la directive CRD de 2006, qui implémentait les recommandations issues de l'accord de Bâle II. La première révision a été adoptée en juillet 2009 : ce paquet CRD II constitue une première réponse à la crise et intègre de nouvelles dispositions relatives à la supervision des groupes paneuropéens, au traitement prudentiel de la titrisation (obligation de rétention de 5 % des actifs titrisés⁸), à la suppression du traitement prudentiel favorable du crédit interbancaire dans le cadre de la surveillance des expositions importantes (grands risques) et à une définition plus stricte des fonds propres réglementaires. En juillet 2009, la Commission propose une seconde révision qui sera adoptée en novembre 2010 : ce paquet CRD III vise à mieux encadrer les opérations de titrisation complexes, à améliorer l'information sur les retitrisations, à accroître le niveau et la qualité du capital prudentiel pour les activités relevant du portefeuille de négociation. Il présente également un volet comprenant des restrictions et des obligations de transparence sur les politiques de rémunération ainsi qu'un régime de sanction.

En décembre 2010, le comité de Bâle a publié ses propositions de réforme du cadre prudentiel des activités bancaires qui forment l'accord de Bâle III (**voir annexe 7** pour une revue détaillée des différentes mesures proposées). Ces recommandations, qui portent notamment sur le renforcement des exigences de capitaux propres, la procyclicité et la prise en compte du risque de liquidité et de levier ont été mises en œuvre à l'échelle européenne à travers le paquet CRD IV, proposé en juillet 2011 par la Commission. Ce paquet législatif constitue la pièce centrale de la réforme du cadre prudentiel bancaire dans l'UE. Il a fait l'objet de trois consultations : la première, ouverte en février

⁸ Cette obligation de rétention sur les actifs titrisés correspondait à une recommandation spécifique du rapport de Larosière, qui appelait à « *faire en sorte que les émetteurs de produits titrisés conservent dans leurs portefeuilles une partie significative du risque sous-jacent (non couvert) pendant toute la durée de vie de l'instrument.* »

2010, portait sur le contenu général du paquet législatif ; la seconde, ouverte en octobre 2010, portait plus spécifiquement sur la question des coussins de capital contracycliques ; la troisième, ouverte en février 2011, portait sur les exigences prudentielles liées au risque de contrepartie liés notamment aux activités sur les produits dérivés et opérations de repos. Il sera finalement adopté en juin 2013, après un parcours législatif mouvementé. Le paquet CRDIV finalement adopté comporte quelques différences avec les recommandations de l'accord de Bâle III :

- L'accord de Bâle prévoyait que les exigences prudentielles soient des exigences minimales – avec la possibilité pour les autorités nationales d'adopter des normes plus élevées ; CRDIV prévoit un pourcentage fixe de fonds propres applicable dans tous les Etats membres (principe « d'harmonisation maximale »), même si les autorités nationales ont la possibilité d'imposer un coussin de capital supplémentaire si elles le souhaitent – avec l'accord de la Commission au-delà de 3 points d'augmentation. Il s'agissait, pour la Commission européenne, d'assurer des conditions égales de concurrence au sein du marché unique.
- L'accord de Bâle prévoyait que les mesures soient appliquées aux banques actives à l'international ; la directive prévoit qu'elles s'appliquent à toutes les banques européennes. Il s'agissait une nouvelle fois, pour la Commission européenne, d'assurer l'égalité des conditions de concurrence cette fois-ci au sein le secteur bancaire – au détriment donc des banques moyennes et locales, qui se sont vu imposer les mêmes contraintes réglementaires que les grands conglomérats bancaires.
- Le fait que les nouvelles règles prudentielles s'appliquent à toutes les banques européennes a par ailleurs justifié, aux yeux de la Commission, des aménagements liés aux spécificités du secteur bancaire européen. En particulier, la définition du capital réglementaire prévue par CRDIV est moins restrictive. Les règles européennes permettent par exemple aux conglomérats bancaires d'intégrer dans la définition du capital réglementaire les capitaux des entreprises d'assurances en leur sein.
- Les règles européennes prévoient par ailleurs un calendrier large pour l'application du ratio de levier dont la mise en œuvre effective est renvoyée à 2018, et conditionnée à des études de faisabilité. La mise en œuvre du ratio de liquidité à court-terme est prévue de manière progressive d'ici à 2019. Le renvoi de l'introduction du ratio de liquidité à long terme en 2018 était déjà prévu dans l'accord de Bâle III.
- Le paquet CRD IV ajoute deux éléments supplémentaires par rapport à l'accord de Bâle III. Il prévoit un plafonnement des bonus pour les traders « preneurs de risque », à hauteur d'une fois leur rémunération fixe (jusqu'à deux fois sous condition de vote en assemblée générale des actionnaires). Au moins 40% du bonus devra être payée après 3 ans ou plus, et sous forme

d'actions à hauteur d'au moins 50%. CRD IV prévoit également des obligations de transparence, et notamment de *reporting* pays par pays des activités des banques (profits réalisés, impôts payés, subventions reçues, chiffres d'affaires et nombre d'employés par établissement du groupe).

Le paquet CRD IV a fait l'objet d'un débat réglementaire intense. Les organisations de l'industrie bancaire se sont mobilisées avec force pour faire valoir leurs intérêts, en arguant notamment que l'augmentation des exigences prudentielles risquait de nuire à l'offre de crédit et à leur propre compétitivité ; cet argument a cependant été remis en cause par des études commandées par les autorités de supervision et de réglementation (dont la Commission européenne). Elles ont néanmoins obtenu des amendements importants (notamment dans la définition du capital réglementaire qui est moins restrictive que prévue initialement) ainsi que des délais dans l'application des exigences de liquidité.

- **Une remise en cause à la marge des principes microprudentiels**

Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation bancaire :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Banques	Renforcement des exigences prudentielles ;	CRD II (2009)	Augmentation des exigences prudentielles ; Obligation de rétention de 5 % des actifs titrisés.
	Encadrement des rémunérations ;	CRD III (2010)	Augmentation des exigences prudentielles ; Encadrement des titrisations complexes ; Encadrement des rémunérations.
	Obligations de transparence.	CRD IV (2013)	Augmentation des exigences prudentielles ; Nouvelles exigences de liquidité et de levier ; Encadrement des rémunérations ; Obligations de transparence.

Tableau 4 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation bancaire

La réforme du cadre prudentiel bancaire dans le cadre des accords de Bâle III s'inscrit dans une continuité avec le néolibéralisme réglementaire. Le principal instrument réglementaire demeure la réglementation microprudentielle par les fonds propres, qui renforce le modèle de la banque actionnariale ayant pour objectif le rendement, même si les exigences se trouvent renforcées. Le recours aux modèles de risque internes des banques pour calculer les exigences prudentielles demeure, et avec lui la part d'autorégulation introduite avant la crise. Ces deux aspects ont fait l'objet de vives critiques, d'autant que les dispositions européennes apparaissaient plus faibles que leurs

homologues étatsuniennes dans le cadre du *Dodd-Franck Act*, avec par exemple l'absence d'interdiction du trading pour compte propre tel que prévu dans la réglementation étatsunienne (règle Volcker). De nouvelles dispositions, telles que les ratios de liquidité et de levier, introduisent cependant un renforcement qualitatif des exigences. Les ratios de liquidité, qui prennent la forme de *stress-tests*, introduisent une dimension macroprudentielle qui, on l'a évoqué, peut être considérée comme une esquisse de remise en cause de la vertu de la seule discipline de marché.

En termes d'approche réglementaire, on peut néanmoins considérer que le renforcement des exigences prudentielles, associées avec les nouvelles exigences en matière de transparence et d'encadrement des rémunérations relève d'un renforcement d'un régime d'incitation qui peut être associé à l'approche ordolibérale. On retrouve par ailleurs, dans les dispositions de la directive CRD IV, la volonté explicite d'assurer des conditions égales de concurrence au sein du marché unique (*level playing field*) en imposant les mêmes contraintes prudentielles partout et à toutes les banques. Avec une conséquence paradoxale : au prétexte d'une égalité des conditions de concurrence, les banques petites et moyennes sont pénalisées, car elles se retrouvent confrontées à des contraintes réglementaires similaires à celles des grands conglomérats bancaires, avec une expertise et des moyens bien moins importants.

2.1.4. Réglementation des assurances : un nouveau cadre microprudentiel inspiré de la réglementation bancaire

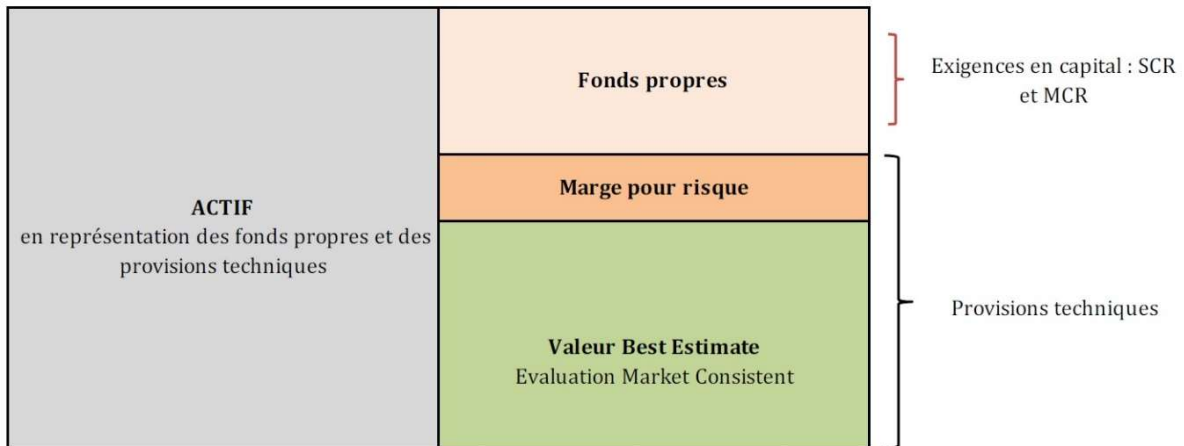
Au moment de la crise de 2008, le secteur des assurances faisait, comme le secteur bancaire, l'objet d'une réglementation prudentielle – suivant cependant des principes relativement différents comme nous allons le voir. Or comme le note le rapport de Larosière, la crise financière de 2008 s'est certes développée dans le secteur bancaire, mais le secteur de l'assurance n'y a pas échappé ; au point que la plus grande compagnie d'assurance du monde (AIG) ait dû être renflouée du fait de son implication dans l'ensemble du secteur financier. Le rapport insiste sur la nécessité de renforcer la réglementation et la supervision du secteur des assurances, et se contente de soutenir l'adoption de la directive Solvabilité II, encore en cours d'élaboration au moment de la publication du rapport. Proposée en juillet 2007, la directive sera adoptée en novembre 2009.

Solvabilité II a vocation à remplacer le cadre de Solvabilité I, qui avait été adopté en 2002. Ce cadre définissait, au passif des entreprises d'assurances, le montant des provisions techniques permettant aux assureurs de payer les sinistres, dans une situation considérée statistiquement comme « normale » ; auquel venait s'ajouter l'exigence de marge de solvabilité, qui représente une réserve de capital supplémentaire, d'une qualité suffisante, que les entreprises devaient détenir afin de faire face à des événements inattendus (niveau de sinistres dépassant les prévisions, placement peu

performant...). Face à ces engagements, les assureurs devaient disposer d'actifs suffisants et de qualité. Ils devaient respecter plusieurs règles de prudence, telle que la congruence entre actif-passif (aux engagements dans une monnaie en particulier doivent correspondre des actifs dans la même monnaie, pour au moins 80% du bilan) qui permettait de maîtriser le risque de taux de change ; la diversification des titres (géographique et entre différentes classes d'actifs) ainsi que des limitations sur les actifs illiquides et non cotés.

Le cadre de Solvabilité I a été critiqué car il ne propose pas une évaluation des actifs et des passifs à la valeur de marché, mais selon une vision comptable. Les risques de marché, de crédit, opérationnel et de liquidité notamment ne sont pas ou peu pris en compte. La directive Solvabilité II a été proposée pour subvenir à ces lacunes. Elle s'inscrit dans le cadre des recommandations formulées par l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), l'*International Accounting Standards Board* (IASB) et l'*International Actuarial Association* (IAA) en matière de gestion des risques, et qui visent à inciter les compagnies d'assurance à mesurer et gérer leur risque en interne. Solvabilité II se présente comme l'équivalent pour le secteur assurantiel de la directive CRD pour les banques. Elle met en place un cadre microprudentiel comparable à celui de Bâle II, avec des exigences de capital réglementaire modulées en fonction des risques pris par les compagnies d'assurance. Comme son homologue pour le secteur bancaire, le cadre de Solvabilité II se présente en trois piliers, le premier concernant les exigences de capital, le second concernant la gestion des risques et le contrôle des modèles de risque internes, et le troisième l'information et la discipline de marché.

Une des particularités de la directive Solvabilité II est qu'elle introduit une nouvelle manière d'évaluer les bilans des assureurs. Selon la méthode de la juste valeur, les actifs sont valorisés à la valeur de marché (« *mark-to-market* ») lorsqu'une telle valeur de marché est disponible ou observable sur un marché liquide. Lorsque la valeur de marché n'existe pas ou que celle-ci est aberrante, la valeur des actifs est établie selon des modèles de valorisation (méthode « *mark-to-model* »). Les provisions techniques sont déterminées via de nouvelles normes de comptabilisation des contrats d'assurance (actuellement, les normes IFRS 17 établies par l'IASB) à laquelle est ajoutée une marge de risque. Comme précédemment, Solvabilité II prévoit pour les assureurs, en plus des provisions techniques, des exigences de capitaux de solvabilité (*solvency capital requirements* ou SCR) qui sont calculées de manière complexe en prenant en compte le risque de marché, de souscription, de crédit et le risque opérationnel, soit via une formule standard, soit via des modèles de risque internes. La directive prévoit également des critères de qualité des fonds propres réglementaires.



Graphique 8 : bilan d'une compagnie d'assurance sous Solvabilité II

Solvabilité II ne constitue pas, en soi, une réponse à la crise de 2008. La proposition de directive a été publiée en juillet 2007 par la Commission européenne, à la suite de plusieurs consultations menées par le Comité européen des contrôleurs d'assurances et de pensions professionnelles (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors*, ou CEIOPS⁹).

Les compagnies d'assurance, dans leur majorité très opposées aux propositions initiales de Solvabilité II, vont d'ailleurs reprocher à ce projet réglementaire de ne pas tirer les leçons de la crise. Pour l'industrie, le nouveau cadre prudentiel est court-termiste car il impose des exigences de fonds propres trop importantes pour les investissements de long-terme ; il est par ailleurs source de volatilité et de procyclicité, avec le changement de valorisation du bilan qui passe d'une vision comptable à une vision économique (comptabilisation à la juste valeur) sensible aux évolutions des marchés. Les compagnies d'assurance vont obtenir un report de l'application de la réforme dont la mise en œuvre était prévue initialement en 2012 et sera finalement appliquée à partir de 2016 ; ainsi que la mise en place d'un « paquet » de mesures visant à assurer un traitement réglementaire approprié des actifs de long terme qui seront intégrées à une nouvelle directive proposée en janvier 2011 et adoptée en avril 2014 (Omnibus II). Ce paquet législatif « branches longues » comporte des modifications de la valorisation à la juste valeur du bilan (avec notamment pour objectif d'en diminuer la volatilité) et a pour principal effet de diminuer le montant des provisions techniques des compagnies d'assurance. Le texte prévoit un passage du niveau des provisions techniques calculées avec les règles de Solvabilité I à celui calculé avec les règles de Solvabilité II sur 16 ans (pour plus de détail voir, **ACPR, 2014**).

⁹ Ce comité deviendra, à partir de novembre 2010, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, ou EIOPA)

- **Un nouveau cadre microprudentiel inspiré de la réglementation bancaire**

La mise en place du nouveau cadre microprudentiel de Solvabilité II montre la prégnance du paradigme réglementaire néolibéral malgré la crise de 2008. Il s'agit en effet d'en étendre les principes au secteur des assurances à travers le recours à une réglementation de fonds propres, le recours à la valorisation de marché et aux modèles de risques interne. Même si la crise a retardé l'application du cadre de Solvabilité II, celui-ci s'appliquera en intégrant un compromis sur le recours à la valorisation de marché s'agissant des actifs de long terme. En termes d'approches réglementaires, les amendements obtenus (en partie à la faveur de la crise) par les compagnies d'assurance notamment en matière de recours à la valorisation de marché témoignent du renforcement de l'approche ordolibérale. A noter que Solvabilité II s'inscrit dans la volonté d'assurer des conditions égales de concurrence entre les intermédiaires financiers (malgré les spécificités de leur métier), en imposant au secteur des assurances des contraintes prudentielles cohérentes avec celles appliquées dans le secteur bancaire.

2.1.5. Réglementation des fonds d'investissement : de nouvelles obligations de transparence et de gouvernance

Outre les banques et les assurances, les fonds d'investissement, de diverses natures, font également l'objet d'une réglementation sectorielle. Le rapport de Larosière insiste également sur la nécessité de renforcer l'encadrement de ces intermédiaires, dans la mesure où ils ont également largement pris part au développement de la crise financière mondiale. Il s'inquiète ainsi du développement d'un « système bancaire parallèle » constitué d'acteurs des marchés peu ou non réglementé, et recommande « d'étendre une réglementation appropriée, d'une manière proportionnée, à toutes les entreprises et entités qui mènent des activités financières de nature potentiellement systémique, même si elles n'ont pas de lien direct avec le grand public ». La préoccupation d'une harmonisation des réglementations financières imposées aux différents intermédiaires financiers est ainsi réaffirmée. Le programme de réformes financières engagé par l'Union européenne va, à cet égard, s'attacher à mettre en place ou à adapter les réglementations concernant les fonds d'investissement : fonds spéculatifs, les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds de pension. Les nouvelles mesures vont tout particulièrement reposer sur de nouvelles exigences de transparence et de contrôle.

- **La réglementation des fonds « alternatifs » : la directive AIFM**

Le rapport de Larosière recommande de renforcer la réglementation des fonds spéculatifs, et en particulier « d'améliorer la transparence de tous les marchés financiers, notamment pour les hedge funds ayant une importance systémique, en imposant aux gestionnaires de hedge funds, dans tous les États membres de l'UE et dans les autres pays, des obligations d'enregistrement et d'information en ce

qui concerne leurs stratégies, leurs méthodes et leur levier, y compris en ce qui concerne leurs activités internationales ». Ces préconisations ont également été largement débattues à l'échelle internationale. Au sommet d'avril 2009 à Londres, les dirigeants du G20 se sont accordés sur la nécessité d'enregistrer les *hedge funds* ou leurs gestionnaires, de leur imposer des obligations en matière de transparence vis-à-vis des superviseurs et de gestion des risques. Dans cette perspective, l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) a publié en juin 2009 des normes pour la surveillance des *hedge funds* et le développement de réglementations cohérentes à l'échelle internationale.

Dans ce contexte, la Commission européenne a publié, en avril 2009, une proposition de directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, qui sera finalement adoptée en juin 2011. Cette directive régit l'activité des *hedge funds* et des fonds de *private equity*. Il s'agit d'une première, dans la mesure où ces secteurs ne faisaient pas l'objet de réglementation à l'échelle européenne. La directive met en place un régime contraignant d'autorisation et de supervision des gestionnaires de ces fonds, ainsi que des obligations en matière d'information sur la gestion du risque, le levier, les stratégies d'investissement, les structures organisationnelles et les niveaux de performance. Afin de pouvoir opérer sur les marchés européens, les gestionnaires de fonds doivent obtenir un « passeport européen » auprès de leur autorité nationale, qui peut être conseillée à cet égard par l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) mise en place en 2010, qui dispose également de pouvoirs de médiation en cas de désaccord entre plusieurs parties.

Trois règlements définissent des sous-catégories de fonds alternatifs : le règlement sur les fonds européens d'investissement de capital risque (EuVECA – *European Venture Capital Funds*), le règlement sur les fonds européens d'entrepreneuriat social (EuSEF – *European social entrepreneurship funds*), tous deux adoptés en avril 2013, et le règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF – *European Long-Term Investment Funds*) adopté en décembre 2015. Ces trois catégories de fonds ont pour vocation de promouvoir le financement des sociétés non cotées au sein de l'Union européenne ainsi que le financement de longue durée de projets d'infrastructure ou de PME cotées dans un cadre plus souple que celui de la directive AIFM sur les fonds alternatifs (pas de recours obligatoire à une société de gestion et à un dépositaire).

- **La réglementation des OPCVM, des fonds de pension et des fonds monétaires**

Le rapport de Larosière proposait également une revue des règles européennes pour les autres fonds d'investissement, et notamment les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). Le rapport suggère que cette revue porte « *notamment en ce qui concerne les définitions, la*

codification des actifs et les règles de délégation de gestion » et mettre en place « une surveillance plus stricte de l'indépendance des dépositaires¹⁰ ».

Au moment de la publication du rapport de Larosière, l'Union européenne venait d'adopter la version IV de la directive OPCVM (ou UCITS - *Undertakings for collective investment in transferable securities*) en janvier 2009. Cette révision simplifie les procédures réglementaires, à commencer par le document d'information à destination des investisseurs (*Key Investor Document*) et l'enregistrement d'OPCVM dans un autre Etat membre (via une procédure simplifiée de notification des fonds de régulateur à régulateur) ; et elle facilite les opérations transfrontalières (fusions d'OPCVM, autorisation pour les fonds nourriciers d'investir leurs actifs dans un seul fonds maître situé hors du pays d'origine et création d'un passeport de « société de gestion » qui permet à la société de gestion de gérer des OPCVM domiciliés dans d'autres Etats membres, sans avoir à s'y implanter).

En juillet 2012, la Commission propose une nouvelle révision de la directive OPCVM, qui sera adoptée en juillet 2014. Elle vise à renforcer les obligations de contrôle pour les dépositaires de fonds (conformément aux propositions du rapport de Larosière), et impose des restrictions sur les rémunérations et bonus des gestionnaires de fonds visant à décourager les prises de risques excessives. Elle étend et harmonise également les sanctions pouvant être imposées par les autorités nationales en cas de mauvaise conduite, avec la possibilité pour les Etats membres d'introduire, s'ils le souhaitent, des sanctions pénales.

L'Union européenne a également adopté une révision de la réglementation des fonds de pension à travers l'adoption, en décembre 2016, de la directive IRP II (institutions de retraite professionnelle). Celle-ci prévoit de nouvelles exigences en matière de gouvernance (gestion des risques de l'IRP, politique de rémunération) ; des obligations concernant la communication des informations aux bénéficiaires ; ainsi que des dispositions pour simplifier la mobilité des travailleurs entre les différents Etats membres et les activités transfrontalières.

Les fonds monétaires font également l'objet d'un règlement adopté en juin 2017, qui introduit de nouvelles exigences en matière de gouvernance, concernant la gestion du risque via l'imposition des stress tests et des procédures internes pour déterminer la qualité du crédit des instruments du marché monétaire, et de politiques ou procédures visant à « connaître son client ». Le règlement introduit également de nouvelles exigences en matière de gestion de la liquidité pour les MMF ; et de nouvelles

¹⁰ Les dépositaires étant les entités bancaires ou financières chargées de conserver les comptes titres mais également les fonds monétaires des OPCVM.

exigences de transparence vis-à-vis des investisseurs et les autorités compétentes. Le règlement MMF est applicable à tous les produits MMF, qu'il s'agisse d'OPCVM ou de FIA.

- **De nouvelles obligations de transparence et de gouvernance pour les fonds d'investissement**

Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des fonds d'investissement :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Autres investisseurs	Nouveau régime d'enregistrement des fonds alternatifs ; Facilitation de l'activité transfrontalière ; Encadrement des rémunérations ; Obligations de transparence.	AIFM (2011)	Régime contraignant d'autorisation et de supervision des gestionnaires de ces fonds (passeport européen) ; Obligations d'information (gestion du risque, levier, stratégies d'investissement, structures organisationnelles, niveaux de performance.
		UCITS IV (2009)	Simplification des procédures réglementaires (simplification du prospectus et de l'enregistrement des fonds) ; Facilitation des opérations transfrontalières.
		UCITS V (2014)	Renforcement des obligations de contrôle pour les dépositaires de fonds ; Restrictions sur les rémunérations et bonus des gestionnaires de fonds ; Harmonisation du régime de sanctions.
		IRP (2016)	Nouvelles exigences de gouvernance (gestion des risques, politique de rémunération) ; Obligations concernant la communication des informations aux bénéficiaires ; Dispositions pour simplifier la mobilité des travailleurs entre les différents Etats membres et les activités transfrontalières.
		MMF (2017)	Exigences de gouvernance, de liquidité et de transparence.

Tableau 5 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des fonds d'investissement

Les mesures adoptées après la crise financière mondiale en matière de réglementation des fonds d'investissement témoignent de l'opposition entre l'approche anglo-saxonne et l'approche ordolibérale dans la production de la réglementation financière. Les opposants à la mise en place d'une réglementation contraignante des *hedge funds* et des fonds de *private equity* (et en première ligne l'industrie financière britannique dont les arguments ont été relayés par le gouvernement britannique) ont particulièrement souligné les coûts imposés par une telle réglementation, jugée inutile pour des

investisseurs professionnels spécialistes du risque. Une autorégulation totale était donc préférable à un encadrement réglementaire. Les autorités britanniques étaient non seulement réticentes à mettre en place une réglementation contraignante, mais également à accorder de nouveaux pouvoirs à l'ESMA. A l'inverse, d'autres voix se sont élevées pour améliorer la transparence des *hedge funds* (Cartapanis, 2009a). Les tenants de l'approche anglo-saxonne ne vont pas avoir gain de cause mais cependant obtenir plusieurs contreparties, avec la facilitation de l'obtention du passeport européen y compris pour les fonds non basés dans l'UE, l'obtention de postes stratégiques pour les britanniques au sein de l'ESMA, ainsi que des aménagements obtenus auprès de l'ESMA dans le cadre des mesures techniques d'implémentation (Buller et Lindstrom, 2012).

La différence entre les dispositions de la directive UCITS IV et la directive UCITS V témoigne également d'un déplacement dans la production de la réglementation financière de l'approche anglo-saxonne à l'approche ordolibérale. La première directive relève de la première approche : elle vise à libéraliser le secteur des OPCVM en simplifiant les procédures réglementaires et en facilitant les opérations transfrontalières. La seconde directive relève de la seconde approche en renforçant les obligations de contrôle de la part des dépositaires de fonds, et en introduisant des incitations réglementaires en matière de rémunérations et de bonus pour les gestionnaires. Cette approche est également à l'œuvre dans la directive IRP avec des obligations de transparence et des incitations réglementaires en matière de gouvernance des fonds de pension.

Ainsi, à titre de conclusion provisoire, s'agissant de la réglementation des intermédiaires financiers et du cadre de leur supervision, le programme de réforme engagé par l'Union européenne après la crise financière mondiale se caractérise par son orientation cohérente avec l'approche réglementaire ordolibérale. Il s'inscrit dans le sillon du rapport de Larosière, qui loin d'appeler à une rupture drastique avec le néolibéralisme réglementaire, appelait à « *promouvoir des incitations qui favorisent la bonne gouvernance et la transparence* », ou encore, « *bien sûr* » à « *éviter une réglementation excessive, qui entraverait l'innovation financière et compromettrait par conséquent la croissance de l'économie en général.* »

Le programme de réforme de l'UE renforce le régime d'incitations de marché, d'exigences de transparence et de gouvernance qui s'appliquait déjà aux intermédiaires financiers. Parmi les changements importants, il met en place un régime de supervision des fonds spéculatifs, il étend aux assurances la réglementation microprudentielle de fonds propres, il renforce les exigences appliquées aux banques et met en œuvre de nouvelles exigences de levier et de liquidité qui introduisent une dimension macroprudentielle. S'agissant des normes comptables, le recours à la juste valeur est accompagné d'une méthode de valorisation alternative pour les actifs de long terme. S'agissant du

cadre de supervision, les réformes s'inscrivent dans le sens d'une intégration accrue des mécanismes de supervision nationaux via la mise en œuvre de trois autorités sectorielles, elles introduisent également des éléments de supervision macroprudentielle, à travers la mise en place du Conseil européen du risque systémique et le recours accru aux *stress tests*. Elles se caractérisent, enfin, par le renforcement de la BCE notamment dans le cadre du mécanisme de supervision unique et du mécanisme de résolution unique mis en place par l'Union bancaire. Le programme de réforme de l'UE, enfin, s'inscrit également en cohérence avec les orientations discutées dans le cadre du G20 et des institutions et organismes internationaux (G20, IAS, comité de Bâle, IAIS, IOSCO).

2.2. Un régime de transparence et de gouvernance renforcé pour les agences de notation et les marchés financiers

Dans cette partie, nous nous intéresserons plus particulièrement aux réformes engagées dans l'UE dans la période ouverte après la crise de 2008 concernant les agences de notations et les marchés financiers. Outre la réglementation des intermédiaires financiers évoquée précédemment, le second chapitre du rapport de Larosière propose des recommandations pour « *remédier aux lacunes réglementaires* » s'agissant d'autres acteurs, opérations ou produits financiers qui ont contribué à l'éclatement ou à la diffusion de la crise financière mondiale. Certains de ces acteurs ou ces produits ne faisaient pas l'objet d'une réglementation à l'échelle européenne avant 2008, comme c'est le cas des agences de notation, des produits dérivés ou des ventes à découvert. Le rapport de Larosière appelle par ailleurs également à une harmonisation des dispositions à l'échelle européenne en matière d'abus de marché et de dispositions de protection des investisseurs et des consommateurs, afin de garantir des conditions égales de concurrence (« *level playing field* »), qui sera suivie d'effet.

Toutefois, les réformes des marchés financiers engagées dans l'UE dans la période ouverte après la crise financière mondiale ne s'inscrivent pas dans le cadre des recommandations du rapport de Larosière. C'est le cas de la réglementation des opérations de cession temporaire de titres, des plateformes de négociation ou encore la réglementation des indices de référence. Celles-ci sont liées à des recommandations développées dans le cadre des travaux du G20 et du *Financial Stability Board* (FSB) ou de l'IOSCO. Comme nous le verrons dans cette partie, ces différentes réformes s'inscrivent également, comme pour les intermédiaires financiers et les réformes de la supervision, dans un redéploiement des principes du néolibéralisme réglementaire.

2.2.1. Réglementation des agences de notation : un nouveau régime de supervision

Comme le note le rapport de Larosière, les agences de notation ont joué un rôle important dans l'éclatement de la crise financière mondiale, notamment en donnant des notes élevées aux tranches supérieures des produits financiers structurés, sous-estimant ainsi les risques de défaut. Cela a notamment été la conséquence de conflits d'intérêts qui caractérisent le modèle d'affaires des agences de notation, les émetteurs de titres étant également les clients des agences (modèle de l'émetteur-payeur). Le rapport de Larosière appelle à cet égard à la mise en place d'une « *réglementation efficace* » du secteur des agences de notation, rendue d'autant plus nécessaire par son caractère oligopolistique et par le rôle quasi réglementaire des agences sur les marchés financiers. La réglementation doit garantir que les notations soient « *indépendantes, objectives et de la plus grande qualité possible* », et le fonctionnement des marchés « *ne doit pas dépendre de l'avis d'un petit*

nombre d'agences, dont les avis se sont souvent révélés erronés, et qui ont trop souvent remplacé, dans les entreprises, une rigoureuse diligence. »

Le rapport formule plusieurs recommandations : la mise en place d'un système d'enregistrement et de surveillance des agences de notation sous l'égide de l'autorité européenne des marchés financiers ; un réexamen approfondi du modèle économique des agences de notation pour mettre fin aux conflits d'intérêts. Cela suppose de passer du modèle « émetteur payeur » à un modèle « acheteur payeur » et de dissocier les activités de notation et de conseil ; la réduction du recours aux notations dans les réglementations financières ; la mise en place d'un code spécifique pour les produits structurés visant à remplacer les notations. Plusieurs de ces recommandations, notamment s'agissant des conflits d'intérêts, ont été discutées au G20 de Londres en avril 2009.

Au moment où paraît le rapport de Larosière, un règlement est déjà en discussion dans l'UE pour mettre en place un dispositif européen de supervision des agences de notation, une initiative qui faisait suite aux recommandations du G20 de 2008 à Washington. Ce règlement, proposé par la Commission en novembre 2008 et adopté en septembre 2009, se donne pour objectif de gérer les risques de conflits d'intérêt, de renforcer les exigences sur les méthodologies utilisées, de rendre plus transparent le processus de notation et d'améliorer le contrôle interne des agences de notation. Il accorde aux autorités compétentes nationales un pouvoir de contrôle et de sanction. Parmi les nouvelles règles imposées aux agences de notation, on compte :

- Des mesures de **transparence** : les agences de notation doivent s'enregistrer auprès des autorités nationales, publier un rapport de transparence annuel, et mettre en place un système de contrôle interne de la qualité de leurs notations ; elles doivent rendre public les modèles, méthodes et principales hypothèses sur lesquelles elles fondent leurs notations ;
- Des mesures concernant la **qualité des notations et les produits complexes** : ces derniers doivent être identifiés clairement ; les agences doivent par ailleurs disposer d'informations de qualité en quantité suffisante sur lesquelles fonder la notation des instruments financiers ;
- Des mesures concernant **les conflits d'intérêt et la gouvernance des agences**, comme l'interdiction faite aux agences de fournir des services de conseil ; les membres du conseil d'administration seront nommés pour un seul mandat d'une durée maximale de cinq ans et ne pourront être révoqués qu'en cas de faute professionnelle. Le conseil devra compter au moins deux administrateurs indépendants dont la rémunération ne pourra pas être subordonnée aux performances économiques de l'agence, et au moins un membre présentant des compétences spécifiques en matière de titrisation et de crédit structuré.

Afin d'adapter le nouveau régime de réglementation et de supervision des agences de notation à la nouvelle architecture européenne de supervision financière adoptée fin 2010, un second règlement sera adopté en mai 2011. Conformément aux recommandations du rapport de Larosière, ce règlement fait de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) l'autorité en charge de la supervision des agences de notation, notamment en matière d'enregistrement ou de sanctions.

Les événements survenus dans le contexte de la crise de la dette dans la zone euro, ainsi que les travaux à l'échelle internationale du *Financial Stability Board* mandaté par le G20 et de l'IOSCO sur la dépendance aux notations externes, ont cependant conduit à l'élaboration de nouvelles dispositions. Un nouveau règlement et une directive vont être proposés en novembre 2011 par la Commission européenne et adoptés en mai 2013, pour compléter le régime de réglementation et de supervision des agences de notation. Ces nouvelles mesures portent sur quatre aspects :

- **Dette souveraine** : des dates sont fixées pour la publication des notations des dettes souveraines. Celles-ci doivent prendre en considération les circonstances spécifiques aux différents Etats membres. Les études et hypothèses sur lesquelles reposent ces notations doivent être rendues publiques, et une nouvelle échelle de notation plus détaillée doit être mise en œuvre.
- **Dépendance aux notations** : toutes les références à des notations externes dans les règles européennes doivent être étudiées. Toutes les références impliquant une dépendance automatique aux notations doivent être supprimées d'ici à 2020, et des alternatives pour l'évaluation du risque doivent être mises en œuvre ; l'objectif étant d'éviter les effets pervers de cette dépendance, par exemple, lorsqu'une modification de la note de la dette souveraine conduit automatiquement certains investisseurs à devoir vendre leurs obligations.
- **Conflits d'intérêt** : des limites sont imposées sur les participations croisées de sorte à prévenir les conflits entre l'intérêt de l'agence de notation et ses clients : le règlement interdit de détenir 5 % ou plus du capital ou des droits de vote de plus d'une agence de notation, à moins que ces agences n'appartiennent au même groupe. Les nouvelles règles imposeront à toute agence de notation de divulguer le fait qu'un actionnaire détient à la fois 5 % ou plus de son capital ou de ses droits de vote et 5 % ou plus d'une entité notée par ses soins ; dans le cas où ces deux chiffres sont de 10 % ou plus, l'agence de notation n'aura pas le droit de noter l'entité. Le règlement instaure par ailleurs une notation obligatoire pour certains instruments financiers structurés complexes (les retitrisations).
- **Responsabilité civile** : lorsqu'une agence de notation a commis intentionnellement ou par négligence une des infractions prévues par le règlement et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peut demander

réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'il a subi au sujet de cette infraction.

- **Publication des notations sur une plateforme de notation européenne** : les notations des agences enregistrées et agréées dans l'UE seront publiées sur une plateforme de notation européenne, opérationnelle à partir de juin 2015, afin d'améliorer la comparabilité de la notation des instruments financiers.

Les textes prévoient par ailleurs, d'ici au 31 décembre 2016, que la Commission présente au Parlement européen et au Conseil un rapport sur l'opportunité et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit, qui se chargerait d'évaluer la qualité de crédit de la dette souveraine des États membres, voire une fondation européenne de notation de crédit, qui se chargerait de toutes les autres notations de crédit. Ce rapport, publié depuis, a conclu qu'il ne serait pas utile de mettre en place un tel organisme.

- **Un nouveau régime de supervision**

La mise en place d'une réglementation des agences de notation, comme cela a été le cas pour la réglementation des fonds spéculatifs, a fait l'objet d'un intense débat réglementaire. **Quaglia (2012)** note qu'une telle réglementation était déjà appelée des vœux de la France, de l'Allemagne de l'Italie avant la crise, dans la mesure où la non-réglementation de ces agences était réputé favoriser les acteurs financiers anglo-saxons et en particulier ceux de La City ; tandis que le Royaume-Uni et les États-Unis s'y étaient opposés à l'échelle internationale (de même que pour les fonds spéculatifs et les produits dérivés). Les propositions formulées par le rapport de Larosière ont été fortement soutenues par la France et l'Allemagne (soutien qui a pris la forme d'une lettre commune de Nicolas Sarkozy et Angela Merkel en mars 2009) mais également de l'Espagne et de l'Italie. Les recommandations du rapport de Larosière ont finalement été adoptées malgré les réticences du Royaume-Uni, des pays nordiques, ainsi que des agences de notation qui se sont engagées dans un intense lobbying contre des mesures jugées trop prescriptives et coûteuses (**Quaglia, 2012**). Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des agences de notation :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Agences de notation	Enregistrement et supervision ; Obligations de transparence ;	CRA (2009)	Enregistrement et contrôle par les autorités nationales (qualité, transparence) ; Conflits d'intérêt et gouvernance : interdiction des services de conseil ; indépendance des administrateurs.
		CRA (2011)	Supervision des agences de notation par l'autorité européenne (ESMA)
	Conflits d'intérêt : restrictions et interdictions.	CRA (2013)	Calendrier de publication des notes souveraines ; Publication centralisée des notations ; Conflits d'intérêt : restrictions des participations croisées, actionnariat ; Réduction de la dépendance aux notations ; Responsabilité civile des agences ;

Tableau 6 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des agences de notation

Dans la mesure où les nouvelles mesures adoptées en matière de réglementation des agences de notation remplacent un régime d'autorégulation, on peut considérer, comme pour le cas de la réglementation des fonds spéculatif, que ces mesures témoignent également d'un déplacement de l'approche anglo-saxonne à l'approche ordolibérale. Le nouveau régime recourt largement à des instruments réglementaires de type « concurrentiel » en instaurant de nouvelles obligations de transparence aux agences de notation. Il recourt également à des dispositions incitatives, à travers des mesures qui visent à accroître la responsabilité des agences vis-à-vis des conséquences de leurs notations. S'agissant des conflits d'intérêt, il introduit également des interdictions et restrictions fortes, comme l'interdiction faite aux agences de pratiquer des activités de conseil, ainsi que des restrictions en matière d'actionnariat. Ces mesures se donnent pour objectif de garantir le caractère concurrentiel du secteur des agences de notation et de réduire les dérives liées à la concentration dans un secteur où les acteurs disposent de prérogatives quasi-réglementaires.

2.2.2. Réglementation des opérations et produits financiers : un renforcement des exigences de transparence, de couverture et de compensation

Les produits dérivés échangés de gré à gré en dehors des marchés réglementés ont joué un rôle majeur dans le déclenchement et la propagation de la crise financière, comme le rappelle le rapport de Larosière. La réglementation des dérivés de gré à gré va également être au cœur de l'agenda du G20. Les opérations ou produits financiers vont être au centre des réformes réglementaires adoptées après la crise financière mondiale, mais également certaines pratiques comme les ventes à découvert, qui ont contribué à la transmission de la crise ; ainsi que le développement du *shadow banking* dont une des sources identifiées par le *Financial Stability Board* est le recours aux opérations de cession de titres. Ces différents produits et opérations vont faire l'objet de propositions de réglementation dans la période qui nous intéresse.

- **Le règlement EMIR (2012) – produits dérivés de gré à gré**

S'agissant des produits dérivés négociés de gré à gré, le rapport de Larosière recommande de prendre des initiatives afin de « *simplifier et de normaliser* » ces produits financiers, et suggère de « *créer dans l'UE au moins une chambre de compensation centrale bien capitalisée et d'imposer son utilisation* » plus particulièrement pour les contrats d'échange sur défaut.

Cette recommandation s'inscrit également dans le programme de réglementation discuté dans le cadre du G20. Elle figure notamment dans la déclaration finale du G20 de Pittsburgh en septembre 2009. Le programme du G20 ne prévoit pas seulement que les produits dérivés échangés de gré à gré standardisés soient enregistrés et soient compensés (*cleared*), mais également que « *tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés doivent être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique selon le cas* » (déclaration finale du G20 de Pittsburgh de septembre 2009).

Dès septembre 2010, la commission européenne va proposer un règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (aussi appelé EMIR pour *European Market and Infrastructure Regulation*), qui sera finalement adopté en juillet 2012. Le texte comprend trois types de propositions :

- Les premières portent sur la **transparence du commerce des produits dérivés**. Ces derniers doivent être enregistrés auprès d'un référentiel central (*trade repositories*), et les informations collectées doivent être rendues disponibles aux superviseurs et aux autorités compétentes. Les données agrégées par classe de dérivés doivent être publiées sur une base régulière par les référentiels centraux de manière standardisée et accessible.

- Les secondes portent sur la **compensation des dérivés de gré à gré**. Une large gamme de ces produits¹¹ devront être échangés à travers des contreparties centrales (*central counterparties* ou CCPs) en charge de collecter le collatéral visant à protéger les différentes parties contre un éventuel défaut de paiement (la compensation ou *clearing*). Ces dispositions devront être appliquées par les entreprises financières ; les entreprises non-financières ne seront pas soumises à l'obligation de compensation lorsqu'elles n'utilisent des dérivés pour la couverture de leurs activités commerciales, sauf si le montant impliqué dépasse un certain seuil. D'autres exemptions sont prévues pour les transactions intra-groupes, et pour les fonds de pension (mais seulement pour une durée de 3 ans, possiblement extensible). Les produits dérivés non obligatoirement compensés se verront par ailleurs appliquer des normes plus strictes, en particulier concernant la gestion du risque.
- Les troisièmes portent sur la **réglementation des infrastructures de marché (contreparties centrales et référentiels centraux)**, au niveau national et au niveau européen. Elles prévoient notamment un régime d'autorisation et de supervision des contreparties centrales ainsi que des mesures concernant l'organisation des contreparties centrales et la gestion des risques financiers qu'elles prennent en charge.

Le processus réglementaire d'adoption du règlement EMIR a fait l'objet d'une pression importante de la part de l'industrie financière. Cela s'explique par le fait que le commerce des dérivés de gré à gré est une source importante de revenus pour les grandes banques universelles et les investisseurs institutionnels. Cette pression a contribué à insérer, dans le texte final, de nombreuses exemptions aux obligations de compensation (obligations qui introduisent des coûts supplémentaires pour les parties prenantes). Plusieurs organisations de la société civile ont également fait entendre leur voix, au sujet de la spéculation sur les matières premières. Des initiatives ont été prises pour introduire dans le texte des limites de position sur les dérivés portant sur les matières premières, c'est-à-dire une limite au montant total de dérivés de ce type détenus par une partie – mais sans succès (nous y reviendrons).

- **Ventes à découvert (2012)**

Le rapport de Larosière pointait également le rôle néfaste des ventes à découvert de titres financiers dans la transmission de la crise. La vente à découvert d'une valeur mobilière consiste, pour une personne physique ou morale, à vendre une valeur qu'elle ne possède pas, avec l'intention de racheter

¹¹ Les types de produits dérivés devant faire l'objet d'une compensation sont définies par l'ESMA et via des actes délégués de la Commission européenne. Ainsi l'obligation de compensation pour les CDS a été implémentée via le règlement délégué de la Commission du 1^{er} mars 2016.

une valeur identique à un moindre prix. Cette pratique est utilisée dans un but de couverture, de spéculation, d'arbitrage ou de tenue du marché.

La spéculation sur les dettes souveraines, rendue possible par les ventes à découvert et les contrats d'échange sur défaut (*Credit Default Swaps* ou CDS), va conduire à une réaction de la part de l'Union européenne. Après l'interdiction des ventes à découvert « à nu » par l'Allemagne en 2010, la Commission européenne va proposer en septembre de la même année un règlement sur la vente à découvert et sur certains aspects des contrats d'échange sur défaut, qui sera finalement adopté en mars 2012. Ce règlement comporte plusieurs dispositions :

- Il réglemente les **ventes à découvert des actions et des instruments de dettes souveraines** ; celles-ci devront être « couvertes » soit par un emprunt des titres concernés, soit par une assurance d'emprunt, soit par arrangement avec une partie tierce qui garantisse la disponibilité des titres concernés au moment de la vente ;
- Les **contrats d'échange sur défaut « nus » sur les obligations souveraines sont interdits**, dans la mesure où les positions sur ce type de CDS doivent s'accompagner d'une exposition réelle à un risque de défaut ou à une baisse du cours des obligations souveraines concernées ;
- **Des pénalités harmonisées** sont prévues pour un vendeur d'actions ou de titres de dette souveraine sur un marché organisé qui n'aurait pas livré les titres vendus dans les délais impartis ;
- **Un régime de notification aux autorités nationales des ventes à découvert** est mis en place en fonction de seuils, fixés pour les marchés d'action à 0,2 % de la valeur du capital social de la société concernée et pour chaque augmentation de 0,1 % au-dessus de ce seuil. Au-delà de 0,5 %, la position est rendue publique. Pour les marchés d'obligations souveraines, les ventes à découvert d'un montant significatif (à définir par l'ESMA) sont également à déclarer au superviseur compétent ;
- Les superviseurs nationaux, en coordination avec l'ESMA, sont dotés de **pouvoirs d'interdiction des ventes à découvert ou des transactions sur CDS souverains** dès lors qu'elles aboutiraient à accroître le risque systémique en situation d'urgence ;
- Les activités de tenue de marché et les *authorised primary dealers* (spécialistes en valeurs du Trésor en France) n'entrent pas dans le champ d'application du règlement européen, à la condition que la personne concernée ait notifié le régulateur compétent au préalable.

Au cours de la négociation du règlement, l'industrie financière s'est particulièrement mobilisée afin d'introduire différentes exemptions et d'éviter une interdiction stricte des ventes à découvert.

- **Le règlement SFTR (2015) – opérations de cession de titres**

Dans le cadre de ses travaux sur le *shadow banking* engagé à partir de 2011, le Financial Stability Board, a identifié les opérations de cession temporaire de titres (*securities financing transactions* ou SFT) comme sources potentielles de financement parallèle au crédit bancaire, et pointé la nécessité d'une meilleure réglementation de ces transactions. Les opérations de cession de titres sont des transactions où des titres financiers sont utilisés pour emprunter des liquidités ou d'autres titres. Elles comprennent les opérations de prêts de titres, de mise en pension (*repurchase agreement* ou repo), et d'autres opérations garanties par collatéral où intervient un transfert de propriété.

En janvier 2014, la Commission européenne a publié une proposition de règlement sur les opérations de cessions temporaires de titres (Securities Financing Transactions Regulation ou SFTR) concernant l'information et la transparence sur les opérations de cession de titres, qui sera finalement adopté en novembre 2015, et qui s'inscrit dans les travaux au plan international visant à réglementer le *shadow banking*. Ses principales dispositions sont les suivantes :

- **Les opérations de cession temporaire de titres doivent être notifiées** auprès d'un référentiel central agréé auprès de l'UE ;
- **Les gestionnaires de fonds (qu'il s'agisse d'OPCVM ou de fonds d'investissement alternatifs) doivent informer les investisseurs** de recours éventuels à des opérations de cession temporaire de titres, ainsi qu'à d'autres structures de financement similaires ;
- Le règlement prévoit que, pour toutes les opérations et pas seulement les opérations de cession temporaire de titres, **les titres utilisés comme collatéral soient crédités sur le compte-titres de la contrepartie qui les reçoit** avant que ceux-ci ne puissent être réutilisés à leur tour par cette contrepartie, lorsque cette dernière en a le droit.

Ces dispositions portent donc essentiellement sur la transparence des opérations de cession temporaire de titres, qui devront être déclarées, et plus généralement des opérations qui impliquent la réutilisation de collatéral.

- **Un renforcement des exigences de transparence, de couverture et de compensation**

Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des opérations et produits financiers :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Produits dérivés	Régimes d'enregistrement ; de notification des opérations ou produits financiers ; obligations d'information ;	EMIR (2012)	Enregistrement des produits dérivés auprès d'un référentiel central ; Compensation des dérivés de gré à gré (sauf exemptions) ; Régime d'autorisation et de supervision des contreparties centrales.
Ventes à découvert	Obligations de compensation ; de couverture ; de crédit sur le compte-titres.	Ventes à découvert (2012)	Notification des ventes à découvert ; possibilité d'interdiction en cas d'urgence ; Couverture des ventes à découvert ; pénalités en cas de problème de livraison ; Interdiction des CDS souverains « nus ».
Opérations de cession temporaire de titres		STFR (2015)	Notification auprès d'un référentiel central ; Les titres utilisés comme collatéral doivent être crédités sur le compte-titres de la contrepartie ; Obligations d'information pour les gestionnaires de fonds ;

Tableau 7 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des opérations et produits financiers

Les réglementations sur les produits dérivés de gré à gré, les ventes à découvert et les opérations de cession de titres se caractérisent par la mise en place de régimes d'enregistrement ou de notification des opérations ou produits financiers et des obligations de transparence ; ainsi que des contraintes prudentielles avec des obligations de compensation, de couverture, ou de crédit sur le compte-titres. Le recours aux interdictions est marginal, et ne concerne que les CDS souverains « nus ». Ces réformes sont conformes au paradigme réglementaire néolibéral. Par le déplacement de l'autorégulation à la réglementation et la supervision par la transparence, elles témoignent également du renforcement de l'approche ordolibérale.

2.2.3. Réglementation des plateformes de négociation : une extension du domaine de la transparence

Si le rapport de Larosière n'évoque pas ou peu la question de la réglementation des plateformes de négociation, celle-ci a fait l'objet d'une attention particulière de la part du G20 aux lendemains de la crise financière mondiale. L'approche « *less is more* » (que l'on peut traduire par « moins donne plus »), associée à l'approche réglementaire anglo-saxonne est clairement remise en cause. Avant d'aborder la question de la réglementation des infrastructures de marché après la crise, il convient d'examiner les évolutions réglementaires qui ont marqué les années 2000 avec notamment l'adoption de la directive « marchés d'instruments financiers » dite MiFID.

- **La directive MiFID (2004)**

La directive MiFID, adoptée en 2004 et entrée en application en 2007, avait constitué une étape majeure dans la libéralisation des marchés de capitaux dans l'Union européenne. Au début des années 2000, la Commission formulait un diagnostic depuis régulièrement renouvelé : celui d'une carence dans l'offre de financement qui pèserait sur la croissance des économies européennes. La recommandation de la Commission était à cet égard de développer de nouveaux financements via les marchés financiers pour améliorer le financement de l'économie – qui reposait et repose encore majoritairement dans l'Union européenne sur le crédit bancaire.

Il s'agissait, pour ce faire, d'accroître la concurrence entre les plateformes de négociation afin de réduire les coûts de transactions liés aux commissions, en facilitant le développement de concurrents aux grandes bourses nationales. La diminution de ces coûts devait permettre d'accroître le nombre de transactions sur les marchés secondaires, donc la liquidité, afin d'attirer plus d'investisseurs y compris sur les marchés primaires, et ainsi de diminuer le coût du capital pour les émetteurs. La concurrence accrue sur le marché des plateformes de négociation devait par ailleurs permettre une consolidation sur ce marché et le développement de véritables plateformes pan-européennes qui garantiraient une fourniture de liquidité qui ne soit pas fragmentée à l'échelle nationale (**Finance Watch, 2012**).

Pour accroître la concurrence, MiFID a aboli la « règle de concentration des ordres » qui permettait aux Etats membres de contraindre les acteurs financiers à effectuer les transactions sur les marchés réglementés (généralement, les bourses nationales) afin de maintenir ces derniers et de les protéger. Dans l'approche privilégiée par MiFID, les plateformes de négociations (*trading venues*) peuvent définir leurs propres règles et les acteurs financiers doivent être libres de choisir où exécuter leurs transactions. La directive vise à créer un « marché des marchés », censé contribuer à réduire les coûts de transactions, et promeut la concurrence entre différentes catégories de plateformes de négociation, correspondant à différentes exigences de transparence. Les nombreuses exemptions aux exigences de transparence prévues par MiFID ont par ailleurs contribué au développement

exponentiel des transactions opaques, via les bassins opaques de liquidité (*dark pools*) et les opérations de gré à gré (**voir annexe 8**).

Le développement des marchés opaques et peu réglementés rendu possible par MiFID avait été particulièrement bien accueillie par les grandes institutions financières à plusieurs égards :

- Les marchés opaques et peu surveillés permettent aux grandes institutions financières de bénéficier pleinement des asymétries d'information sur ces marchés. Ils permettent notamment d'éviter les impacts sur les marchés liés aux transactions de grande envergure et de mettre en échec les stratégies prédatrices liées aux algorithmes de trading haute-fréquence, qui exploitent les informations publiques sur les marchés non opaques.
- Le cadre réglementaire de MiFID prévoit des obligations de transparence pré et post-négociation sur les marchés réglementés, mais aucun dispositif de consolidation centralisée des informations¹². Cela a pour conséquence de faire reposer un coût important de consolidation des informations sur les acteurs de marché. A la différence des petits investisseurs, les grandes institutions financières disposent de la technologie et des moyens pour « re-consolider » les informations financières et ainsi bénéficier d'un avantage informationnel.
- Avec le développement de plateformes alternatives et le développement du gré à gré MiFID a permis aux grandes institutions financières d'internaliser encore davantage la chaîne de valeur depuis la création de produits financiers, le conseil et la vente, la négociation et la compensation et le règlement.

MiFID se donnait ainsi pour objectif d'accroître la concurrence sur le « marché des marchés » des plateformes de transactions en introduisant notamment des régimes de transparence à plusieurs vitesses. La crise de 2008 va cependant contribuer à rebattre en partie les cartes en particulier en matière de surveillance des instruments financiers complexes et de transparence financière.

- **Le paquet MiFID II (2014) et le règlement CSDR (2014)**

Comme indiqué précédemment, le G20 va rapidement se saisir, après la crise, de la question des infrastructures de marché. Les participants aux G20 de Cannes en 2011 appelaient, dans leur déclaration finale, à renforcer la réglementation et la supervision des marchés financiers. Les membres

¹² A la différence des Etats-Unis où le *Consolidated Quote System* (CQS), et le *Consolidated Tape System* (CTS) centralisent les informations respectivement sur les informations pré et post-négociation. Le CQS met à disposition des acteurs des marchés la meilleure offre (*National Best Bid and Offer*) pour chaque titre coté basé sur le prix, la taille et la rapidité d'exécution ; de même le CTS met à disposition les informations post-négociation pour chaque titre.

du G20 s'engageaient en particulier à « *mettre en œuvre [...] les mesures destinées à faire face aux risques posés par les transactions à haute fréquence¹³* » recommandée par l'IOSCO, et à « *appliquer pleinement* » les principes directeurs élaborés par le FSB en matière de protection des consommateurs de services financiers. S'agissant plus spécifiquement des marchés dérivés de matières premières, ils s'engageaient à « *garantir une plus grande transparence des marchés physiques et financiers de matières premières, y compris des marchés de gré à gré, et parvenir à une régulation et une supervision appropriées des acteurs de ces marchés* ». Au niveau de l'Union européenne, ces engagements vont être mis en œuvre à travers la révision de la directive marchés d'instruments financiers, dite MiFID II.

Afin de mettre en œuvre les recommandations du G20 évoquées précédemment, la Commission européenne a engagé en octobre 2011 la révision de la directive MiFID, avec la proposition d'une directive et d'un règlement (MiFID II / MiFIR que nous désignerons par la suite plus simplement sous l'acronyme MiFID II). Le paquet MiFID II ne constitue pas une remise en cause fondamentale des principes de la directive MiFID mais visent à corriger ses « failles apparentes » (**Commission européenne, 2011**). Aux objectifs de la précédente directive (« *accroître l'intégration, la compétitivité et l'efficacité des marchés financiers de l'UE* »), il ajoute un nouvel objectif, celui d'établir « *un système financier plus sûr, plus sain et plus responsable, au service de l'économie et de la société* », comme indiqué dans le texte de la proposition de la Commission. Les textes finaux du paquet MiFID II seront adoptés en mai 2014 après un parcours réglementaire mouvementé. Ils comprennent plusieurs types de dispositions à cet égard et notamment :

- **Extension du domaine de la transparence financière** : Alors que MiFID n'imposait des obligations de transparence que sur les quelques milliers d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé européen (6000 environ), MiFID II étend cette exigence aux obligations, produits financiers structurés, quotas d'émissions de CO2 et instruments dérivés, qui représentent des centaines de milliers d'instruments financiers.

Les dérogations à la transparence pré-négociation demeurent, mais certaines sont encadrées en termes de volume et précisées. MiFID II instaure, pour les actions cotées, une obligation de négociation sur une plateforme de négociation (marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation ou internalisateurs systématiques). Les dérivés soumis à l'obligation de compensation centrale et qui seront jugés suffisamment liquides par le régulateur européen, l'ESMA, devront également être obligatoirement négociés sur des plateformes.

MiFID II introduit à cet égard un nouveau type de plateforme « privée » de négociation (système de négociation organisé) pour les dérivés mais également pour les obligations,

¹³ Cette citation ainsi que les suivantes sont tirées de la déclaration finale du G20 de Cannes de novembre 2011.

produits structurés et quotas d'émission, qui permet d'adopter des règles discrétionnaires de fonctionnement dans l'appariement des ordres (contrairement aux marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation). Ces nouvelles contraintes visent à limiter la part des transactions exécutées de gré à gré. Le paquet réglementaire étend par ailleurs l'obligation de transparence post-négociation aux opérations de gré à gré. Les institutions financières doivent rendre publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure de leur conclusion.

- **Dérivés sur matières premières** : En plus des dispositions applicables à l'ensemble des dérivés évoquées ci-dessus, MiFID II prévoit des dispositions spécifiques aux dérivés sur matières premières. Les détenteurs de positions sur ces dérivés sont soumis à une obligation de déclaration et à des limites de position. Un régime d'exemption est néanmoins prévu pour les participants de marché dont l'activité sur dérivés sur matières premières est secondaire par rapport à leur activité principale.
- **Encadrement du trading haute-fréquence (THF)** : MIFID II prévoit un certain nombre de dispositions encadrant la négociation algorithmique et la négociation à haute fréquence (*high frequency trading* ou HFT) afin de répondre aux risques de ces pratiques en termes de stabilité financière et d'abus de marché. Le paquet MiFID II harmonise notamment le pas de cotation, c'est-à-dire l'écart minimal entre deux cotations sur un même titre, afin de mettre fin à la « course à la granularité » sur les cotations. Les algorithmes cherchent en effet à profiter d'écarts de prix microscopiques, mais qui, réalisés à haute fréquence, permettent des gains substantiels. De nouvelles exigences sont imposées aux acteurs ayant recours au THF, qui doivent notifier les autorités compétentes, tester les algorithmes qu'elles utilisent, et conserver selon un format spécifique les données d'ordres afin de pouvoir les remettre à l'autorité compétente sur demande. Les plateformes de négociation doivent mettre en place les mesures nécessaires pour permettre la suspension de la fourniture d'un accès électronique direct par un membre si nécessaire et la réalisation des tests et l'identification des algorithmes utilisés par leurs membres via un marquage des ordres. D'autres mesures sont également prévues telles que l'encadrement de l'activité de tenue de marché et des structures de frais des plateformes de négociations, notamment les services de colocalisation.
- **Protection des consommateurs et encadrement des rémunérations et avantages** : MIFID II comprend également des mesures visant à mieux encadrer la création et la distribution de produits financiers, et améliorer l'information sur les coûts, les charges et les frais que vont devoir supporter les clients des institutions financières, non seulement au moment de l'achat du produit mais aussi tout au long de la vie de ce placement. Elle encadre également les rétrocessions de commissions (*inducements*) en rapport avec la fourniture d'un service à un client, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour son compte,

notamment pour les activités de conseil en investissement indépendantes, ainsi que celles de gestion sous mandat.

Afin de compléter la réforme des infrastructures de marché, la Commission européenne va également proposer et mettre en place, en plus des nouvelles dispositions concernant les contreparties centrales et les plateformes de négociation, une nouvelle réglementation des dépositaires centraux de titres. Elle publie en mars 2012 une proposition de règlement pour harmoniser l'activité des dépositaires centraux en charge du dépôt et des règlements de titres. Ce règlement, désigné sous l'acronyme CSDR, sera finalement adopté en juillet 2014. Son objectif est d'harmoniser les règles applicables aux dépositaires centraux dans l'Union européenne (en introduisant des normes de présentation des titres et de *reporting* auprès de l'ESMA), d'accroître la qualité et la sécurité des infrastructures et opérations de règlements de titres (y compris avec l'introduction de pénalités en cas de défaillances, nouvelles exigences prudentielles) et d'établir des conditions de concurrence équitable afin de créer un marché intégré du règlement de titres entre opérateurs nationaux et internationaux.

- **Une extension du domaine de la transparence**

Le paquet MiFID II/MiFIR constitue une réforme emblématique du programme de réglementation adopté dans l'Union européenne après la crise. Il a, comme de nombreuses autres réformes déjà citées, été l'objet d'un intense débat réglementaire. Les entreprises de trading haute-fréquence se sont particulièrement mobilisées contre les mesures les plus fortes concernant leur activité (période minimale de détention des titres, augmentation des frais pour l'annulation des ordres). L'industrie financière ainsi que les industriels de l'énergie et des matières premières se sont mobilisés pour affaiblir les dispositions sur les dérivés de matières premières (notamment les limites de position) et introduire des exemptions pour ces mesures qui visent à limiter les manipulations spéculatives sur les prix, notamment associées à la crise alimentaire mondiale de 2007 et 2008.

La question de la spéculation sur les produits de base et la nourriture en particulier a fait l'objet d'une large campagne de différentes ONG¹⁴ auprès du Parlement européen et du Conseil, avec à la clé une pétition, des courriers aux membres du Conseil, et différentes actions de plaidoyer pour défendre des mesures strictes sur les dérivés de matières premières. Notons par ailleurs qu'un certain nombre de décisions importantes, comme la définition des limites de position ou celle du trading haute-fréquence, ont été renvoyées à des actes délégués de la Commission sur la base d'avis de l'ESMA.

¹⁴ Notamment les Amis de la Terre Europe, Foodwatch, Somo, Weed, Avaaz ainsi que le World Development Movement.

Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des infrastructures de marché :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Plateformes de négociation	<p>Mise en concurrence des plateformes de négociation ;</p> <p>Introduction d'un régime de transparence à « géométrie variable », renforcé avec MiFID II ;</p> <p>Obligation de négocier les dérivés normalisés sur des plateformes</p> <p>Encadrement du trading haute-fréquence ;</p> <p>Mesures de protection des consommateurs.</p>	MiFID (2007)	Suppression de la règle de concentration des ordres ; Introduction d'un régime de transparence différencié sur les marchés d'actions selon différents types de plateformes de négociation (voir annexe 8).
		MiFID II (2014)	Extension du régime de transparence aux marchés d'obligations, de produits financiers structurés, de quotas d'émission et d'instruments dérivés ; Introduction d'un nouveau type de plateforme de négociation dotés de règles discrétionnaires pour les titres hors actions ; Obligation de négocier les actions sur des plateformes de négociation ; Obligation de négocier les dérivés normalisés sur des plateformes de négociation ; Limites de position sur les dérivés de matières premières ; Encadrement du trading haute-fréquence ; Obligations d'information supplémentaires sur les produits financiers ; Encadrement des rétrocessions de commissions (<i>inducements</i>).
Dépositaires centraux	Autorisation et supervision des référentiels centraux	CSDR (2014)	Harmonisation de la réglementation des dépositaires centraux ; Régime d'autorisation et de supervision des dépositaires centraux.

Tableau 8 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des infrastructures de marché

Si les dispositions de MiFID avaient organisé la libéralisation du secteur des plateformes de négociation associée à un régime de transparence minimal (applicable aux actions sur les marchés réglementés), les mesures prises après la crise dans le cadre de MiFID II se traduisent par le souci d'accroître la

transparence en élargissant les obligations de transparence à de nombreux titres financiers, y compris aux transactions de gré-à-gré s'agissant des obligations de transparence post-négociation. MiFID II instaure également une obligation pour les actions et dérivés normalisés d'être échangés sur des marchés réglementés. Néanmoins le régime de transparence comprend de nombreuses dérogations et introduit un nouveau type de plateforme « privée » de négociation, les systèmes de négociation organisés, qui permettent un appariement discrétionnaire des ordres. Le paquet MiFID II introduit également des nouvelles obligations de transparence, notamment pour les entreprises de trading à haute fréquence. La directive CSDR introduit quant à elle un nouveau régime d'autorisation et de supervision des dépositaires centraux. D'une manière générale, les réformes en matière de réglementation des infrastructures de marché se caractérisent par une extension du domaine de la transparence financières avec l'introduction de nouvelles obligations de divulgation de l'information qui correspondent davantage à l'approche réglementaire ordolibérale.

2.2.4. **Abus de marché, produits d'investissement de détail, crédit hypothécaire et indices financiers : un renforcement de la protection des investisseurs et consommateurs**

Le rapport de Larosière appelait à garantir l'uniformité et la clarté des règles en matière de surveillance financière ; différentes réformes vont être engagées après la crise pour uniformiser les dispositions en matière d'abus de marché, les produits d'investissement de détail fondés sur l'assurance, ou encore les prêts hypothécaires. De nouvelles dispositions ont également été proposées en réponse aux scandales des manipulations des taux de référence (LIBOR, EURIBOR...) apparus en 2012 et dans le cadre des travaux engagés par l'IOSCO pour réformer les indices et les taux de référence et en particulier les taux IBORs (*InterBank Offered Rates*).

- **Règlement et directive abus de marché (2014)**

La Commission européenne publie en octobre 2011 une proposition de règlement et une proposition de directive visant à mettre à jour les dispositions de la directive abus de marché, dite MAD pour *Market Abuse Directive*, en particulier les délits d'initiés et les manipulations de marché. Ce paquet législatif, dit MAD 2, se donne pour objectif d'assurer l'intégrité et le bon fonctionnement et l'intégration des marchés financiers, en harmonisant les règles et sanctions et en contribuant ainsi à des conditions égales de concurrence (*level playing field*). Ces deux textes, dits MAR (pour *Market Abuse Regulation*) et CSMAD (pour *Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation Directive*), seront finalement adoptés en avril 2014.

Le règlement MAR précise la définition de **délit d'initié** ; celle-ci est élargie afin d'inclure y compris les délits d'initiés sur les contrats au comptant sur matières premières, ainsi que l'utilisation d'information privilégiée pour modifier ou annuler un ordre. Les émetteurs de titres et participants des marchés de

quotas d'émission doivent pouvoir fournir sur demande à l'autorité compétente une liste d'initiés ayant accès à des informations privilégiées. L'obligation pour les dirigeants de sociétés cotées de déclarer leurs transactions est renforcée en réduisant le délai de déclaration ainsi qu'en leur interdisant de réaliser, dans le mois précédent la publication des rapports annuels et semestriels, des transactions sur les instruments financiers des émetteurs auxquels ils sont liés, avec néanmoins la possibilité pour l'émetteur d'autoriser certaines transactions pendant cette fenêtre sous certaines conditions. Le règlement MAR prévoit également un nouvel abus de marché en assimilant à un délit d'initié le fait pour une personne non initiée de réaliser une transaction sur la base d'une recommandation ou d'une incitation d'acheter ou de vendre qui lui a été transmise par un initié, dès lors que cette personne sait, ou devrait savoir, que la recommandation ou l'incitation est basée sur des informations privilégiées.

S'agissant des **manipulations de marché**, le règlement étend le dispositif de déclaration des opérations suspectes, qui était jusqu'à présent limité aux seuls marchés réglementés, aux instruments négociés sur des systèmes multilatéraux de négociation (SMN) ou des systèmes organisés de négociation (OTF), aux enchères et transactions sur quotas d'émission, ainsi qu'aux transactions portant sur des contrats au comptant sur matières premières dont la valeur est liée à celle d'un instrument financier. Les tentatives d'abus de marché sont également incluses, ainsi que les modifications ou annulations d'ordre, ou encore les manipulations d'indices (*benchmarks*). Les entreprises doivent mettre en place des systèmes de surveillance des opérations suspectes et les déclarer aux autorités. Les analystes et conseils financiers sont tenus de déclarer d'éventuels conflits d'intérêts.

Compte tenu du champ d'application étendu de MAR et des évolutions technologiques (caractérisées par un recours important à la négociation algorithmique et à haute fréquence, des interventions inter-marchés et inter-produits, mais aussi par la création d'instruments financiers très variés), la Commission européenne devra adopter des actes délégués pour déterminer des indicateurs de manipulation de marché. MAR introduit également un nouveau dispositif en vue de permettre le signalement auprès des autorités compétentes de tout manquement réel ou potentiel au règlement par d'éventuels lanceurs d'alerte.

Le règlement prévoit également un certain nombre d'exemptions conditionnelles permettant à des opérations qui pourraient être assimilées comme des abus de marché d'une présomption de légitimité, notamment pour les sondages de marché, pour les programmes de rachat (*buy-back programmes*) ou les opérations de stabilisation. Les autorités nationales peuvent définir, sous condition de transparence, un certain nombre de pratiques de marché admises. Il est par ailleurs prévu que les

institutions financières puissent retarder la publication d'informations privilégiées pour des raisons de stabilité financière dans certaines conditions.

MAR prévoit également une harmonisation du régime de sanctions des abus de marché. Sept critères de détermination du type et niveau des sanctions administratives sont prévus par le règlement. Les autorités compétentes doivent disposer de pouvoir d'enquête et de sanction, avec à la clé des amendes, ou encore de prononcer l'interdiction provisoire de négocier pour leur propre compte ou d'exercer des fonctions de gestion au sein d'entreprises d'investissement pour les personnes dont la responsabilité est engagée pour le manquement. MAR prévoit par ailleurs qu'un refus de coopérer ou d'obtempérer dans le cadre d'une enquête, d'une inspection ou d'une demande des services de surveillance d'un régulateur doit pouvoir être considéré comme une violation de ses dispositions et donc faire l'objet d'une mesure du régulateur ou d'une sanction prononcée par lui.

La directive CSMAD impose par ailleurs aux Etats membres de mettre en place des sanctions pénales accompagnant les sanctions administratives prévues par MAR – sauf pour le Royaume-Uni et le Danemark qui se sont retirés de l'application de la directive.

- **Le règlement PRIIPS (2014)**

La Commission européenne publie en juillet 2012 une proposition de règlement sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, dit PRIIPs pour *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*. Ce texte vise à renforcer la protection des investisseurs de détail, en réglementant les produits d'investissement conçus ou distribués par les assurances, banques ou encore les fonds de placement. Le texte sera finalement adopté en novembre 2014, pour une mise en application en janvier 2018.

La principale disposition du règlement PRIIPs consiste à introduire un document d'information clé (*Key Information Document* ou KID) sur les caractéristiques principales des produits d'investissement (en particulier ses coûts, risques, performance) conformément aux normes techniques réglementaires adoptées via un acte délégué en février 2017. Le règlement PRIIPs impose aux concepteurs et distributeurs des produits d'investissement de détail, ainsi qu'aux conseils financiers, de publier les informations clés sur ces produits ou de les rendre disponibles aux potentiels investisseurs. Cette disposition concerne de nombreux produits d'investissement d'assurance, comme les contrats d'assurance-vie, ou les produits non-assurantielles, OPCVM, fonds alternatifs de détail, produits dérivés ou de titrisation, titres structurés, produits de retraite.

- **La directive sur le crédit hypothécaire (2014)**

Compte tenu du rôle des prêts hypothécaires dans le déclenchement de la crise, le G20 avait chargé le Conseil de stabilité financière d'établir des principes pour des pratiques saines en matière de souscription de prêts relatifs à des biens immobiliers à usage résidentiel. Pour uniformiser les règles en matière de crédit hypothécaire et mettre en œuvre les recommandations internationales, la Commission européenne publie en mars 2011 une proposition de directive sur le crédit hypothécaire (*Mortgage Credit Directive* ou MCD). Ce texte vise à établir un cadre de normes de conduite pour la distribution des crédits hypothécaires dans l'UE. Le texte sera finalement adopté en février 2014, pour une transposition dans les droits nationaux prévue d'ici à mars 2016.

La MCD met en place des règles communes applicable au marché des crédits hypothécaires immobiliers visant à mieux informer les consommateurs des coûts liés à de tels contrats, à leur permettre de mieux comparer les offres et à leur laisser une période de réflexion avant la signature du contrat. Elle introduit des mesures visant à protéger les consommateurs de pratiques abusives et trompeuses de la part des créanciers. Les consommateurs doivent avoir accès à un document normalisé (*European Standardised Information Sheet* ou ESIS) mentionnant l'impact potentiel de l'évolution du taux d'intérêt, le coût annuel du contrat. La directive régleme les pratiques des vendeurs de crédits hypothécaires ; notamment en matière de publicité, d'évaluation de la solvabilité, de compétence des vendeurs, de remboursement anticipé, d'évaluation des propriétés mais également en interdisant les ventes conditionnelles, et en imposant une période de réflexion de 7 jours minimum pour les consommateurs.

- **Le règlement Benchmark (2016)**

Le nouveau Règlement Benchmark, également appelé « BMR » (« *BenchMark Regulation* ») est la réponse législative européenne aux scandales des manipulations des taux de référence (LIBOR, EURIBOR...) apparus en 2012. Les sanctions pour manipulation de ces indices ont été nombreuses et très importantes : au total, ce sont aujourd'hui plus de 10 milliards de dollars d'amendes qui ont été prononcées à l'encontre des banques fautives. Face à ces dysfonctionnements, l'UE a estimé qu'il était nécessaire de renforcer la cadre réglementaire applicable aux indices de références. Le règlement Benchmark s'inscrit par ailleurs dans une démarche internationale engagée dans le cadre de l'IOSCO afin de réformer la manière de calculer les indices et les taux de référence et en particulier les taux IBORs (InterBank Offered Rates). Ces taux sont particulièrement importants dans l'industrie financière car massivement utilisés par les banques, assureurs et assets-managers dans le calcul du taux de rémunération de leurs émissions, fonds, obligations...

Le règlement Benchmark a été proposé en septembre 2013 et adopté en juin 2016. Ses objectifs sont au nombre de quatre : encadrer les risques de conflits d'intérêts qui peuvent exister dans l'activité de fourniture d'un indice de référence ; garantir la fiabilité des méthodes et données utilisées pour fournir d'un indice de référence ; éviter le risque de manipulation de l'indice de référence ; protéger le consommateur, qui peut être exposé économiquement à l'évolution d'un indice (par exemple, dans un contrat de prêt immobilier ou un fonds d'investissement).

Le Règlement Benchmark distingue et définit 3 catégories de personnes morales auxquelles les exigences s'appliquent :

- Les administrateurs contrôlent la fourniture d'un indice de référence au sein de l'UE, à savoir l'ensemble des dispositifs et des tâches nécessaires au calcul d'un indice de référence ;
- Les contributeurs fournissent des données sous-jacentes non facilement accessibles et nécessaires à la détermination d'un indice de référence ;
- Les utilisateurs, qui utilisent des indices auxquels s'applique le Règlement Benchmark.

Les administrateurs doivent disposer d'un agrément spécifique leur permettant de proposer leur taux ou leur indice comme référence. Cet agrément sera accordé par le régulateur en fonction d'une série de critères à respecter dont l'obligation de respecter des règles qui couvrent la gouvernance, l'encadrement des risques de conflits d'intérêts, la mise en place d'un dispositif de contrôle, la transparence de l'indice de référence auprès des utilisateurs et des investisseurs ou encore la mise en place d'un code de conduite pour les contributeurs.

Le règlement Benchmark met en place trois catégories d'indices de référence qui devront respecter chacun des critères d'éligibilité : indice d'importance critique (comme les indices IBOR) ; indice d'importance significative et indice d'importance non-significative. Les exigences du règlement Benchmark sont proportionnées à l'importance de l'indice de référence. Les administrateurs des indices de référence critique doivent respecter toutes les exigences, à savoir assurer l'intégrité des données via systèmes et contrôles ; limiter l'externalisation de la gestion ; respecter les obligations de transparence sur les informations clés liés à la vulnérabilité de l'indice ; mettre en place un mécanisme de gestion des réclamations ; conserver les données ; mettre en place code de bonne conduite précisant les obligations des contributeurs.

Les trois dernières exigences ne sont pas obligatoires pour les indices d'importance significative ; enfin les administrateurs des indices non significatifs peuvent choisir de ne pas se conformer à certaines exigences du règlement Benchmark mais doivent le déclarer et justifier leurs décisions. A noter que plusieurs groupes de travail se sont mis en place au niveau international et européen afin de réfléchir

sur la réforme des indices de référence et plus particulièrement du LIBOR. Dans l'Union Européenne, plusieurs groupes de travail se sont formés pour trouver un remplaçant à l'EURIBOR et notamment au sein de l'EMMI (l'organisme qui administre l'EURIBOR) ou de la Banque centrale européenne, qui a récemment communiqué sur le taux ESTER Euro Short-Term Rate. Afin de restaurer la confiance, les nouveaux indices devront par ailleurs être soumis à l'ESMA, qui aura pour rôle de vérifier qu'ils respectent bien le Règlement Benchmark. L'ESMA fournira, à travers son site internet, la liste des indices de référence, mais également la liste des administrateurs agréés.

- **Un renforcement de la protection des investisseurs et consommateurs**

Le tableau ci-dessous récapitule les mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des abus de marché, produits d'investissement de détail, crédit hypothécaire et indices financiers :

Secteur	Caractéristiques des réformes	Mesures adoptées	Contenu des mesures
Abus de marché	Harmonisation des exigences de transparence et de gouvernance	Règlement et directive abus de marché (2014)	Définition plus large du délit d'initié ; Obligations d'information renforcées ; Extension du dispositif de déclaration des opérations suspectes aux SMN et OTF ; Systèmes internes de surveillance des opérations suspectes ; Déclaration des conflits d'intérêts pour les analystes et conseils ; Harmonisation du régime de sanction ; sanctions pénales prévues par CSMAD.
Produits d'investissement de détail		Règlement PRIIPS (2014)	Introduction d'un document d'information clé sur les caractéristiques principales des produits d'investissement.
Crédit hypothécaire		Directive MCD (2014)	Introduction d'un document normalisé ; réglementation des pratiques de vente.
Indices financiers		Règlement BMR (2016)	Agrément pour les administrateurs d'indices de référence ; Exigences de transparence et de gouvernance plus ou moins étendues en fonction de l'importance de l'indice.

Tableau 9 : mesures adoptées après la crise de 2008 en matière de réglementation des abus de marché, produits d'investissement de détail, crédit hypothécaire et indices financiers

Comme pour la réglementation des opérations et produits financiers ou des plateformes de négociations, les nouvelles exigences en matière de protection des investisseurs et consommateurs

prennent essentiellement la forme d'une harmonisation des exigences de transparence et de gouvernance.

Ainsi s'agissant de la réglementation des agences de notation et des marchés financiers, le programme de réformes financières de l'UE se caractérise également par son orientation cohérente avec l'approche réglementaire ordolibérale et par le renforcement d'un régime d'incitations de marché, d'exigences de transparence et de gouvernance. Parmi les changements importants, on compte la mise en place d'un régime d'enregistrement et de surveillance des agences de notation, la mise en place d'un régime d'enregistrement des produits dérivés et de compensation d'une partie des transactions de dérivés de gré à gré, ainsi que d'un régime de transparence des ventes à découvert ainsi que des opérations de cession temporaire de titres ; et de manière générale une extension des exigences de transparence sur la plupart des plateformes de négociation (MiFID II). Ces réformes s'accompagnent d'un renforcement des dispositions concernant la protection des investisseurs et des consommateurs.

Conclusion du chapitre

Le tableau ci-dessous récapitule l'évolution de la réglementation dans l'Union européenne dans différents domaines après la crise financière mondiale :

Domaine	Mesures adoptées avant la crise	Mesures adoptées après la crise
Normes comptables	IAS (2002) <i>Généralisation de la juste valeur</i>	Amendement IFRS 9 (2016) <i>Limitation du recours à la juste valeur (test du prêt basique)</i>
Banques	CRD (2006) <i>Exigences prudentielles pondérées des risques Autorégulation partielle (modèles de risque interne)</i>	CRDII (2009), CRDIII (2010), CRD IV (2013) <i>Renforcement des exigences ; ratios de levier et de liquidité</i>
Assurances	Solvabilité II (2009) <i>Valorisation des actifs à la valeur de marché Autorégulation partielle (modèles de risque interne)</i>	Omnibus II (2014) <i>Amendement de la valorisation à la valeur de marché, prise en compte la nature de long terme de certains actifs</i>
OPCVM	UCITS IV (2009) <i>Simplification des procédures Libéralisation du secteur</i>	UCITS V (2014) <i>Obligations de contrôle ; régime de sanctions.</i>
Fonds alternatifs	<i>Non réglementé à l'échelle UE</i>	AIFM (2011) <i>Régime d'autorisation et de supervision ; obligations d'information</i>
Agences de notation	<i>Non réglementé à l'échelle UE</i>	CRA (2009, 2011, 2013) <i>Régime d'enregistrement et de supervision ; contrôles et encadrement de l'activité</i>
Infrastructures de marché	MiFID (2004) <i>Libéralisation du marché des infrastructures de marché</i>	MiFID II (2014) <i>Régime de contrôle et de transparence renforcé</i>
Dérivés de gré à gré ; Ventes à découvert ; Opération de cessions de titres	<i>Non réglementés à l'échelle UE</i>	EMIR (2012) ; Ventes à découvert (2012) ; SFTR (2015) <i>Enregistrement / notification / compensation / couverture.</i>
Indices de référence	<i>Non réglementé à l'échelle UE</i>	Benchmark (2016) <i>Régime d'enregistrement et de transparence pour les administrateurs d'indices</i>

Tableau 10 : évolution réglementaire dans l'UE après la crise financière mondiale

Comme en témoigne le tableau ci-dessus, la crise financière mondiale a eu un impact significatif en matière de réglementation financière. On observe, dans les différentes réformes étudiées, un

déplacement de l'approche anglo-saxonne, favorable à l'autorégulation du secteur financier, vers une approche ordolibérale reposant notamment sur des exigences de transparence et de gouvernance afin d'assurer des conditions « saines » de concurrence. Ce déplacement est particulièrement évident dans les domaines qui ne faisaient pas l'objet d'une réglementation à l'échelle européenne, et pour lesquels sont introduits des nouveaux régimes de supervision assorties d'exigences de transparence et/ou de gouvernance. Elle est aussi sensible en particulier dans le domaine des normes comptables, de la réglementation des banques, des assurances, des fonds d'investissement et des infrastructures de marché où des dispositions plus conformes à l'approche ordolibérale ont été adoptées. Cela est particulièrement spectaculaire dans le cas de la réglementation des OPCVM et des infrastructures de marché, où des mesures de libéralisation conformes à l'approche anglo-saxonnes avaient été adoptées avant la crise (UCITS IV et MiFID) auxquelles ont succédé, après la crise, des mesures plus restrictives en termes de contrôle et de transparence. Ce déplacement se traduit par l'importance toute particulière accordée à l'objectif de stabilité financière, en comparaison aux objectifs de croissance et de compétitivité (qui demeurent néanmoins).

La période de réforme étudiée témoigne des divergences en termes d'approches réglementaires entre autres entre le Royaume-Uni d'une part et la France et l'Allemagne de l'autre ; divergence qui s'est traduite par les réticences du Royaume-Uni à l'égard de nombreuses réformes entreprises après la crise financière mondiale (notamment la réforme des fonds spéculatifs ou des agences de notation) et son retrait de certains cadres comme le régime de supervision adopté dans le cadre de l'Union bancaire (qui est en partie la conséquence du fait qu'il se situe en dehors de la zone euro).

Cependant, qu'il s'agisse de la mise en place du nouveau cadre de supervision, de l'Union bancaire, de la réforme des normes comptables, de la réglementation prudentielle des intermédiaires financiers, des opérations et produits financiers, des plateformes de négociations ou des mesures de protection des investisseurs, les différents cas étudiés dans ce chapitre indiquent que la crise financière mondiale n'a pas conduit à une remise en cause du néolibéralisme réglementaire. Pour reprendre la terminologie de **Hall (1993)**, la crise financière n'a pas provoqué de changement au niveau du paradigme de politique publique, c'est-à-dire au niveau des matrices cognitives et normatives qui déterminent la production de la réglementation, mais à des ajustements incrémentaux (changements de premier et de deuxième ordre) qui concernent les programmes de politiques publiques et leurs instruments mis en œuvre.

Par ailleurs, comme le note **Adam Tooze (2018)** à propos du *Dodd-Frank Act*, le programme de réforme financière de l'UE se présente comme « *un abrégé de diagnostics* » secteur par secteur, chaque mesure ciblant un aspect particulier ayant contribué au déclenchement ou au développement de la crise

financière mondiale, qu'il s'agisse du rôle des produits dérivés, de la faiblesse de la réglementation prudentielle, des lacunes de la supervision... S'agissant du Dodd Frank Act, Tooze note que les mesures adoptées, bien qu'à certains égards utiles et censées, manquent l'occasion de traiter un des aspects essentiels dans le déclenchement de la crise de 2007-2008 : le développement exacerbé d'un modèle de *market-based banking* (modèle dont nous avons évoqué les origines dans le premier chapitre et sur lequel nous reviendrons plus en détail dans le prochain chapitre). Force est de constater que cette remarque est applicable également au programme de réformes de l'UE. Pourquoi la crise financière mondiale, d'une ampleur comparable à la crise de 1929 (en termes d'effondrement financier) n'a pas conduit à des changements réglementaires d'une ampleur comparable, et d'une rupture avec le paradigme réglementaire dominant ? Pour y répondre, il est nécessaire d'entrer dans la « boîte noire » de la réglementation financière. C'est ce que nous proposons dans le chapitre suivant, en jetant les bases d'une économie politique de la réglementation financière dans l'Union européenne.

PARTIE 2 : La réglementation financière dans l'Union européenne : économie politique et étude empirique

Chapitre 3 : Une économie politique de la réglementation financière après la crise de 2008 dans l'Union européenne

Dans le chapitre précédent, nous avons étudié l'impact de la crise financière mondiale sur les approches et paradigmes réglementaires dominants dans la production de la réglementation financière dans l'Union européenne, en dressant un panorama global du programme de réformes mis en œuvre après la crise financière mondiale. Cela nous a permis de montrer que les réformes adoptées après la crise s'inscrivent dans une relative continuité par rapport au paradigme néolibéral de réglementation, même si on observe un glissement d'une approche réglementaire plus favorable à l'autorégulation à une approche reposant sur des exigences de transparence et de gouvernance. Cependant, cela ne permet pas d'expliquer pourquoi la crise financière de 2008 n'a pas conduit à des changements réglementaires d'une ampleur comparable à ceux observés dans la décennie qui a suivi la crise de 1929 ou la crise de la stagflation des années 1970 (**cf chapitre 1**). Pour ce faire, il est nécessaire d'entrer dans la « boîte noire » de la réglementation financière.

Dans ce chapitre, nous proposons à cet égard de mettre en place les bases d'une économie politique de la réglementation financière. Afin de réduire un champ d'étude déjà très large, nous étudierons plus particulièrement les cas du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne. Ces trois pays représentent les secteurs financiers les plus riches et diversifiés de l'Union européenne, et ont largement contribué à façonner la réglementation financière européenne de l'Acte Unique (**Story et Walter 1997**) aux années 2000 (**Quaglia, 2010**). Cette économie politique de la réglementation financière repose en grande partie sur des travaux en économie politique comparée. Nous proposons dans les deux premières parties de rendre compte des caractéristiques et de la diversité des secteurs financiers nationaux à travers une série de faits stylisés ; avec une attention particulière pour la montée en puissance de l'intermédiation de marché par les grandes banques universelles dans les secteurs financiers britannique, allemand et français (**Hardie et Macartney, 2013**).

Ce panorama sera mis à profit dans une seconde partie afin d'établir un cadre d'analyse des préférences et approches nationales en matière de réglementation financière dans l'Union européenne, du pouvoir structurel du secteur financier et des coalitions réglementaires à l'œuvre à l'échelle européenne ; et qui permettra, dans le chapitre 4, d'étudier deux cas de processus réglementaires emblématiques.

3.1. Les systèmes financiers nationaux britannique, allemand et français depuis la crise de 2008 : entre hybridation et diversité

Dans cette partie, nous proposons de rendre compte des caractéristiques des secteurs financiers britannique, allemand et français, à travers une série de faits stylisés concernant la période récente (2010-2016). Nous reviendrons plus particulièrement, dans un premier temps, sur le contexte institutionnel et historique de l'essor du *market-based banking* et de la diversité des systèmes financiers nationaux (3.1.1.) puis nous illustrerons par différents faits stylisés l'hybridation et la diversité des secteurs bancaires britannique, allemand et français (3.1.2.) ainsi que la diversité dans le financement des entreprises non financières dans les trois systèmes (3.1.3.).

3.1.1. La montée en puissance du *market-based banking* : hybridation et diversité des systèmes financiers européens

Dans cette partie, nous proposons de rendre compte de l'évolution des systèmes financiers européens qui se caractérisent, d'une part, par une hybridation dont l'essor du *market-based banking* est la conséquence (Hardie et Howarth, 2013) ; mais également par une relative diversité qui résulte de leur trajectoire historique, dans le cas du Royaume-Uni, l'Allemagne et la France.

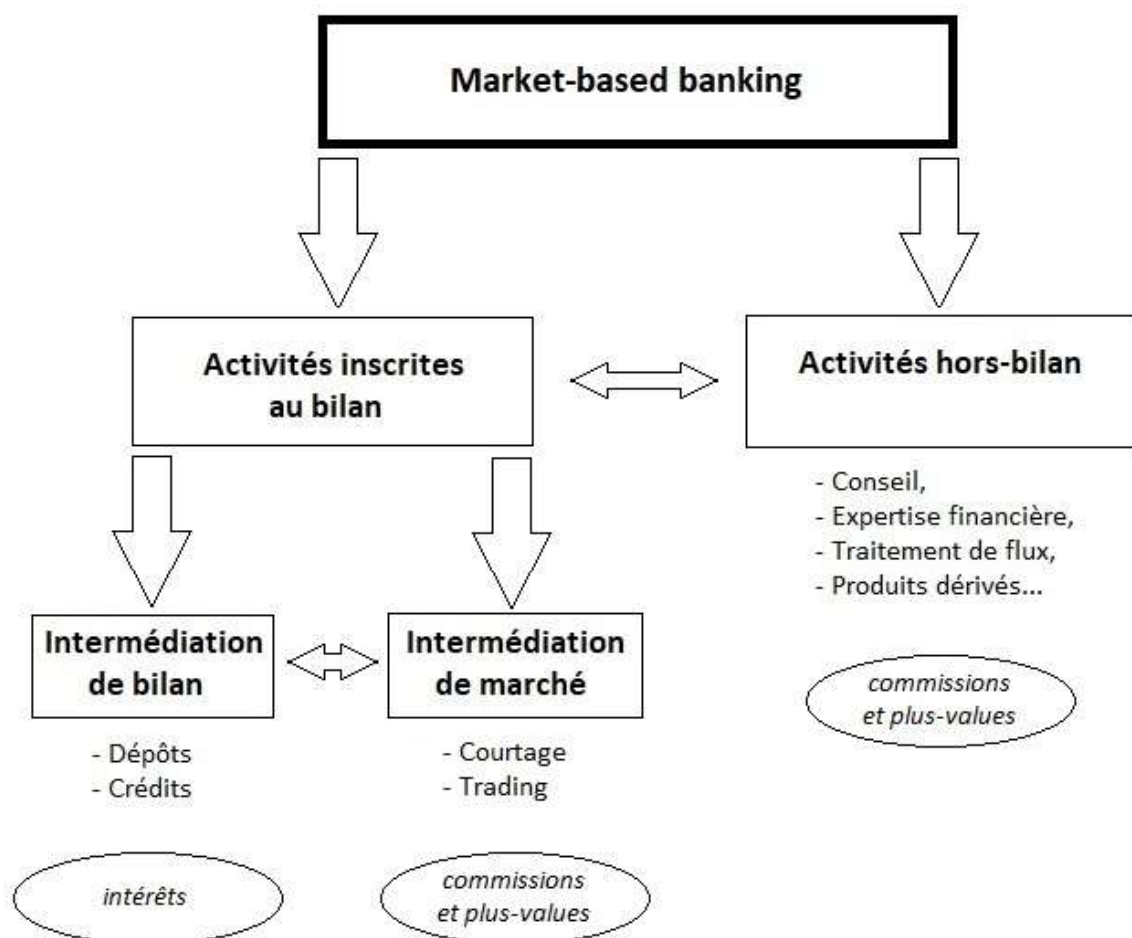
Dans la littérature en économie politique comparée, une classification commune et simplifiée des systèmes financiers distingue les systèmes à dominante bancaire, au sein desquels les banques jouent un rôle majeur de financement de l'économie et de coordination, et les systèmes à dominante de marché où ces fonctions sont prises en charge via les marchés de capitaux. Pour certains auteurs, tels Schmidt et Tyrell (2004), suite aux réformes financières engagées dans les années 1980-1990, on assisterait à une évolution des systèmes français et allemand, à dominante bancaire, qui convergeraient vers le modèle anglo-américain, à dominante de marché. Certains travaux nous invitent cependant à dépasser cette dichotomie entre systèmes à dominante de marché et systèmes à dominante bancaire. Ainsi pour Hardie et Howarth (2013), on assiste, dans les années 2000, à une hybridation des systèmes financiers européens qui se caractérise par le rôle central joué par le *market-based banking*, c'est-à-dire par un modèle bancaire impliquant des banques de très grande envergure, ayant massivement recours aux activités de marché et à des opérations hors-bilan, et en particulier aux financements sur les marchés monétaires, aux marchés de produits dérivés aux activités de courtage et de tenue de marché, qui contribuent à l'extension de la taille de leur bilan et en particulier de leur portefeuille de titres. Pour mieux resituer ce que recouvre le *market-based banking*, il convient de revenir sur les différents modes d'intermédiation financière et leur évolution suite aux transformations opérées dans le secteur financier à partir des années 1960-1970 (cf chapitre 1).

D'une manière générale, l'intermédiation financière contribue à adapter la capacité de financement de l'économie à son besoin de financement. Elle consiste à convertir des ressources empruntées (comme les dépôts bancaires) en des prêts ou des financements dont la forme et les échéances sont adaptées aux besoins des emprunteurs. Dans le cadre du modèle d'affaire traditionnel des banques, cette transformation s'effectue sous la forme de crédit bancaire et prend la forme d'une intermédiation de bilan dans la mesure où les activités de crédit impliquent une connexion durable dans le temps entre les deux côtés du bilan des banques (actif et passif). L'intermédiation de bilan constitue « *une production de liquidité par transformation d'actifs financiers* » via l'achat d'un certain type d'actif, « *non pas pour le revendre en l'état, mais pour le conserver à l'actif de son bilan (actif primaire)* » tout en émettant « *un autre type d'actif inscrit au passif de son bilan (actif secondaire)*. » (**Courbis, Froment et Karlin, 1990**).

On assiste cependant à partir des années 1960-1970, à une diminution relative de l'importance de crédit bancaire dans le modèle d'affaires des grandes banques ainsi qu'à l'essor de l'intermédiation de marché, qui recouvre diverses activités en lien avec l'activité des banques sur les marchés financiers : « *service rendu sur le marché de l'actif, lorsque l'intermédiaire rapproche acheteurs et vendeurs (courtage) ou achète lui-même aux uns pour revendre aux autres (trading), contribuant ainsi à la liquidité du marché* » (**ibid.**). Courbis, Froment et Karlin distinguent également d'autres types d'opérations et activités bancaires hors-bilan, et notamment les engagements des banques sur produits dérivés. Outre les dérivés (forwards, futures, swaps, options, dérivés de crédits...), les activités hors-bilan recouvrent un spectre d'opérations et de services : engagements de garantie (cautions, lettres de crédit...), engagements de financement (facilités de découvert, d'émission de titres...), activités d'investissement (tenue de marché), , facilités d'émission de titres, services liés aux prêts (montage de crédit), services de conseil, services de courtage, services de paiement ou import/export (**Lewis, 1992**).

A la différence de l'intermédiation de bilan, qui génère des revenus sous forme d'intérêts, l'intermédiation de marché et les activités hors-bilan procurent aux banques des revenus sous forme de commissions ou de plus-values. Par ailleurs, selon la définition de **Courbis, Froment et Karlin, 1990**, l'intermédiation de bilan produit de la liquidité (les crédits font les dépôts) par transformation d'actifs, alors que l'intermédiation de marché ne ferait que contribuer à la liquidité des titres sur les marchés financiers (nous y reviendrons). Plusieurs indices témoignent du recul de l'intermédiation de bilan ces dernières décennies, en particulier l'évolution du taux d'intermédiation au sens strict, c'est-à-dire le total des crédits bancaires accordés aux agents non financiers comme les ménages, les entreprises et les administrations publiques sur l'ensemble des financements externes. Ce taux baisse considérablement en France, de 54,2% en 1994 à 40,5% en 2010 (**Banque de France, 2012**).

Dans le graphique ci-après, nous proposons ainsi une représentation schématique des activités et opérations que recouvrent le *market-based banking* :



Graphique 9 : market-based banking, adapté de Bernou (2005)

Le *market-based banking* se caractérise non seulement par la multiplicité des activités bancaires, mais également par des complémentarités entre activités inscrites au bilan et hors-bilan, ainsi qu'entre intermédiation de bilan et intermédiation de marché. La titrisation de créances peut être considérée comme une intermédiation de bilan suivie d'une intermédiation de marché. Autre exemple : le financement du crédit bancaire (intermédiation de bilan) par les marchés monétaires (intermédiation de marché), qui introduit une transformation d'échéances (des créances de court-terme transformées en crédit de moyen ou long-terme). Il se caractérise également par des interconnexions importantes avec d'autres institutions financières non bancaires (assurances, fonds d'investissement, fonds monétaires), et font intervenir des réseaux d'acteurs qui permettent d'assurer des transferts de risque, de multiplier les ressources. **Michel Boutillier et Jean-Charles Bricongne (2011)** mettent à cet égard

en évidence, à partir des années 2000 en France, une internationalisation de l'intermédiation financière ainsi qu'une diversification internationale des emplois des institutions financières.

Ces formes hybrides d'intermédiation ont contribué à alimenter le *shadow-banking*¹⁵, qui est défini de manière restreinte par le **FSB (2011)** comme « *un système d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités qui se situent en dehors du système bancaire, et qui pose problème (1) en termes de risque systémique, en particulier par le recours à la transformation de maturité ou de liquidité, le levier, et un transfert inadéquat de risque de crédit, et/ou (2) en termes d'arbitrage réglementaire.* » Selon cette définition, le *shadow banking* recouvre ainsi différentes fonctions économiques remplies par différentes chaînes d'intermédiation, comme l'intermédiation de crédit via la titrisation, la fourniture de crédit ou encore les activités d'intermédiation de marché dépendantes de financement de court-terme (via les fonds monétaires ou les marchés de repos, par exemple).

La définition du FSB pose cependant un problème dans la mesure où elle s'intéresse exclusivement au *shadow banking* en dehors du secteur bancaire. **Jeffers et Plihon (2012)** montrent au contraire que le *shadow banking* peut se réaliser à la fois en dehors et au sein du système bancaire. Une définition plus large du *shadow banking* pourrait recouvrir les différentes formes d'intermédiation hybride, impliquant intermédiation de bilan, de marché, et opérations hors-bilan, qui font intervenir des entités non bancaires, et remplissent des caractéristiques propres à l'intermédiation de bilan : la transformation de maturité et de liquidité, le levier, et la création de monnaie. Le *shadow banking system* recouvrerait ainsi plus généralement un *market-based credit system* (**Pozsar, 2011**).

- **La diversité des systèmes financiers nationaux**

Si le développement du *market-based banking* constitue une caractéristique commune des systèmes financiers européens, l'hybridation des modèles bancaires et de marché constatée ces dernières décennies n'a pas pour autant gommé leurs caractéristiques spécifiques. Les spécificités des systèmes financiers européens s'inscrivent plus largement dans une diversité des modèles de capitalismes qui a été mise en avant par plusieurs travaux régulationnistes. **Robert Boyer (2002)** compte au moins quatre modèles : le modèle à dominante de marché financier (dont le Royaume-Uni est emblématique), le modèle méso-corporatiste (associé au Japon), le modèle « social-démocrate » (associé aux pays scandinaves ou à l'Allemagne), et le capitalisme à régulation étatique ou publique (associé à la France). Pour **Story et Walter (1997)**, les systèmes financiers britannique, allemand et français se caractérisent par des spécificités fortes issues de leur trajectoire historique. Ces particularités ont été, dans les

¹⁵ A noter qu'en octobre 2018, le FSB a annoncé sa décision de remplacer le terme « *shadow banking* » par « intermédiation financière non-bancaire », et de reformuler son objectif initial (il ne s'agit plus de « transformer le *shadow banking* en une forme résiliente de finance de marché » mais « d'améliorer la résilience de l'intermédiation financière non-bancaire »).

années 1980 et 1990, au cœur du débat réglementaire européen qu'ils décrivent comme une « bataille des systèmes » entre les approches réglementaires britannique, allemande et française. Les deux auteurs formulaient alors une typologie des trois modèles nationaux.

Le modèle britannique est le premier modèle étudié. La source principale de financement pour les entreprises y sont les marchés de capitaux, et leurs actions sont détenues directement par les ménages ou par des institutions financières – assurances, fonds de pension et fonds d'investissement. Le niveau de transparence et de qualité de l'information publique sur les entreprises cotées, fournie par des auditeurs, doit être élevé et est scruté par les analystes et investisseurs potentiels. Les gestionnaires des entreprises sont sous le contrôle des actionnaires et sous la menace d'éventuelles prises de contrôle extérieures, et les marchés constituent ainsi un outil de « discipline » des gestionnaires d'entreprise. Ce système repose sur l'idée que la liberté accordée aux marchés de capitaux permet une meilleure allocation de l'épargne que dans un système où les investissements sont décidés selon d'autres considérations que celles du rendement financier, et notamment des considérations politiques (**Story et Walter, 1997**).

Dans le système financier britannique, les banques sont, historiquement, davantage spécialisées qu'en Europe continentale. Le secteur bancaire britannique a été libéralisé dès les années 1970 et les gouvernements successifs se sont attachés à retirer les obstacles réglementaires à la concurrence dans le secteur bancaire. Cela a entraîné la disparition progressive du cartel des grandes banques de dépôts au cœur du système financier britannique d'après-guerre, parmi lesquelles on comptait Barclays, National Westminster (qui fait désormais partie du groupe Royal Bank of Scotland), Midland Bank (qui fait désormais partie du groupe HSBC) et Lloyds Bank. Même si le modèle de banques universelles était toléré, le secteur bancaire était organisé, jusqu'aux années 1990, de sorte à séparer les activités d'investissement et de dépôt (**Story et Walter, 1997**).

Le modèle allemand est, quant à lui, associé à un système financier à dominante bancaire. Dans ce modèle, les banques bénéficient d'une grande influence sur l'ensemble du secteur financier. Elles disposent de relations privilégiées avec leurs clients, récoltent et gèrent l'épargne des ménages, octroient les prêts et émettent des titres sur les marchés financiers. Elles ont également des participations dans les entreprises non financières, de manière directe ou indirecte, à travers les entreprises d'investissement. A travers leurs prêts, leurs participations, voire leur présence active dans les conseils d'administration, elles bénéficient d'informations privées qui leur permettent d'exercer un rôle essentiel de contrôle dans la gestion des entreprises. Les marchés de capitaux tendent à être moins développés et plus volatiles, et les investisseurs institutionnels préfèrent investir dans des obligations publiques plutôt que dans des actions ou obligations du secteur privé. D'une manière

générale, les investisseurs tendent à être plus réticents au risque, préférant les revenus sûrs. Cette attitude se retranscrit dans celle des gestionnaires d'entreprises qui préfèrent les investisseurs « patients » à même de conserver leurs actions ou participations sur le long terme plutôt qu'à rechercher des dividendes élevés qui priveraient les entreprises des moyens d'investir. Les normes en termes de disponibilité et de qualité d'information sont moindres.

Le système à dominante bancaire s'inscrit dans un contexte institutionnel cohérent. La réglementation accorde aux régulateurs et aux opérateurs de marché suffisamment d'amplitude pour s'adapter aux circonstances et aux fluctuations du marché. La banque centrale se donne pour priorité le maintien de la valeur de la monnaie de sorte à assurer l'adhésion des investisseurs et épargnants. Avec les autres régulateurs sectoriels, elle assure le bon fonctionnement du système financier en imposant des exigences et réserves de capital, et des limites à l'exposition au risque de crédit. La confiance entre les élites financières joue un rôle majeur. Les *Hausbank* – banques privées qui disposent de relation privilégiée de long terme avec les entreprises industrielles et d'export – occupent une fonction de coordination à travers leur présence dans les conseils d'administration, leur relation avec la banque centrale, la gestion des marchés obligataires, et la fourniture des services multiples à leurs clients. Elles ne représentent qu'une partie du secteur bancaire : les banques de dépôts contribuent au financement des politiques de développement industriel régional et les banques coopératives, également en lien avec les gouvernements locaux, entretiennent également des relations privilégiées avec les particuliers et petites et moyennes entreprises à l'échelle locale. Le rôle de coordination joué par les banquiers est cependant partagé avec d'autres institutions : responsables politiques nationaux ou régionaux – les gouvernements des *Länders* jouent en particulier un rôle important dans le contrôle des banques régionales – gestionnaires d'entreprise, ou encore les syndicats de travailleurs. Ces derniers sont généralement cooptés à travers les instances représentatives du personnel et dans les conseils d'administration. Les banquiers demeurent néanmoins les « gardiens » d'une économie stable et basée sur la propriété privée. Les banques étrangères sont, quant à elle, maintenue à l'écart du marché domestique.

Cette conception est en partie liée avec la tradition ordolibérale allemande, inspirée entre autres par Ludwig Erhard, qui fut un des architectes de la reconstruction de l'économie allemande, ministre de Konrad Adenauer puis chancelier. Comme nous l'avons évoqué dans le premier chapitre, dans cette doctrine il revient à l'Etat de fixer le cadre juridique au sein duquel la concurrence se déploie, de l'adapter en fonction des transformations économiques et sociales et de produire les conditions optimales pour que le jeu de la concurrence produise du bien-être social. Parmi ces conditions, on compte la stabilité monétaire, mais également la stabilité de la politique économique. Dans la conception allemande, les banques ne sont pas comme dans la conception anglo-saxonne des acteurs

comme les autres au sein d'un marché bancaire ; elles jouent un rôle dans le maintien de l'ordre concurrentiel, dans la mesure où elles sont les garantes de la stabilité des conditions de financement des entreprises. Elles bénéficient à cet égard, avec le secteur des assurances, d'exemptions vis-à-vis du droit de la concurrence, qui sont justifiées au nom de l'intérêt des consommateurs.

On observe cependant des évolutions importantes dans le secteur bancaire allemand depuis les années 1980, avec l'internationalisation des activités bancaires et l'intégration européenne. Les années 1990 sont marquées par la constitution d'une bourse nationale, la Deutsche Börse (en 1993), sous la forme d'une holding à laquelle participent les huit bourses régionales. Issue de la privatisation de la Frankfurt Stock Exchange et du transfert de sa propriété à des actionnaires bancaires et aux courtiers, la Deutsche Börse est un projet soutenu de longue haleine par les grandes banques allemandes. Elle est présidée à sa création par le responsable des activités de marché de la Deutsche Bank. Au plan européen, l'Allemagne est certes parvenue dans les années 1980 et 1990 à défendre son cadre institutionnel réglementaire avec l'adoption dans le droit de la concurrence européen des exemptions allemandes au concernant les secteurs bancaire et assurantiel, et la reconnaissance par la Commission européenne en 1988 du modèle de banque universelle. Les velléités d'harmonisation réglementaire de Bruxelles menacent toujours le modèle allemand. En témoigne la décision de mettre fin, à partir de 2005, aux garanties octroyées par les *Länder* aux banques publiques régionales. Courant des années 1990, les augmentations des exigences de capital réglementaire, dans le cadre des accords de Bâle, indépendamment du statut des banques, et la concurrence exacerbée sur le marché domestique, ont contribué à brouiller les frontières entre les activités des différents types de banque ; elles ont enclenché une dynamique de consolidation et de fusions qui voit le nombre de banques diminuer régulièrement depuis les années 2000 (**Story et Walter, 1997**).

Le modèle français est qualifié de modèle à contrôle étatique (**Boyer, 2002**). Il est hérité de la France des trente glorieuses. Après la seconde guerre mondiale, les pouvoirs publics jouaient un rôle central dans le système financier. Les priorités d'investissement étaient déterminées par le ministère des finances, en négociation avec le ministère de l'industrie, et en consultation avec les associations sectorielles dans le cadre de la planification. Le circuit du Trésor occupait une place importante dans la collecte de l'épargne nationale et dans la distribution du crédit (**Lemoine, 2016 ; Monnet, 2012**). Les organismes en charge de la collecte des dépôts devaient souscrire un montant plancher de bons du Trésor ; par ailleurs les opérations de crédit au-delà du montant de dépôts devaient être refinancées auprès du circuit du Trésor. Ce dernier finançait également des dépenses publiques, fonds tels que le Fond de Développement Economique et Social (FDES) ou investissements via la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Les pouvoirs publics intervenaient également directement dans l'économie à travers la gestion des grandes entreprises et banques publiques nationalisées.

La remise en cause progressive du circuit du Trésor dans les années 1960 et au début des années 1970 est impulsée, entre autres, par Jacques Rueff, haut-fonctionnaire influent auprès du Général De Gaulle et très proche des penseurs ordolibéraux outre-Rhin, que Rueff fréquente au sein de la Société du Mont-Pèlerin¹⁶ (**Denord, 2007**). Le modèle de banques universelles allemandes a par ailleurs été une inspiration pour un des principaux maîtres d'œuvre des réformes bancaires de 1966 et de 1984, Jean-Yves Haberer. La première réforme a introduit la concurrence entre banques de dépôts et banques d'affaires, tandis que la seconde a achevé la transformation des banques françaises en banques universelles en leur permettant d'investir le secteur de l'assurance-vie et celui des fonds mutuels. L'inscription dans le marbre du traité de Maastricht de la rigueur monétaire a également constitué une nouvelle étape dans l'importation du modèle ordolibéral allemand (**Story et Walter, 1997**). Mais les réformateurs français se sont également inspirés du modèle anglo-saxon. La loi Bérégovoy de 1984 a supprimé la spécialisation des banques et a achevé la transformation des banques françaises en banques universelles en leur permettant d'investir le secteur de l'assurance-vie et celui des fonds mutuels. Les réformes financières et boursières des années 1980 visaient quant à elle à importer les pratiques financières états-uniennes et britanniques avec notamment le développement d'un marché monétaire pour les prêts à court-terme, des prêts hypothécaires, d'un marché obligataire et d'un marché de dérivés financiers, qui ont accompagné la suppression de l'encadrement du crédit et la levée du contrôle des changes (**Plihon, 2003**).

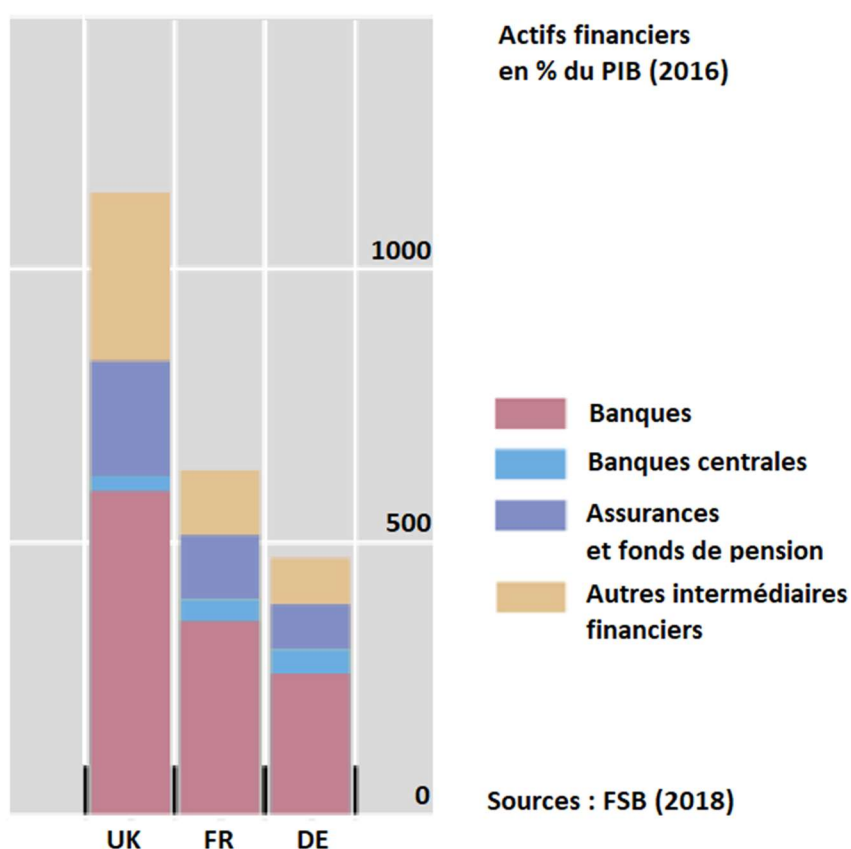
Ces réformes de libéralisation n'ont pas eu pour autant pour effet d'aligner mécaniquement le système financier français sur le modèle allemand ou le modèle anglo-saxon. Elles ont contribué à constituer un système financier hybride, qui conserve un caractère national très marqué. Les réformes de libéralisation et les privatisations ont abouti à la constitution de géants bancaires qui dominent le système financier français, de la distribution du crédit bancaire aux assurances et aux fonds d'investissement, en passant par l'émission de titres sur les marchés de capitaux et la conception de dérivés financiers complexes. Les privatisations et fusions successives ont abouti à la constitution de « champions nationaux » dont les participations croisées fonctionnent comme une garantie contre les prises de contrôle étrangères. Les banques françaises bénéficient par ailleurs d'une très grande proximité entre les dirigeants des grandes banques françaises et l'administration, en particulier la direction du Trésor ; et disposent de multiples entrées au ministère de l'économie et des finances, à travers les réseaux des grands corps d'Etat, et en particulier l'Inspection des finances. Ainsi le modèle financier français, tout en empruntant des caractéristiques aux modèles allemand et britannique, s'en distingue et peut être qualifié de corporatisme étatique (**Story et Walter, 1997**).

¹⁶ Jacques Rueff a notamment été le préfacier de l'édition française du « best-seller » de Ludwig Erhard, *La prospérité pour tous*.

3.1.2. Le *market-based banking* et la diversité des secteurs bancaires nationaux depuis la crise financière mondiale

Dans cette partie, nous proposons d'illustrer, à travers plusieurs faits stylisés, l'importance des grandes banques et de leurs activités de marché dans les secteurs financiers britannique, allemand et français, qui caractérisent l'essor du *market-based banking* ; ainsi que la diversité des systèmes bancaires nationaux qui demeure malgré leur hybridation.

La taille du secteur bancaire témoigne de l'importance centrale du secteur bancaire dans les secteurs financiers britannique, allemand et français. En 2016, elle est égale à 5,4 fois le PIB pour le Royaume-Uni, un ratio qui atteint 3,4 pour la France et 2,5 pour l'Allemagne (**graphique 10** ci-après). La part des actifs du secteur bancaire sur l'ensemble des actifs financiers est estimée à 52% au Royaume-Uni, contre 55% et 56% respectivement pour l'Allemagne et la France la même année (**FSB, 2018**). Ces trois pays se caractérisent par ailleurs par l'existence de banques de taille considérable. Le total des actifs des quatre plus importantes banques françaises représente 2,6 fois le PIB de la France en 2017, contre 2,1 pour le Royaume-Uni et 0,9 pour l'Allemagne (cf **tableau 11** ci-après).



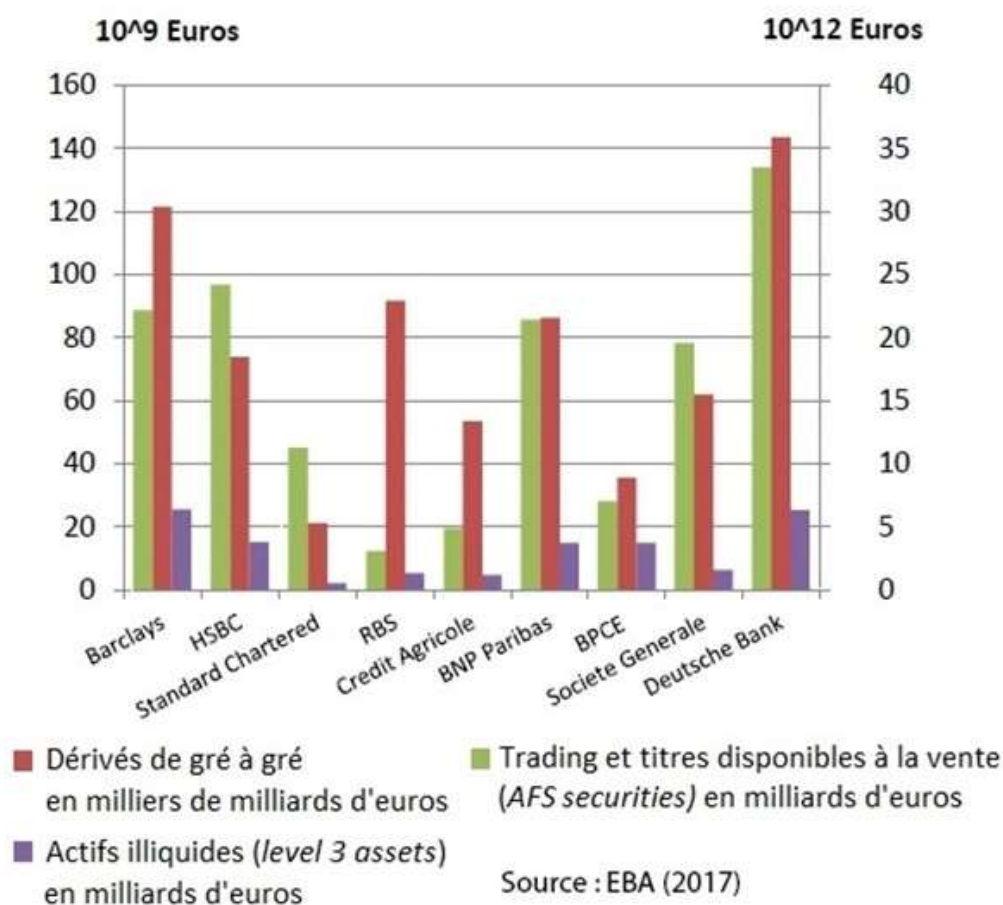
Graphique 10 : composition des secteurs financiers en pourcentage du PIB (2016)

	Actifs en milliards d'euros (2017)
BNP Paribas	1960
Crédit Agricole	1550
Société Générale	1275
BPCE	1260
Sous-total FR (En % du PIB)	6045 (264%)
HSBC	2218 (2521 milliards USD)
Barclays	1292 (1133 milliards GBP)
RBS	841 (738 milliards GBP)
Standard Chartered	584 (664 milliards USD)
Sous-total UK (En % du PIB)	4935 (211%)
Deutsche Bank	1475
DZ Bank	506
KfW bankengruppe	472
Commerzbank	452
Sous-total DE (En % du PIB)	2905 (89%)

Tableau 11 : total des actifs des quatre plus grandes banques françaises, britanniques et allemandes en 2017. Sources : bilans des banques

Parmi les grandes banques de ces trois pays, neuf figurent dans la liste dressée par le FSB en 2016 des banques dites d'importance systémique, dans la mesure où leur faillite serait susceptible de mettre en péril des pans entiers du secteur financier. Parmi elles, quatre banques britanniques (Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland et Standard Chartered), quatre banques françaises (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE) ainsi que la Deutsche Bank.

Ces banques ont la caractéristique d'être très impliquées dans des activités de marché et hors-bilan complexes et risqués. L'Autorité bancaire européenne définit trois indicateurs pour évaluer la complexité et le risque associé aux activités des banques européennes : les activités de trading et titres disponibles à la vente, la valeur notionnelle des dérivés de gré à gré, ainsi que la détention d'actifs illiquides. Les trois indicateurs sont représentés dans le **graphique 11**. Le **tableau 12** récapitule quant à lui la part des activités de trading et titres disponibles à la vente des banques systémiques nationales en pourcentage du PIB à la fin de l'année 2016 :



Graphique 11 : Indicateurs de complexité de l'autorité bancaire européenne fin 2016 (EBA, 2017)

	Activités de trading et titres disponibles à la vente (en milliards d'euros)
BNP Paribas	85,74
Crédit Agricole	19,60
Société Générale	78,32
BPCE	28,22
Sous-total FR (En % du PIB)	211,88 (9,25%)
Barclays	75,96
HSBC	101,94
Standard Chartered	47,49
RBS	10,58
Sous-total UK (En % du PIB)	235,96 (10,1%)
Deutsche Bank	133,91
Sous-total DE (En % du PIB)	133,91 (4,1%)

Tableau 12 : volume de trading et de titres disponibles à la vente des banques systémiques françaises, britanniques et allemandes à la fin 2016. Source : EBA (2017)

Les grandes banques de ces trois pays sont également particulièrement engagées dans les transactions de dérivés de gré à gré. Sept d'entre elles appartiennent au G16, qui regroupe les groupes les plus impliqués dans le commerce de dérivés de gré à gré :

	Dérivés de gré à gré (valeur notionnelle en milliards d'euros)	Appartenance au G16
BNP Paribas	21551	x
Crédit Agricole	13362	x
Société Générale	15487	x
BPCE	8915	
Sous-total FR	59315	
Barclays	26006	x
HSBC	19443	x
RBS	19628	x
Standard Chartered	5600	
Sous-total UK	70677	
Deutsche Bank	35909	x
Sous-total DE	35909	

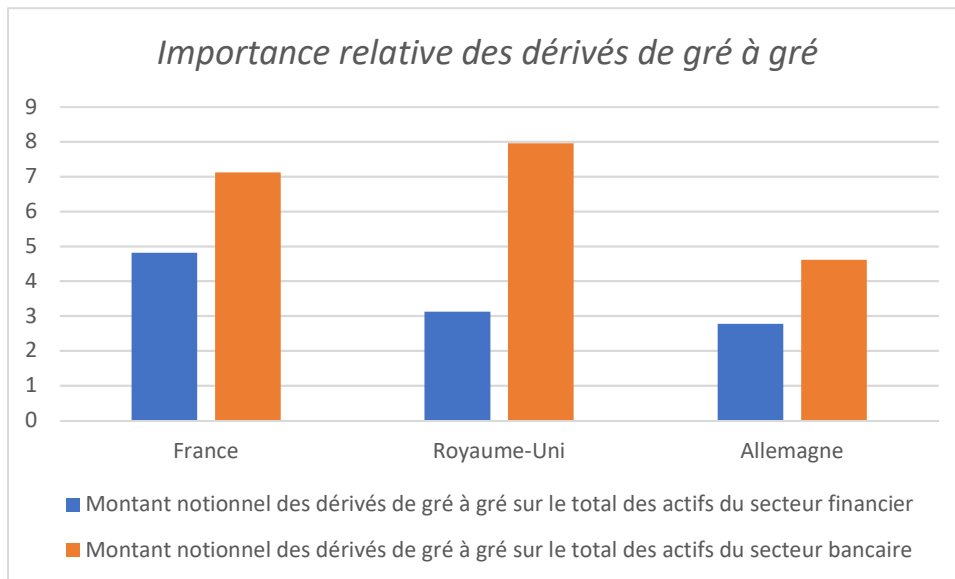
Tableau 13 : valeur notionnelle des dérivés de gré à gré des banques systémiques françaises, britanniques et allemandes à la fin 2016. Source : **EBA (2017)**

L'enquête triennale de la banque des règlements internationaux offre un autre aperçu de l'importance du commerce des dérivés de gré à gré dans les secteurs financiers britannique, allemand et français. Elle rend compte de l'importance des places de Londres, de Paris et de Francfort s'agissant des transactions de dérivés de gré-à-gré de change et de taux d'intérêts. La place de Londres occupe ainsi la seconde place mondiale, et la place de Paris est quant à elle à la « première place » de la zone euro, comme l'indique avec enthousiasme un rapport de la **Banque de France (2016)** :

	Transactions de dérivés de change (milliards USD)	En pourcentage du total mondial des transactions	Transactions de dérivés de taux d'intérêts (milliards USD)	En pourcentage du total mondial des transactions
France	181	2,8%	141	4,6%
Allemagne	116	1,8%	31	1,0%
Royaume-Uni	2406	36,9%	1180	38,8%

Tableau 14 : distribution géographique des transactions de dérivés gré-à-gré en 2016 (**BIS, 2016**)

En rapportant ces chiffres au total des actifs du secteur financier, on rend compte de l'importance relative des produits dérivés de gré à gré à l'échelle du secteur financier et du secteur bancaire :



Graphique 12 : importance relative des dérivés de gré à gré. Sources : EBF (2017) et FSB (2018)

Pour la France, le montant notionnel des dérivés est proche de 5 fois la taille totale du secteur financier et 7 fois la taille du secteur bancaire. Ces ratios sont respectivement proches de 3 et 8 pour le Royaume-Uni, et de 3 et 4,5 pour l'Allemagne.

Dans son rapport annuel sur le *shadow banking* (désormais désigné comme intermédiation financière non-bancaire), le **FSB (2018)** propose de rendre compte de l'interconnexion entre les différents types d'intermédiaires financiers, en particulier entre les banques et les autres intermédiaires financiers (AIF). Les AIF regroupent, dans la terminologie du FSB, toutes les institutions financières qui n'entrent pas dans la catégorie des banques centrales, des banques, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des institutions financières publiques ou des auxiliaires financiers. Il s'agit essentiellement de fonds d'investissement, de fonds spéculatifs, monétaires, et autres entreprises d'investissement. Le rapport du FSB montre que les financements bancaires des AIF et que l'exposition des AIF aux banques sont supérieurs à la moyenne des pays étudiés. Les financements bancaires des AIF s'élèvent à 14,5% du total de leurs actifs pour la France, un ratio qui est de 16,1% en Allemagne et de 12,5% au Royaume-Uni ; et l'exposition des AIF vis-à-vis des banques atteint 18,7% de leurs actifs en France, contre 7,6% en Allemagne et 9,6% au Royaume-Uni (**FSB, 2018**). Cela témoigne de l'interconnexion entre les banques et les fonds d'investissement dans les trois pays.

Le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France sont ainsi dotés d'un secteur bancaire occupant une place centrale dans le secteur financier national. Il se caractérise par des banques d'une taille considérable, particulièrement impliquées dans les activités de marché et hors-bilan complexes et risquées, en particulier dans le commerce des produits dérivés. Ces aspects tendent à confirmer la place centrale

du *market-based banking*, décrite par **Hardie et Howarth (2013)**, dans les systèmes financiers des trois pays.

Néanmoins, les secteurs bancaires britannique, allemand et français ont suivi des trajectoires institutionnelles bien différentes, qui sont toujours très présentes dans leurs caractéristiques respectives. Le secteur bancaire britannique se caractérise par une importante ouverture internationale liée au développement de La City comme centre financier mondial. Le secteur allemand conserve une dimension relativement décentralisée et déconcentrée, proche des entreprises exportatrices du *Mittelstand*. Les caractéristiques du secteur français correspondent à l'évolution des grandes banques françaises un temps nationalisées et désormais plongées dans la concurrence internationale et très actives sur les marchés financiers.

Le secteur bancaire britannique : ouvert aux banques étrangères et relativement moins tourné vers le crédit bancaire.

Une caractéristique importante du secteur bancaire britannique est son ouverture internationale. La part des actifs de filiales et de succursales de banques étrangères dans le secteur bancaire atteint 50,4% en 2016, contre 4,3% en Allemagne et 5,5% en France (**CGFS, 2018**). Ce taux, relativement stable depuis 2008, n'est égalé ou surpassé dans l'Union européenne que par l'Irlande, la Belgique, le Luxembourg et les pays d'Europe de l'Est et du Nord (Hongrie, Lettonie, Finlande, Pologne, Roumanie, Bulgarie, Lituanie, Malte, République Tchèque, Slovaquie et Estonie). En pondérant la part des actifs bancaires dans la totalité des actifs du système financier avec la part des actifs des banques étrangères, on trouve que la part des banques britanniques dans le système financier national est donc de près de 26% en 2016, contre 53% en Allemagne et en France. Les banques britanniques conservent un poids considérable dans l'économie britannique puisque leurs actifs représentent 2,7 fois le PIB. Les banques universelles, actives aussi bien dans la banque de détail que dans la banque d'investissement, sont essentiellement britanniques (à l'exception de Santander). Les autres banques sont soit des plus petits établissements spécialisés, par exemple dans le financement immobilier ou la banque privée, soit les succursales ou les filiales londoniennes des banques du monde entier. Les grandes banques britanniques conservent également un caractère national marqué. Elles sont, dans une large proportion, dirigées par des banquiers britanniques et « grands » de la City (*City grandes*). Sur les 16 derniers dirigeants de Barclays, HSBC, Standard Chartered et RBS, seuls 2 n'ont pas la nationalité britannique. La moitié d'entre eux ont été formés à Oxford ou Stanford, et tous disposent d'une importante expérience au sein du secteur financier britannique, états-unien ou encore australasien s'agissant du PDG de RBS (**voir annexe 9**). Les banques britanniques sont également très présentes à l'étranger, avec des créances sur l'étranger qui atteignent 2982 milliards de dollars US en 2016. C'est

également le cas des banques françaises (2487 milliards de dollars US) et des banques allemandes (2087 milliards de dollars US). En comparaison, les créances étrangères des banques états-uniennes sont estimées à 2990 milliards de dollars US (**CGFS, 2018**). Le secteur bancaire britannique, banques étrangères comprises, se caractérise par un ratio prêts-sur-actifs inférieur, de 44% en 2016, contre 55% en France et 60% en Allemagne. Le ratio dépôts-sur-actifs atteint 42% en 2016, contre 49% en France et 59% en Allemagne. Ces ratios sont relativement stables sur la période 2011-2016 (**EBF, 2017**). Le secteur bancaire britannique se caractérise donc par son ouverture internationale et la moindre importance du modèle de banque traditionnelle basée sur le crédit bancaire et le financement par les dépôts.

Le secteur bancaire allemand : relativement déconcentré

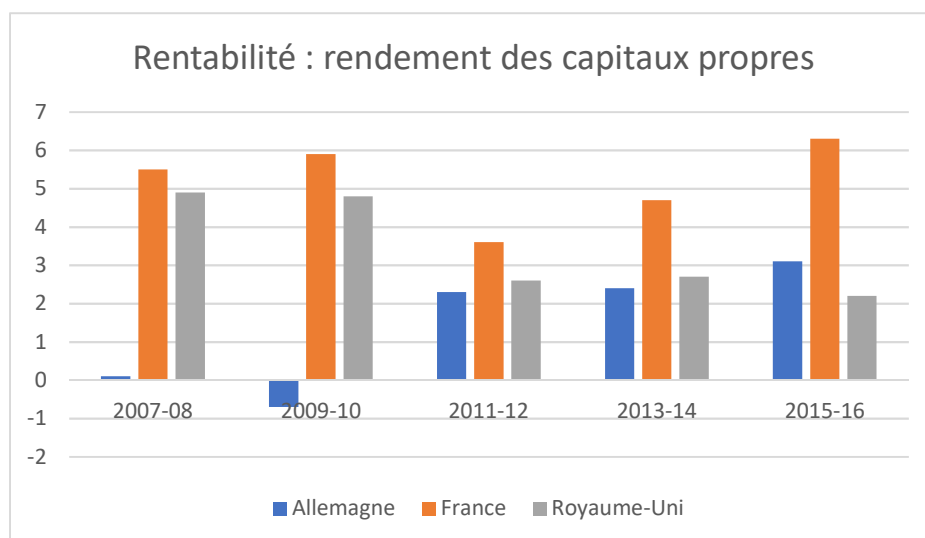
Le secteur bancaire allemand se caractérise, quant à lui, par sa relative déconcentration. On compte 529 banques françaises et 366 banques britanniques en 2016. En comparaison, le nombre de banques allemandes est estimé à 1888, même si ce chiffre est en diminution constante (**CGFS, 2018**). Les indicateurs de concentration du secteur bancaire témoignent également de cette caractéristique. La part des actifs des 5 plus grandes banques dans le total des actifs bancaires atteint 35% en Allemagne en 2016, contre 48% au Royaume-Uni et 82% en France. Dans les trois pays, cet indicateur a connu une augmentation de 2008 à 2010 (période de fusions et d'acquisitions de banques) puis est demeuré relativement stable (**CGFS, 2018**).

La déconcentration du secteur bancaire allemand témoigne de la persistance de sa structure originale, et de ses trois piliers, avec les banques commerciales privées (qui représentent près de 40% des actifs), les banques publiques (caisses d'épargne ou *Sparkassen* et banques régionales ou *Landesbanken*), qui représentent également 40% des actifs), ainsi que les banques coopératives – qui sont les plus nombreuses avec près de 970 banques, pour 17% des actifs environ (**EBF, 2017**). Parmi les plus grandes banques allemandes, on compte DZ Bank (qui rassemble près de 1200 banques mutualistes) et la banque publique KfW bankengruppe. Elle s'inscrit en cohérence avec le cadre institutionnel allemand qui se traduit par la décentralisation du système politique fédéral allemand, dans lequel les gouvernements des Länders jouent un rôle important dans la coordination de l'économie.

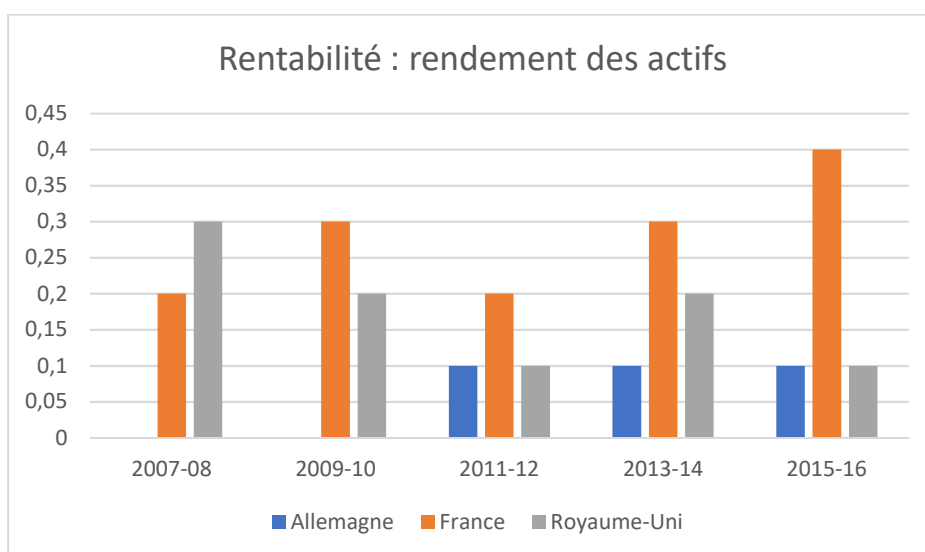
Le secteur bancaire français : rentabilité et activités de marché

A l'opposé du cas allemand, le secteur bancaire français se caractérise par une concentration sans égale – qui est en cohérence avec le cadre institutionnel français et à un système politique très centralisé. Quatre banques françaises figurent sur la liste 2016 des banques d'importance systémique dressée par le FSB : BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE. Y figurent Deutsche Bank pour l'Allemagne, et Barclays, HSBC, Royal Bank of Scotland et Standard Chartered pour le Royaume-

Uni. Le secteur bancaire français se distingue également par sa rentabilité maintenue à un niveau relativement élevé malgré la crise de 2008. Les banques françaises affichaient en 2016 un retour sur capitaux propres (*return-on-equity* ou ROE) de 6,3%, supérieur à ses homologues britanniques (2,2%) et allemandes (3,1%), mais qui reste largement inférieur au rendement des banques étatsuniennes (9,3%). La tendance est la même s'agissant du rendement des actifs (**EBF, 2017**).



Graphique 13 : rendement des capitaux propres des banques. Sources : EBF (2017)

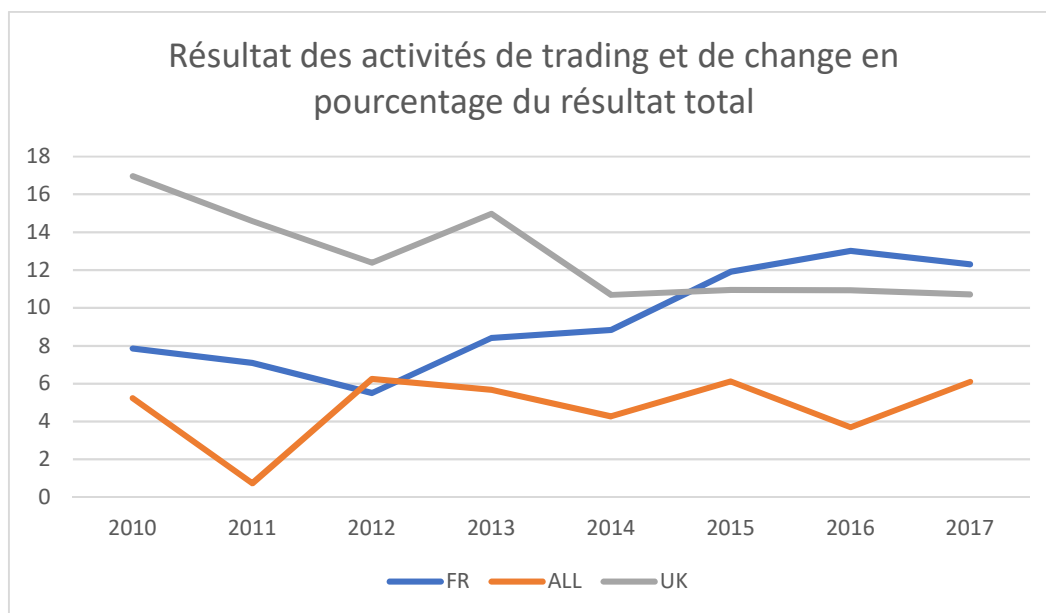


Graphique 14 : rendement des actifs des banques. Sources : EBF (2017)

Les grandes banques françaises bénéficient du caractère oligopolistique du marché de détail au plan national, et de la diversification de leurs activités : banque de détail, en France et à l'étranger, activités de marché et en particulier marchés de dérivés actions, et également métiers d'assurances et de gestion d'actifs. Deux indicateurs traduisent cette diversification ainsi que la part importante de l'intermédiation de marché dans l'activité des banques françaises. Le premier est la part des revenus

liés aux frais bancaires et aux commissions dans le total du résultat. Elle atteint 36% pour les banques françaises en 2017 (32% en 2010), contre 28% pour les banques allemandes (25% en 2010) et 25% pour les banques britanniques, ratio stable depuis 2010 (ECB, 2018).

Ces revenus sont liés à une diversité d'activités : services de paiement, gestion d'actifs, frais d'émission de titres, services de garde de valeurs mobilières, garanties et compensations financières... Les banques françaises se caractérisent également par une part plus importante et en augmentation depuis 2012 des activités de trading et de change dans le résultat :



Graphique 15 : résultat des activités de trading et de change en pourcentage du résultat total.

Sources : ECB (2018)

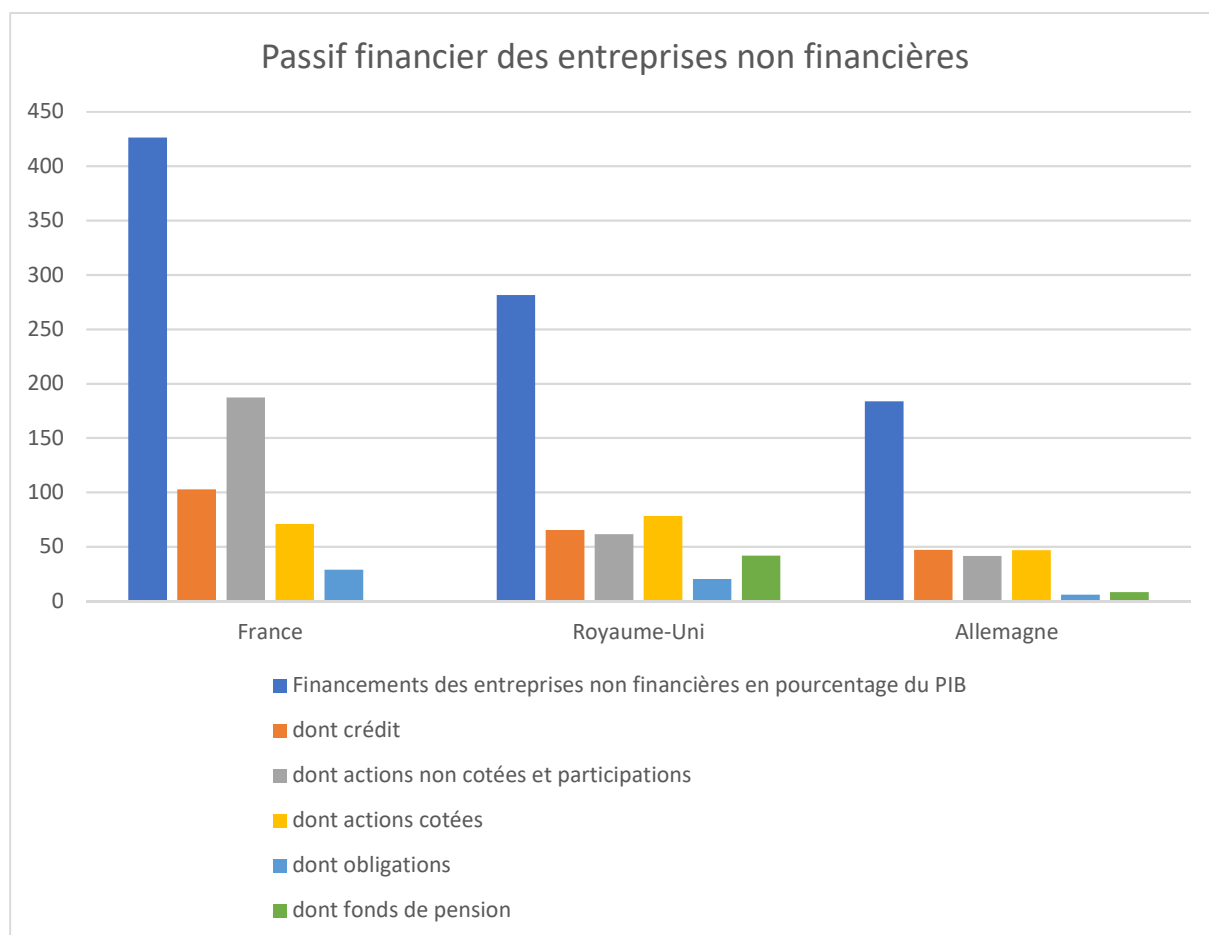
Les revenus des banques britanniques et allemandes sont relativement plus dépendants des revenus d'intérêts (*interest income*). Leur rentabilité est donc plus affectée dans un contexte de taux bas. La rentabilité moindre des banques européennes (dont le ROE dépassait en moyenne 15% en 2006, contre 3% en 2016, un taux exceptionnellement faible) s'inscrit également dans le contexte post-2008 d'assainissement des bilans et de renforcement des fonds propres, auxquels se sont ajoutées les incertitudes liées à la crise de l'euro. Les banques britanniques ont particulièrement été frappées par la crise financière, et six d'entre elles ont dû être partiellement nationalisées en 2008 (HBOS, Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Standard Chartered, Nationwide et Abbey filiale de Santander). Elles ont fait l'objet de restructurations massives (diminution des effectifs et recentrage des activités notamment). Certaines, comme RBS et Barclays, sont par ailleurs sous la menace de litiges avec le ministère américain de la justice.

En Allemagne, la banque Hypo Real Estate a également dû être nationalisée et la seconde banque du pays, la Commerzbank, a été recapitalisée par le gouvernement allemand, tout comme la banque HRE et la *Landesbank WestLB*. La Deutsche Bank doit également faire face à des contentieux judiciaires (procédures aux États-Unis notamment). Les grandes banques allemandes ont également dû mettre en place d'importants plans de restructuration, passant par la réduction des activités de banques d'investissement.

Les banques françaises ont également été durement frappées par la crise de 2008, et fait l'objet d'un plan de sauvetage du gouvernement français. Elles ont néanmoins bénéficié des conditions économiques favorables citées précédemment ainsi que du soutien actif des pouvoirs publics. Cela renvoie à une autre spécificité du secteur bancaire français, conforme au modèle de corporatisme étatique, qui est la proximité entre l'administration et les grandes banques françaises. On trouve en particulier aux postes de direction des grandes banques françaises – à l'exception notable du Crédit Agricole – un nombre important de hauts fonctionnaires. Sur les dix derniers dirigeants de BNP Paribas, Société Générale et du groupe BPCE, on compte 9 anciens hauts fonctionnaires, issus de HEC, de Polytechnique ou de l'ENA et en particulier de la prestigieuse inspection des finances, soit de cette « noblesse d'Etat » où se recrute, en France, les « patrons d'Etat » selon les termes de **Pierre Bourdieu (1989)**. Les dirigeants des banques britanniques et allemandes ont quant à eux, sauf exception, fait l'ensemble de leur carrière dans le secteur privé financier (**cf annexe 9**).

3.1.3. Le financement des entreprises non financières et la diversité des systèmes financiers nationaux depuis la crise financière mondiale

Dans cette partie, nous proposons d'illustrer, à travers plusieurs faits stylisés, la diversité des modalités de financement des entreprises non financières dans les trois systèmes financiers nationaux ; et en particulier dans la structure des financements des entreprises non financières en France, au Royaume-Uni et en Allemagne en 2016 :



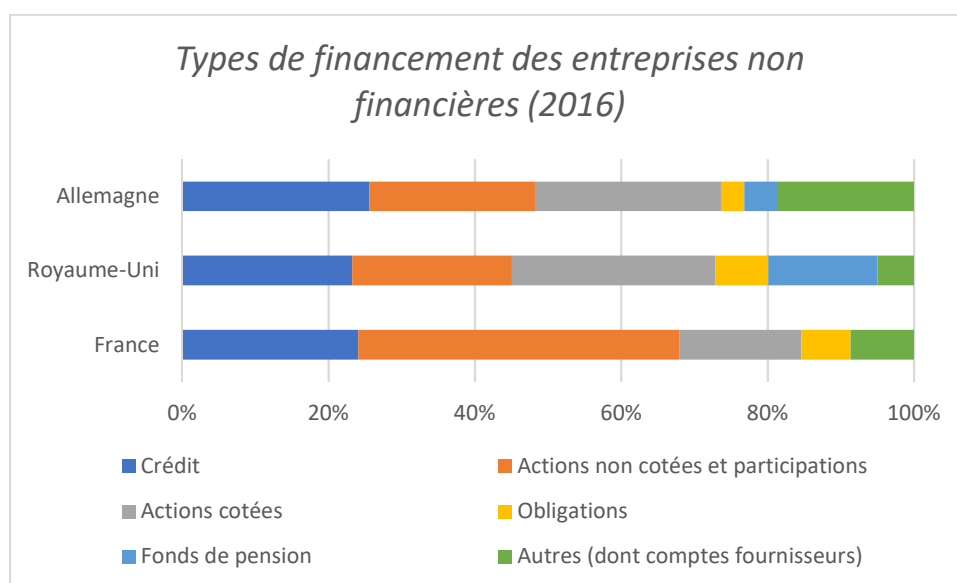
Graphique 16 : structure de financement des entreprises non financières (2016)

Sources : BCE, Office for national statistics et INSEE

Le premier constat est que la France se distingue par l'importance du passif financier des entreprises non financières, qui représente plus de 4 fois le PIB, contre 2,8 au Royaume-Uni et 1,8 en Allemagne. Cela s'explique notamment par la part majeure d'actions non cotées et participations, à hauteur de 44% du passif, qui correspond au rôle important des participations croisées dans les grandes entreprises françaises. Ces participations croisées ont été promues par le gouvernement français à la fin des années 1980, afin d'éviter la dilution du capital et du contrôle des banques françaises au moment où ces dernières ont dû opérer d'importantes recapitalisations afin de se mettre en conformité avec les nouvelles règles de Bâle ; et plus généralement afin de conserver un contrôle sur

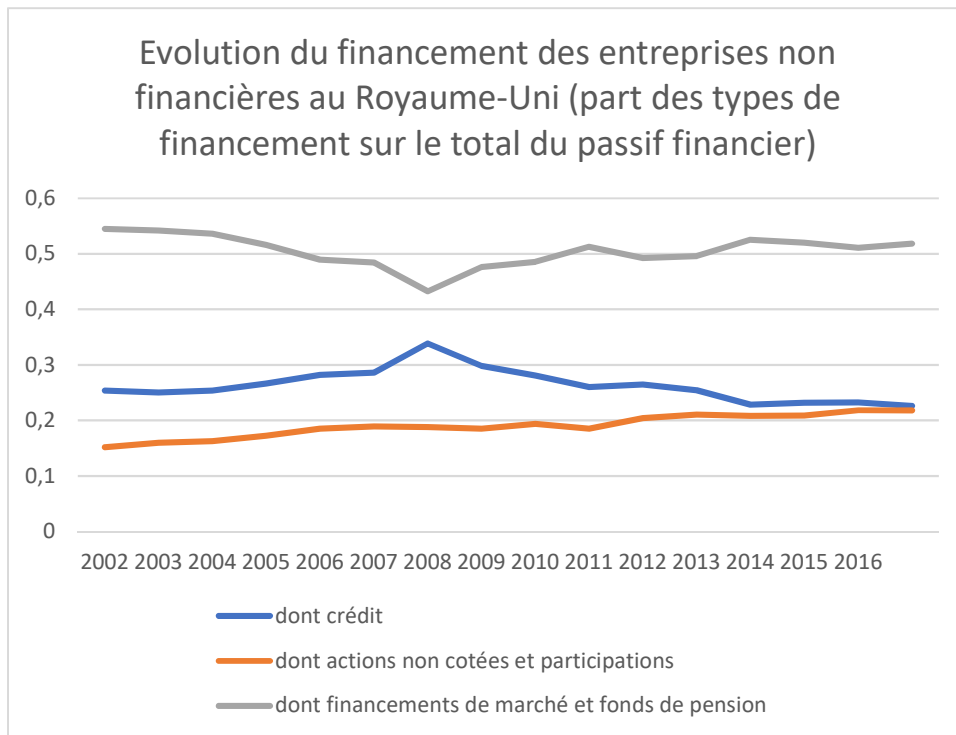
les grandes entreprises nationales, au moment où leur capital était ouvert aux investisseurs internationaux. Même si ces participations croisées ont été en partie remise en cause dans les années 1990 et 2000, elles demeurent non négligeables (Morin, 1998).

La part importante des actions non cotées et participations en France explique également la part moindre des actions cotées, qui représentent 16% du passif contre 29% au Royaume-Uni et 27% en Allemagne. Les obligations représentent 7% du passif en France et au Royaume-Uni, contre 3% en Allemagne. Le Royaume-Uni se distingue par l'importance des fonds de pension (15% du passif financier, contre 4% en Allemagne). Le crédit occupe une part similaire dans les trois pays (24% du passif en France, 23% au Royaume-Uni et 25% en Allemagne). La part des comptes fournisseurs, dont les crédits commerciaux, atteint 19% pour les entreprises non financières allemandes. L'importance relative moindre du passif financier des entreprises allemandes peut s'expliquer par leurs capacités d'auto-financement. Une part importante de l'investissement des entreprises allemandes est financée grâce à leurs propres ressources, d'où un recours relativement moindre au crédit bancaire et aux financements de marché (Story et Walter, 1997). Le graphique ci-dessous représente la contribution des différents types de financement des entreprises non financières :

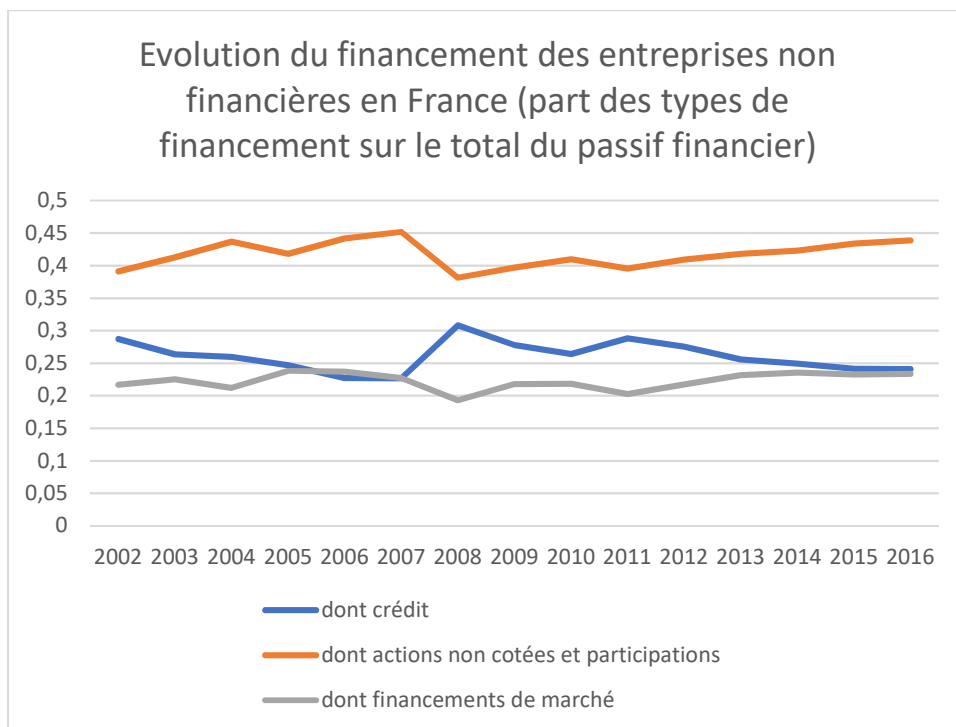


Graphique 17 : contribution des différents types de financement des entreprises non financières (2016). Sources : BCE, Office for national statistics et INSEE

Ces différentes spécificités nationales dans la structure de financement des entreprises non financières des deux pays (importance des actions non cotées et participations en France, importance des financements de marché et fonds de pension au Royaume-Uni) s'inscrivent dans le temps long, comme le montrent les deux graphiques ci-après représentant l'évolution de la structure de financement des entreprises non financières au Royaume-Uni et en France :



Graphique 18 : évolution de la structure de financement des entreprises non financières au Royaume-Uni. Sources : Office for national statistics

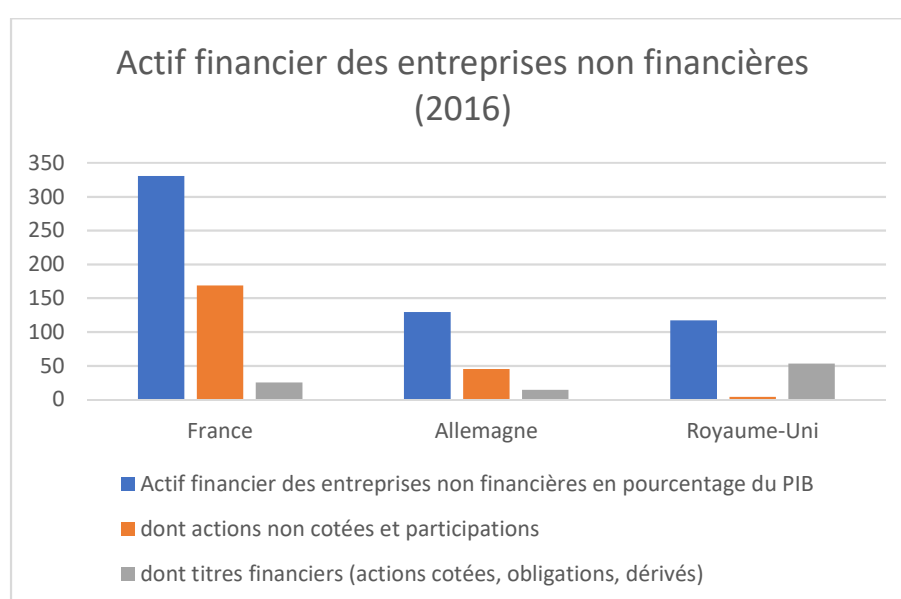


Graphique 19 : évolution de la structure de financement des entreprises non financières en France Sources : INSEE

On constate également dans les deux pays une baisse continue de la part relative du crédit à partir de l'année 2008, qui s'accompagne d'une augmentation de la part des actions non cotées et participations

pour la France, et une hausse de la part des actions cotées pour le Royaume-Uni. On gage qu'il s'agit d'un effet de la crise financière mondiale avec, d'une part, une baisse relative des activités de détail (et notamment du crédit bancaire) pour compenser les pertes liées aux activités de marché ; et de l'autre une augmentation des exigences de capital liées aux nouvelles règles prudentielles plus contraignantes.

Les entreprises non financières sont également pourvoyeuses de financement, via les marchés de capitaux ou les participations dans d'autres entreprises non financières. Afin de rendre compte de leur contribution au financement d'autres entreprises, le graphique ci-dessous représente la structure de l'actif financier des entreprises non financières en France, au Royaume-Uni et en Allemagne en 2016 :



Graphique 20 : structure de l'actif financier des entreprises non financières (2016)

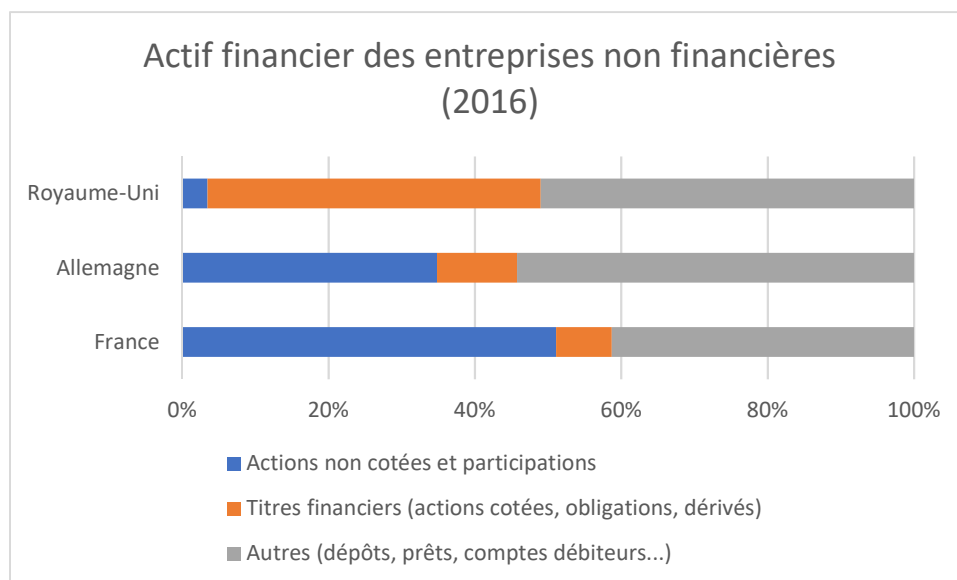
Sources : BCE, Office for national statistics et INSEE

On constate que la France se distingue par l'importance de l'actif financier des entreprises non financières, qui représente plus de 3 fois le PIB, contre 1,3 en Allemagne et 1,2 au Royaume-Uni. L'importance relative de l'actif financier des entreprises non financières françaises s'explique clairement par la part des actions non cotées et participations, qui atteint 51% de l'actif. A nouveau, cela témoigne du rôle important des participations croisées dans les grandes entreprises françaises. De même, la part importante des actions non cotées et participations dans l'actif des entreprises non financières allemandes (35%) montre le rôle des participations croisées, quoique dans une moindre mesure, dans l'économie allemande.

Au Royaume-Uni, cette part est très faible (4%). En revanche, les titres financiers tels que les actions cotées, les obligations et produits dérivés représentent une part importante de l'actif financier des entreprises non financières britannique (45%). Les entreprises non financières britanniques détiennent

un nombre important d'actions et obligations émises à l'étranger (39% de l'actif). Les titres financiers représentent une part moindre en France (8%) et en Allemagne (11%).

Ces différentes parts sont représentées dans le graphique ci-dessous :



Graphique 21 : actif financier des entreprises non financières (2016)

Sources : *BCE, Office for national statistics et INSEE*

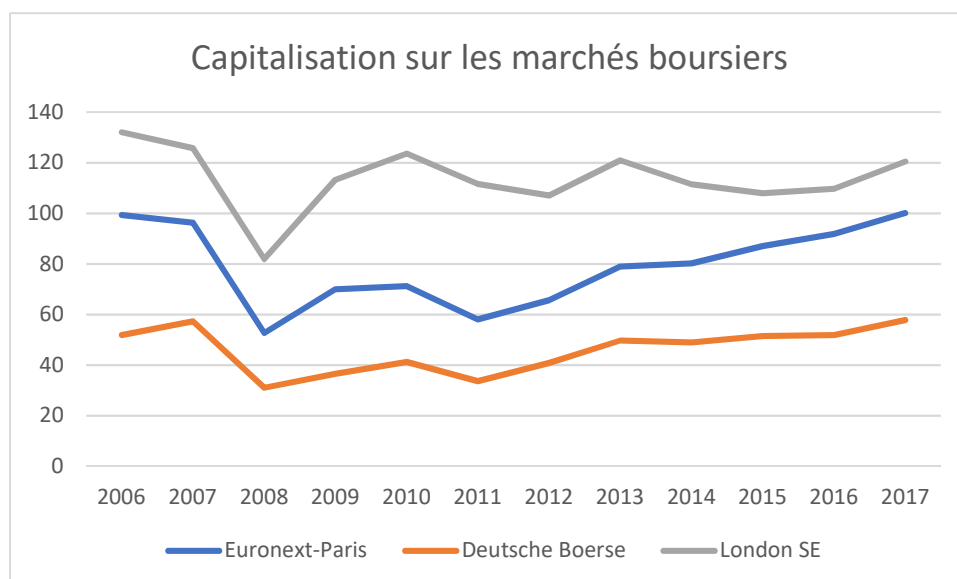
La diversité des secteurs financiers nationaux apparaît également dans l'importance relative des marchés de capitaux dans le financement des entreprises non financières nationales. Le nombre d'entreprises cotées ainsi que la capitalisation boursière totale sont deux indicateurs simples qui permettent de donner un premier aperçu de l'importance des financements de marché dans les secteurs financiers français, allemand et britanniques :

	Nombre d'entreprises cotées	Capitalisation boursière (en milliards de dollars)
Euronext-Paris	492	2683
Deutsche Boerse	505	2225
London Stock Exchange	990	3115

Tableau 15 : indicateurs de taille des bourses de Paris, de Francfort et de Londres (chiffres 2017).

Sources : *WFE (2018), Euronext (2018), LSE (2018)*

La capitalisation boursière totale en pourcentage du PIB permet de rendre compte de l'évolution de l'importance relative des marchés de capitaux dans les économies nationales, :



Graphique 22 : capitalisation sur les marchés boursiers en pourcentage du PIB

Source : CEIC (2017)

Ces trois indicateurs confirment l'importance des marchés de capitaux dans l'économie britannique. Au début de l'année 2018, la capitalisation boursière atteint 134% du PIB au Royaume-Uni. En France, cet indicateur ne cesse de progresser depuis 2011, passant de 58% à 100% du PIB en 2017. En Allemagne, il demeure à des taux inférieurs, et atteint près de 60% du PIB en 2017. Le Royaume-Uni dispose donc de marchés de capitaux plus développés tant en termes de nombre d'entreprises cotées que de capitalisation boursière. Cependant la France n'est pas en reste, et la bourse de Paris affiche une croissance importante de sa capitalisation boursière totale depuis 2013 (+37% sur 2013-2017 contre +2% pour la bourse de Londres).

On constate également que la part des intermédiaires non bancaires est plus importante au Royaume-Uni. Le tableau ci-dessous représente la part des intermédiaires non bancaires dans les secteurs financiers britannique, allemand et français :

	Assurances	Fonds de pension	Auxiliaires financiers et autres intermédiaires	Total intermédiaires non bancaires	En pourcentage du total des actifs financiers
UK	2 416,9	2 609,9	7 370,9	12 397,7	45,6%
France	2 760,1	0,0	2 785,2	5 545,3	37,5%
Allemagne	2 102,3	602,6	2 843,4	5 548,3	35,7%

Tableau 16 : intermédiaires non bancaires dans les secteurs financiers français, allemand et britanniques en milliards en 2016. Source : FSB (2018)

Dans les trois secteurs financiers, la catégorie des AIF représente plus de la moitié du total des actifs des intermédiaires non bancaires (50% en France et en Allemagne, et jusqu'à 59% au Royaume-Uni). Une des particularités du système français est l'inexistence des fonds de pension. Ces derniers représentent 21% des actifs des intermédiaires non bancaires au Royaume-Uni et 11% en Allemagne. Le secteur des assurances représente quant à lui également 50% du total des actifs des intermédiaires non bancaires, part qui s'élève à 38% en Allemagne et 19% au Royaume-Uni.

En conclusion, ces différents faits stylisés témoignent de la centralité du secteur bancaire, de l'importance des activités de marché et hors-bilan des grandes banques nationales (tout particulier dans les cas britannique et français) qui illustre l'importance du *market-based banking* ; mais également de la diversité des secteurs financiers nationaux.

Les faits stylisés confirment que les marchés de capitaux jouent en particulier un rôle central dans le financement des entreprises non financières dans le **système financier britannique**. Les titres cotés et fonds de pension assurent une part importante du financement des entreprises non financières, et un peu moins de la moitié de leur actif financier est constitué de titres financiers. Le système bancaire se caractérise également par une forte ouverture internationale – les banques étrangères représentent un peu plus de la moitié des actifs bancaires – ainsi qu'une forte implication dans les activités de marché et hors-bilan, même si le secteur britannique a été durement frappé par la crise financière, avec à la clé des restructurations massives. La bourse de Londres conserve son rôle de place financière mondiale, et de première place financière européenne (en 2017). Y sont cotées non seulement les grandes entreprises britanniques mais également européennes. Les intermédiaires financiers non bancaires occupent également une place importante dans le système financier, en particulier les différents fonds d'investissement qui entrent dans la catégorie AIF du FSB.

Le secteur bancaire allemand a conservé, malgré cette dynamique de consolidation, son caractère relativement déconcentré, national et moins orienté vers les marchés financiers, avec un recours élevé au crédit bancaire. Les actifs bancaires sont répartis entre les banques du secteur privé (40% des actifs), du secteur public (40% des actifs) et du secteur coopératif (**EBF, 2017**). La Deutsche Bank fait néanmoins figure d'exception à la règle. Depuis la fin des années 1990, la première banque allemande a adopté un modèle d'affaires « anglo-saxon » particulièrement tourné vers les activités spéculatives (dérivés de gré à gré, trading...). Elle se trouve désormais en grande difficulté et ses dirigeants ont annoncé, en 2018, un retour aux activités « traditionnelles » des banques allemandes, c'est-à-dire le financement et le conseil à destination des entreprises allemandes exportatrices. La financiarisation du secteur bancaire allemand, dont la Deutsche Bank et la Commerzbank ont été les symboles dans les années 2000, n'a pas vraiment eu lieu, ou alors très partiellement.

La crise de 2008 a marqué un coup d'arrêt au développement des activités de marché des banques allemandes. Celles-ci demeurent désormais majoritairement attachées à un modèle d'affaire traditionnel basé sur le crédit aux entreprises. Les entreprises non financières allemandes se caractérisent, quant à elle, par un passif financier moindre comparé à leurs homologues britanniques et françaises, qui peut s'expliquer par leurs moyens plus importants d'auto-financement. Les participations croisées ont toujours cours mais dans une moindre mesure que dans le cas français. Les entreprises non financières allemandes se financent également dans une proportion importante via les marchés de capitaux, à Francfort ou à l'étranger. La Deutsche Boerse, malgré sa stature essentiellement nationale, constitue une source non négligeable de financement pour les entreprises allemandes.

Le système financier français conserve également ses caractéristiques. Le secteur bancaire, très concentré, occupe une place majeure dans l'économie. Les banques françaises sont présentes dans toutes les activités, du prêt aux entreprises aux activités de marché, en passant par les assurances et les fonds d'investissement ou le commerce des dérivés de gré à gré. En particulier, une part majoritaire des fonds d'investissements (SICAV et FCP) sont contrôlés par les banques en France, à la différence du cas du Royaume-Uni ou de l'Allemagne. La place de Paris, bien que loin des volumes d'échanges de la place de Londres, est la première du continent européen pour les dérivés de taux et de change. Les banques françaises s'avèrent plus rentables que leurs homologues européennes grâce à une diversité d'activités : services de paiement, gestion d'actifs, frais d'émission de titres, services de garde de valeurs mobilières, garanties et compensations financières, et depuis 2012 une augmentation des activités de trading et de change ; ainsi qu'à l'importance des revenus liés aux frais bancaires et aux commissions. Le secteur bancaire serait, selon l'OCDE, un des principaux atouts économiques de la France (**EBF, 2018**). Les banques étrangères représentent une part marginale des actifs bancaires en France. En termes de capitalisation boursière, la bourse de Paris est loin d'égaliser la bourse de Londres, mais sa capitalisation est passée de 58% en 2011 à plus de 100% du PIB en 2017. Les entreprises non financières françaises ont néanmoins, en part relative, moins recours aux marchés de capitaux pour leur financement qu'aux actions non cotées et aux participations. Ces dernières avaient été promues par le gouvernement français à la fin des années 1980, afin d'éviter la dilution du capital et du contrôle des banques françaises au moment où ces dernières ont dû opérer d'importantes recapitalisations afin de se mettre en conformité avec les nouvelles règles de Bâle ; et plus généralement afin de conserver dans un contrôle sur les grandes entreprises nationales, au moment où leur capital était ouvert aux investisseurs internationaux. Même si ces participations croisées ont été en partie remise en cause dans les années 1990 et 2000, elles demeurent non négligeables et témoignent de la stratégie post-dirigiste française (nous y reviendrons). Elles sont un des facteurs d'explication de l'importance

considérable du passif financier des entreprises non financières françaises (plus de 3 fois le PIB, contre 1,2 environ pour l'Allemagne et le Royaume-Uni en 2016).

Le tableau ci-dessous propose un récapitulatif des caractéristiques des trois systèmes financiers nationaux :

	Royaume-Uni	Allemagne	France
Principal canal de financement des entreprises	Marchés de capitaux	Banques	Banques
Mode de financement privilégié des grandes entreprises	Titres cotés	Participations croisées	Participations croisées
Ouverture du système financier aux entreprises étrangères	Importante	Faible	Faible
Concentration du secteur bancaire	Relativement importante	Faible	Importante
Acteur typique du financement des entreprises	Investisseur en bourse (banques, fonds de pension, entreprises d'investissement)	<i>Hausbank</i> (« banque maison ») entretenant liens privilégiés avec l'industrie	Grande banque universelle, à travers crédits et fonds mutuels
Rôle des banques dans le système financier	Les banques sont des acteurs du marché « comme les autres »	Rôle de coordination économique et social des banques	Grandes banques comme « champions nationaux »

Tableau 17 : résumé schématique des caractéristiques des systèmes financiers nationaux mis-à-jour sur la base de **Story et Walter (1997)**

Dans la suite, nous proposons de tirer, de ce panorama des secteurs financiers britannique, allemand et français, un certain nombre de propositions sur la diversité des approches réglementaires nationales, qui constitueront la base de notre cadre d'analyse de la production de la réglementation financière dans l'Union européenne après la crise de 2008.

3.2. Diversité des préférences nationales et pouvoir structurel du secteur financier dans les processus réglementaires européens

Dans cette partie, nous proposons de mobiliser différents travaux en économie politique comparée afin de formuler une typologie des préférences et approches réglementaires nationales (**partie 3.2.1.**) et de proposer un cadre d'analyse des processus réglementaires dans l'Union européenne, en s'intéressant en particulier à la notion de pouvoir structurel du secteur financier (**partie 3.2.2.**).

3.2.1. Une diversité des préférences réglementaires britanniques, françaises et allemandes

Dans une conception classique de l'économie politique, les préférences nationales se définissent comme l'agrégation des préférences des coalitions ou des groupes d'intérêts les plus concernés (**Moravcsik 1998**). Dans le cas de la réglementation financière, compte tenu de la capacité de mobilisation du secteur financier, cela reviendrait à considérer que c'est l'intérêt des acteurs dominants du secteur financier qui s'imposerait dans chaque pays comme préférence nationale. C'est pourtant loin d'être toujours le cas (comme nous le verrons dans les prochains chapitres concernant le cas de la taxe sur les transactions financières et de la séparation des activités bancaires) et ce tout particulièrement dans la période qui s'ouvre après la crise de 2007-2008. Plusieurs travaux en économie politique internationale ont en effet montré que la crise financière mondiale a eu pour conséquence d'augmenter la saillance (*saliency*) des enjeux de réglementation financière, c'est-à-dire l'importance de ces enjeux dans le débat public, souvent au détriment de la capacité du secteur financier d'imposer ses préférences dans les processus réglementaires (**Culpepper, 2011 ; Pagliari et Young, 2013 ; Kastner, 2018**).

Nous adoptons une approche d'économie politique comparée qui insiste davantage sur les spécificités institutionnelles nationales pour étudier les stratégies réglementaires nationales dans les négociations à l'échelle de l'Union européenne à l'aune des caractéristiques des cadres institutionnels nationaux. **Orfeo Fioretos (2001)** développe cette approche en s'intéressant au rôle joué par les intérêts nationaux dans l'adoption du traité de Maastricht en 1991. L'auteur propose d'expliquer les positions des Etats membres à l'égard de l'intégration européenne par le souci d'assurer une complémentarité entre le cadre institutionnel européen et le cadre national et de préserver les « avantages comparatifs » de ce dernier. En d'autres termes, les gouvernements et groupes de pression nationaux anticipent la manière dont les nouvelles règles pourraient affecter l'économie nationale et ses institutions, dans la mesure où les règles européennes peuvent renforcer ou saper les cadres institutionnels nationaux, et se positionnent en conséquence.

Pour rendre compte des préférences nationales en matière de réglementation financière, il s'agit donc de rendre compte des caractéristiques des cadres institutionnels nationaux ainsi que leurs « avantages comparatifs », de la spécificité des secteurs financiers nationaux (décrites dans la partie précédente), mais également de l'importance du secteur financier dans la cohérence du cadre institutionnel national. Cela permet, dans un second temps, de rendre compte de la manière dont sont anticipés les effets des réformes européennes sur la cohérence des différents cadres institutionnels nationaux.

Comme nous l'avons vu précédemment, les secteurs financiers britannique, allemand et français ont des caractéristiques différentes ; ils prennent également une place relativement différente dans les cadres institutionnels nationaux. Plusieurs travaux d'économie politique comparée en rendent compte. **Baccaro et Pontusson (2016)** montrent que le modèle de croissance britannique est largement basé sur la consommation financée par des apports de capitaux étrangers (*consumption-led*), et repose en grande partie sur la présence d'un centre financier international important et liquide – La City de Londres. Le caractère international du secteur financier britannique joue ainsi un rôle clé dans le capitalisme britannique. Les auteurs montrent, à l'inverse, que le modèle allemand est un modèle de croissance basé sur l'exportation (*export-led*), ainsi que sur la compression des salaires et de la consommation des ménages. Le secteur financier, et en particulier le secteur bancaire, joue ainsi un rôle important, mais dans le financement et le soutien des entreprises exportatrices. Pour **Clift (2012)**, l'évolution du capitalisme français peut être qualifiée de « post-dirigiste » et articulée autour de l'importance centrale des « champions nationaux », et en particulier des grandes banques françaises, qui bénéficient d'un soutien actif de la part des autorités. Ces trois cas recouvrent des conceptions différentes du rôle du secteur financier dans l'économie nationale. Ces conceptions permettent de rendre compte des préférences nationales en matière de réglementation financière.

On peut ainsi expliquer que **les autorités britanniques** se mobilisent dans les débats réglementaires européens pour préserver les cadres réglementaires originaux qui ont contribué à faire de La City un centre financier international de premier plan. Les autorités britanniques sont conduites à s'opposer aux propositions visant à imposer des réglementations plus restrictives, prescriptives et contraignantes qui ne correspondent pas à l'approche *light-touch* britannique. Le cadre réglementaire britannique a joué un rôle important dans l'installation de nombreuses entreprises financières et filiales de banques étrangères. Il laisse une large place à l'informalité et aux organismes d'autorégulation de l'industrie financière (*self-regulating organisations*), conformément à la doctrine du Trésor britannique et de la *Bank of England*, qui se sont mobilisés depuis plusieurs décennies pour défendre et accroître l'importance de Londres comme place financière internationale (**Story et Walter, 1997**). Cette informalité est particulièrement conforme avec certaines spécificités du cadre institutionnel britannique, et notamment aux particularités du droit anglo-saxon (ou *common law*), non écrit et qui

donne une place importante à la *soft-law* à la différence des droits continentaux de type romano-germaniques plus prescriptifs. Cette conception dispose également, conformément à la théorie des choix publics, que les contraintes de marché sont mieux à même de « discipliner » les entreprises et les individus et garantir l'efficacité économique que les réglementations publiques. Pour **Chavagneux et Philipponnat (2014)**, elle relève d'une « capture intellectuelle » des autorités britanniques par l'industrie financière. Une capture renforcée par le fait que les banquiers de la City bénéficient de liens étroits auprès du Trésor britannique et de la *Bank of England* (**James et Quaglia, 2017**). La crise a certes conduit à des questionnements sur l'approche réglementaire britannique, mais cela n'a pas empêché que le Royaume-Uni se soit opposé, dans la période qui a suivi la crise de 2008, à l'enregistrement obligatoire des agences de notation (règlement agences de notation de 2009), au régime d'autorisation et de supervision pour les fonds d'investissements dits alternatifs ou *hedge funds* (directive AIFM de 2010), ainsi qu'aux nouvelles obligations liées à l'encadrement du commerce de dérivés de gré à gré (**Quaglia, 2010**). Le Royaume-Uni a également témoigné de ses réticences vis-à-vis du nouveau cadre institutionnel pour la réglementation et la supervision et la création d'autorités européenne pour les secteurs bancaire, assurantiel et des marchés de titres (**cf chapitre 2**).

Au-delà de cette approche qui peut être qualifiée de « défensive », les autorités britanniques se mobilisent également pour que l'intégration financière dans l'Union européenne s'accompagne de la mise en place d'une réglementation minimale et d'une libéralisation des marchés financiers continentaux ; dans la mesure où la suppression des obstacles réglementaires à la concurrence dans les secteurs financiers des autres pays européens bénéficierait au secteur financier britannique, compte tenu de sa diversité, de son caractère concurrentiel, et en particulier de la concentration des activités de financement de marché (*wholesale finance*), de capital-investissement et de *hedge funds* (**Véron, 2014**). Le Royaume-Uni s'est particulièrement mobilisé pour le marché unique des services financiers (notamment la première et la seconde directive bancaire), qui offrait de nombreuses opportunités pour le secteur financier britannique concurrentiel et compétitif (**Story et Walter, 1997**). Elle a également joué un rôle moteur dans la mise en œuvre du plan d'action sur les services financiers (PASF) entre 2000 et 2008, qui a jeté les bases d'une réglementation européenne commune pour le secteur des marchés de titres (**Quaglia, 2010**). Elle a compté parmi les plus ardents défenseurs du projet d'Union des marchés de capitaux lancé en 2014 par la Commission Juncker, visant notamment à développer, dans l'Union européenne, les financements de marché. Parmi les acteurs les plus importants dans le débat réglementaire national, on compte le Trésor britannique et la *Bank of England* d'une part, et les grandes banques britanniques ainsi que l'organe de représentation de la City, TheCityUK, s'agissant du secteur privé.

Les **autorités françaises et allemandes** se mobilisent quant à elles spécifiquement afin de préserver les intérêts de leur secteur bancaire national, ainsi que ses spécificités ; elles sont conduites à s’opposer aux propositions réglementaires qui auraient pour conséquence d’affecter le bon fonctionnement du secteur bancaire national, plus spécifiquement sa compétitivité (plus particulièrement dans le cas français) ou sa capacité de financement de l’économie (plus particulièrement dans le cas allemand). Cela passe également par la circonscription de la concurrence étrangère sur le marché domestique, et des fortes réticences à l’égard des projets de libéralisation des marchés de capitaux. Les deux pays se distinguent en effet par l’importance du secteur bancaire, qui revêt un caractère stratégique dans leur modèle respectif de capitalisme.

En témoigne notamment l’opposition de la France et de l’Allemagne à l’augmentation des exigences de capital réglementaire, ou à l’application uniforme du modèle standard pour les banques dans le cadre des négociations de Bâle III et de la directive CRD IV, dans la mesure où ces nouvelles exigences pénaliseraient la rentabilité des banques, ou encore l’opposition des deux pays à l’introduction de la comptabilité en juste valeur (« *fair value* ») de certains actifs bancaires dans le cadre de la réforme des normes comptables (abordées dans le **chapitre 2**). Les autorités françaises et allemandes ont, par contre, soutenu la libéralisation des marchés bancaires en Europe et plus généralement des marchés de services financiers – mais uniquement dans la mesure où cela n’implique pas la remise en cause de la mainmise des banques nationales sur le marché domestique. Cela explique la faible part des actifs de filiales et de succursales de banques étrangères dans le secteur bancaire en Allemagne (4,3%) et en France (4,3%) à la différence du Royaume-Uni (50,4%) en 2016 (**CGFS, 2018**). C’est tout particulièrement le cas s’agissant de la banque de détail.

L’intensification de la concurrence sur les marchés nationaux arrivés à maturité, combiné à des évolutions réglementaires et des politiques favorables (Union économique et monétaire, Plan d’action pour les services financiers, élargissements à l’Est...) a fortement poussé les grandes banques à rechercher des relais de croissance hors de leurs frontières. La libéralisation des marchés bancaires et plus généralement des marchés de services financiers a présenté des opportunités de développement pour les grandes banques allemandes et françaises. Les fusions-acquisitions transfrontalières, qui se sont multipliées avec la constitution du marché unique des services financiers ont ainsi constitué un moyen pour les grandes banques de s’ouvrir de nouveaux marchés (**voir annexe 11**). La libéralisation financière et le développement des marchés de capitaux, de manière plus générale, a également offert de nombreuses opportunités aux grandes banques universelles pour développer leurs activités de marché, ainsi que différentes activités rémunérées via les frais bancaires telles que la gestion d’actifs, l’émission de titres, services de garde de valeurs mobilières, garanties et compensations financières.

Les gouvernements allemands et français ont exprimé certaines réticences à l'égard du projet d'Union des marchés de capitaux. En juillet 2015, Wolfgang Schäuble et Michel Sapin, ministres des finances allemand et français, ont adressé une lettre à la Commission européenne afin de demander à ce que le projet ne favorise pas outre mesure les instruments financiers non bancaires, et d'annoncer qu'ils étaient prêts à s'opposer aux projets de la Commission dans le cas où ces derniers auraient pour conséquence de saper les fondements des systèmes financiers nationaux (**Quaglia et al., 2016**). La relance du marché de la titrisation, dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, présente cependant une opportunité intéressante pour les grandes banques universelles, qui ont accueilli le projet avec enthousiasme, de même que les gouvernements allemand et français.

Il existe cependant d'importantes nuances entre les situations française et allemande. Les particularités nationales des systèmes financiers allemand et français peuvent expliquer certaines différences d'appréciation voire antagonismes entre les approches des deux pays. Si les grandes banques universelles françaises se sont montrées particulièrement favorables au projet d'Union de marché de capitaux, les banques coopératives et caisses d'épargne allemandes ont été particulièrement critiques à son égard, considérant qu'elles étaient les mieux placées que les investisseurs des marchés de capitaux pour financer les petites et moyennes entreprises (**Quaglia et al., 2016**). Le processus de négociation de la taxe européenne sur les transactions financières illustre également les divergences franco-allemandes en matière de réglementation financière. Depuis la proposition de la Commission publiée en 2013, les autorités allemandes se sont montrées favorables à une taxe relativement large ; les autorités françaises se sont d'emblée opposées frontalement au projet de la Commission jugé « dangereux » dans la mesure où il serait nuisible à la compétitivité de la place de Paris et des grandes banques françaises, et ont souhaité, en particulier, exclure les produits dérivés de l'assiette de la taxe. Nous y reviendrons dans le chapitre 4.

Dans le cas de la France, les grandes banques universelles, représentées par la puissante Fédération bancaire française (FBF), constituent des acteurs clés du débat réglementaire. Elles bénéficient d'une très grande porosité entre la direction des grandes banques françaises et l'administration, en particulier la direction du Trésor ; et disposent de multiples entrées au ministère de l'économie et des finances, à travers les réseaux des grands corps d'Etat, et en particulier l'Inspection des finances (**voir annexe 9**). Le cas de la nomination de François Villeroy de Galhau comme Gouverneur de la Banque de France en 2015, après avoir été l'un des cadres dirigeants de BNP Paribas pendant plus de 12 ans, est emblématique (**Moret-Bailly, Ruiz Fabri et Scialom, 2017**). Paris Europlace est également une organisation influente du secteur financier. Constituée en 1993 par la Banque de France, la Caisse des Dépôts, la chambre de commerce et d'industrie de Paris Ile-de-France, le Conseil régional d'Ile-de-France, Euroclear France, Euronext et la ville de Paris pour promouvoir et développer la Place

financière de Paris, elle fédère et représente la diversité des acteurs de l'industrie financière. La FBF et Paris Europlace ont été particulièrement à l'œuvre dans le cas des projets de taxe européenne sur les transactions financière et de séparation des activités bancaires étudiés dans le **chapitre 4**. Confirmant le caractère post-dirigiste de la stratégie réglementaire française, Michel Sapin, alors ministre des finances, affirmait que l'intérêt des grandes banques françaises coïncidait avec l'intérêt national – dans la mesure où le bon fonctionnement de l'économie et les créations d'emploi dépendait de leur bonne santé financière (**entretien janvier 2016**).

La coalition bancaire française allie une forme de protectionnisme – de défense des intérêts des grandes banques nationales – à une pression pour une libéralisation du marché des services financiers – dans la mesure où celui-ci propose plus d'opportunités que de menaces (notamment en termes de concurrence étrangère) pour les grands acteurs nationaux du secteur financier, principalement les grandes banques universelles. La domination de la coalition bancaire française ne signifie pas pour autant qu'il n'existe pas de coalitions et paradigmes réglementaires concurrents. Le paradigme réglementaire qui s'articule autour de la notion d'intérêt public, et qui est hérité de la conception keynésienne du système financier des trente glorieuses autour du circuit du Trésor est toujours bien présent dans le débat public. Il est porté par différents acteurs dans les secteurs associatifs, syndicaux ou politiques ; mais il ne dispose pas de relais institutionnels de premier plan auprès des cercles institutionnels, du gouvernement ou de l'administration.

La situation est différente dans le cas de l'Allemagne. Avant la crise de 2008, les grandes banques allemandes, en particulier la Deutsche Bank, bénéficiaient d'une grande proximité avec les gouvernements Schröder et Merkel et d'un accès privilégié pour faire valoir leurs préférences. Comme les banques françaises, les grandes banques allemandes étaient en particulier favorables à une libéralisation partielle du marché des services financiers et au développement des marchés de capitaux dans la mesure où de telles évolutions comporteraient davantage d'opportunités de développement que de menaces. Ces liens se sont cependant très largement distendus après la crise de 2008. L'influence de l'association sectorielle des banques allemandes (*Bundesverband deutscher Banken*), en proie à des querelles internes notamment entre la Deutsche Bank et la Commerzbank, a fortement diminué (**Financial Times Deutschland, 2010**). Les multiples scandales auxquels la Deutsche Bank a été associée aurait contribué à la disgrâce des dirigeants de la première banque allemande auprès des autorités nationales, qui désormais « *ne peut que rêver* » des connexions privilégiées dont bénéficient les banques françaises auprès des autorités nationales (**Süddeutsche Zeitung, 2014**).

A l'inverse, les associations sectorielles représentant les caisses d'épargne (*Deutsche Sparkassen- und Giroverband*), banques publiques (*Verband Öffentlicher Banken*) et coopératives (*Bundesverband der*

Volks- und Raiffeisenbanken), qui ont salué les mesures fortes prises par le ministre Wolfgang Schäuble après 2008 contre certaines activités de marché (comme l'interdiction unilatérale, dès 2010, de la vente à nu des swaps de défaut de crédit) sont sorties renforcées de la crise financière. D'autant que leur modèle d'affaire traditionnel basé sur le crédit est un rouage clé de l'économie allemande, dans la mesure où il assure un financement de long terme aux entreprises exportatrices nationales au cœur de l'économie allemande. Ce modèle est conforme à l'idéal de stabilité des conditions économiques propre au paradigme ordolibéral allemand. A cet égard, les associations sectorielles des caisses d'épargne, des banques publiques et coopératives, malgré des moyens moindres comparés aux banques universelles privées, bénéficient d'une audience importante de la part des autorités. On assiste par ailleurs, depuis la crise, à un recentrage des grandes banques allemandes comme la Deutsche Bank et la Commerzbank des activités internationales et de marché vers le marché domestique et les activités « traditionnelles » des banques allemandes. Il existe cependant également des coalitions mobilisées sur des enjeux spécifiques, comme c'est le cas pour le secteur des assurances, particulièrement important en Allemagne (mais c'est aussi le cas en France et au Royaume-Uni). Toutefois nous faisons le choix de nous focaliser, dans notre propos, sur les principaux acteurs bancaires.

Le tableau ci-dessous récapitule la diversité des approches et préférences réglementaires nationales :

	Royaume-Uni	Allemagne	France
Modèle de croissance / de politique économique	Basé sur la consommation <i>(Consumption-led)</i>	Basé sur l'exportation <i>(Export-led)</i>	Post-dirigiste
Spécificité institutionnelle	Place financière internationale, réglementation « allégée » appréciée des investisseurs	Industrie tournée vers l'exportation	Grandes banques nationales puissantes tournées vers l'international
Spécificité de l'approche réglementaire	Importance de l'autorégulation, approche <i>light-touch</i> Concurrence dans le secteur financier	Importance de la stabilité des conditions économiques (ordolibéralisme) Protectionnisme	Importance du <i>market-based banking</i> et de la compétitivité des grandes banques nationales Protectionnisme
Acteurs-clé en matière de réglementation financière	TheCityUK Bank of England HM Treasury	Quatre associations sectorielles bancaires (banques privées, caisses d'épargne, banques coopératives, banques publiques)	Fédération bancaire française Direction du Trésor Paris Europlace

Tableau 18 : résumé schématique des approches et préférences nationales en matière de réglementation financière

3.2.2. Pouvoir structurel et coalitions européennes dans la production de la réglementation financière à l'échelle européenne

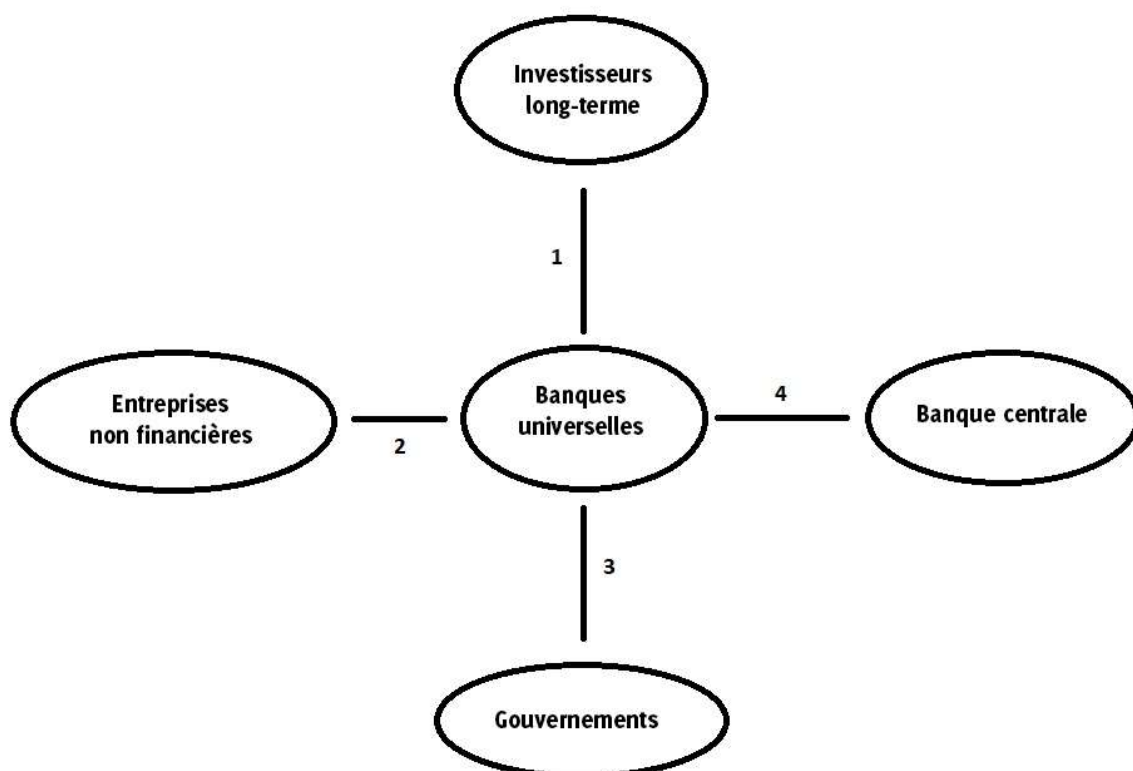
L'approche de l'économie politique que nous avons mobilisée dans la partie précédente permet de rendre compte, à travers l'étude des spécificités des cadres institutionnels, des préférences nationales en matière de réglementation financière. Dans cette partie, nous nous intéressons plus particulièrement à la manière dont les différents acteurs, gouvernements, associations sectorielles, entreprises ou organisations de la société civile, sont amenés à faire valoir leurs préférences dans les processus réglementaires européens. Pour ce faire, il s'agit de prendre l'importance relative des différents acteurs dans ces processus ainsi que la complexité du cadre institutionnel européen.

- **Pouvoir structurel et sélectivité structurelle dans les processus réglementaires européens**

Pour rendre compte de l'importance des différents acteurs dans les processus réglementaires, et leur capacité à imposer leurs préférences, nous proposons de recourir à la notion de pouvoir structurel. Cette notion de sciences politiques décrit la position privilégiée de certains acteurs de l'industrie au sein d'une certaine configuration de capitalisme. Développée à l'origine dans les années 1970, elle décrivait alors plus spécifiquement le pouvoir lié à la maîtrise de l'investissement par les grands détenteurs de capitaux, qui leur permet de disposer d'un rapport de force favorable notamment vis-à-vis des responsables politiques (**Przeworski et Wallerstein, 1988**). La notion de pouvoir structurel a également été utilisée en économie politique internationale dans le sens de la capacité d'un Etat à exercer son influence sur d'autres Etats ou acteurs non-étatiques, lié à sa position centrale dans le système internationale – comme c'est le cas en particulier des Etats-Unis (**Strange, 1996**).

La notion de pouvoir structurel a été réactualisée par de nombreux travaux, en particulier depuis la crise de 2008 (**Culpepper, 2015**). Certains travaux insistent en particulier sur une conception du pouvoir structurel comme dépendance réciproque entre certains acteurs privés et l'Etat, en prenant l'exemple du secteur financier : compte tenu de l'importance du secteur bancaire, les banques étatsuniennes ont certes des moyens de pression sur le gouvernement étatsunien ; mais elles sont également en partie dépendantes de leur accès au marché étatsunien et des velléités réglementaires du gouvernement (**Culpepper et Reinke, 2014**). Dans la conception qui nous intéresse, la notion de pouvoir structurel vise à rendre compte de la manière dont certaines grandes entreprises et détenteurs de capitaux bénéficient d'une influence sur la prise de décision par la place qu'ils occupent dans l'économie et plus particulièrement dans le modèle de croissance, au sens de l'économie politique comparative. Nous n'omettons pas de considérer la manière dont ce pouvoir structurel est institutionnellement constitué, et en partie dépendant des velléités réglementaires des gouvernements.

Dans le cas du secteur financier, le développement du *market-based banking* par les grandes banques universelles au Royaume-Uni, en Allemagne et en France, sur lequel nous sommes revenus dans notre première partie, a contribué à accroître le pouvoir structurel des banques au plan national comme au plan européen. Non seulement la taille des banques a augmenté (et par là même leur caractère « trop important pour faire faillite »), mais également les relations de dépendance des différents secteurs de l'économie vis-à-vis des grandes banques universelles, ainsi que la centralité de ces dernières. Dans le graphique ci-après, nous représentons de manière simplifiée les relations de dépendance structurelle des investisseurs de long-terme, notamment dans la gestion de leur portefeuille d'actifs (1) ; des entreprises non-financières, dans l'accès au crédit et dans leurs opérations de marché (2) ; des gouvernements dans leur accès au financement de marché (3) ; de la BCE, dans la conduite de sa politique monétaire (4)¹⁷ vis-à-vis des banques universelles.



Graphique 23 : la centralité des grandes banques européennes

Au niveau du débat réglementaire, la notion de pouvoir structurel explique également les conditions inégales de la prise en compte des préférences de certains acteurs ou groupes d'intérêts. Par l'importance qu'ils prennent dans la cohérence du cadre institutionnel, certains acteurs-clé (comme

¹⁷ Nous revenons plus particulièrement dans le chapitre 4 sur le rôle central des grandes banques dans la gestion de la liquidité et de la transmission de la politique monétaire, à travers notamment les marchés de repos.

les grandes banques dans le cas français) voient leurs préférences largement intégrées dans le processus d'élaboration des préférences nationales ; tandis que d'autres sont marginalisés dans le débat réglementaire national. Ces conditions inégales définissent une « sélectivité structurelle » des préférences réglementaires en matière de réglementation financière (**Offe, 1972 ; Durand et Keucheyan, 2015**). A l'instar du pouvoir structurel, la sélectivité structurelle n'est pas un invariant : non seulement elle diffère d'un cadre institutionnel à un autre, mais elle peut évoluer dans le temps et notamment sous l'impact de crises majeures. En témoigne le déclin de l'influence de la Deutsche Bank, dans le cas allemand, concomitante de la prise de distance des autorités allemandes à l'égard du *market-based banking* et d'un retour aux « fondamentaux » du modèle exportateur allemand.

Pour rendre compte de la manière dont peut s'exprimer le pouvoir structurel dans les processus réglementaires européens, il s'agit de prendre en compte les dimensions intergouvernementale et communautaire qui les caractérisent. A l'échelle européenne, la dimension intergouvernementale des processus de réglementation financière à l'échelle européenne demeure très marquée (**Grossman 2004**). Comme nous l'avons vu précédemment, la production de la réglementation financière peut être interprétée comme la confrontation entre des préférences nationales institutionnellement constituées. Cette approche s'inscrit dans une tradition d'économie politique comparée, et notamment les travaux de **Story et Walter (1997)** ou encore de **Underhill (1997)** sur la production de la réglementation financière dans l'Union européenne dans les années 1970, 1980, et au début des années 1990, et plus particulièrement sur le rôle du « triangle » des trois principaux systèmes financiers de l'UE – britannique, français et allemand.

Compte tenu de cette dimension intergouvernementale importante, les acteurs-clé du secteur financier national, bénéficiant ainsi d'un pouvoir structurel constitué à l'échelle nationale (cf tableau précédent), disposent également d'une influence décisive dans la production de la réglementation financière à l'échelle européenne. Ils bénéficient en effet d'un accès privilégié, par l'intermédiaire des représentations nationales, aux instances décisionnaires, comme le Conseil de l'UE mais également au Parlement européen, où les députés peuvent être sensibles à « l'intérêt national ». Ils peuvent également intervenir au niveau du Conseil européen, où les gouvernements sont amenés à discuter des grands axes de la politique de l'Union européenne, influant ainsi sur les possibles futures réglementations qui seront proposées par la Commission. Les acteurs-clé à l'échelle nationale peuvent intervenir en fournissant aux délégations nationales qui négocient les accords au Comité des représentants permanents (Coreper), en amont du Conseil de l'Union européenne, des argumentaires et analyses techniques, juridiques ou comptables.

Mais si la dimension intergouvernementale demeure très importante dans la production de la réglementation financière à l'échelle européenne, le débat réglementaire ne se résume pas à de simples tractations entre Etats, et la dimension communautaire joue également un rôle qu'il convient de prendre en compte. Plusieurs travaux d'économie politique mettent en avant, dans la production de la réglementation financière à l'échelle de l'Union européenne, l'importance des acteurs supranationaux, tels que la Commission européenne, les associations sectorielles de l'industrie et les entreprises transnationales. **Jabko (2006)** montre comment la Commission a contribué de manière décisive à la mise en place d'un marché unique des services financiers à la fin des années 1990 et au début des années 2000. **De Visscher et al. (2008)** soulignent le rôle des réseaux de superviseurs dans l'Union européenne. Ce rôle est d'autant plus important depuis l'adoption du traité de Maastricht, et plus récemment depuis l'adoption du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), de la réforme des instances de supervision financière et de l'Union bancaire, qui ont accordé de nouvelles prérogatives aux institutions européennes (Commission et Parlement européen, mais également agences européennes de supervision et BCE). L'introduction de la procédure de codécision (désormais « procédure législative ordinaire » depuis le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) a représenté une étape qui a renforcé le rôle des institutions européennes dans la production réglementaire. En accordant aux députés européens la possibilité d'amender et de voter une grande partie des textes européens, elle a fait du Parlement européen un nouvel espace stratégique à cet égard. Comme indiqué précédemment, les logiques nationales ne sont pas absentes du parlement européen ; celles-ci sont loin d'être les seules qui y sont à l'œuvre.

En d'autres termes, le cadre institutionnel européen dispose d'une forme d'autonomie, qui trouve son expression dans le principe d'un « intérêt communautaire », qui se définit comme le dépassement des intérêts nationaux par un intérêt supérieur commun à l'ensemble de l'Union européenne. **Sylvain Laurens (2015)** montre comment, dans le cadre de la construction du marché intérieur, cette notion d'intérêt communautaire a été co-construite par les institutions européennes (en premier lieu la Commission) et par les grandes fédérations de l'industrie européenne, qui ont largement contribué à la légitimation de l'administration de Bruxelles comme bureaucratie naissante. La Commission et le Parlement européen se font les garants de l'intérêt communautaire ; mais les fédérations et associations sectorielles s'en revendiquent également en se donnant pour objectif de formuler des préférences communes à l'ensemble d'un secteur industriel indépendamment des spécificités nationales. En d'autres termes, l'Union européenne se caractérise par une sélectivité structurelle propre aux particularités de son cadre institutionnel et qui ne se résume pas à la superposition des sélectivités nationales. **Durand et Keucheyan (2015)** montrent comment les caractéristiques du cadre institutionnel européen et d'un régime monétaire favorise l'hégémonie financière. A bien des égards,

la co-construction du marché unique des services financiers a contribué à faire coïncider « l'intérêt communautaire » en matière d'intégration financière avec celui des « champions » européens (Mügge, 2011).

Les acteurs hégémoniques à l'échelle nationale, les « champions nationaux », bénéficient certes souvent d'un accès privilégié à leurs autorités de tutelles dans les processus européens ; mais pour intervenir auprès des institutions européennes, ils doivent composer avec les particularités du cadre institutionnel européen et sont amenés à se mobiliser également sous la forme de coalitions européennes, où les fédérations et associations sectorielles européennes, qui disposent d'une connaissance intime des rouages des institutions européennes, jouent un rôle clé. En complément de leur intervention auprès des autorités nationales, les acteurs des coalitions européennes peuvent intervenir de concours afin de faciliter certaines convergences dans les discussions diplomatiques entre représentations nationales au sein du conseil de l'UE ou du Parlement. Les coalitions européennes peuvent également représenter une opportunité pour les acteurs marginalisés à l'échelle nationale, afin d'intervenir directement auprès des institutions européennes.

- **Les coalitions européennes en matière de réglementation financière**

A l'échelle européenne, on distingue trois coalitions majeures. La première est la coalition anglo-saxonne, dont les autorités britanniques, avec La City, sont tête de file, mais qui rassemble également les autorités des Etats-membres dont le secteur financier est moins polarisé autour du secteur bancaire : l'Irlande, les Pays-Bas, la Suède ou encore le Luxembourg. Cette coalition rassemble également les associations nationales et européennes d'investisseurs sur les marchés de capitaux, comme l'*Association for Financial Markets in Europe* à l'échelle européenne ; ou encore l'Association Française de la Gestion financière (AFG) en France et le *Bundesverband der Wertpapierfirmen* (BWF) en Allemagne. Cette coalition plaide notamment activement pour le développement du financement de marché et des marchés de capitaux dans un contexte européen où le crédit bancaire demeure une source majeure de financement pour les entreprises (Quaglia et al., 2016).

La seconde coalition est la coalition bancaire. Cette coalition rassemble notamment les grandes banques universelles continentales ainsi que les associations et fédérations sectorielles bancaires, comme la Fédération bancaire française et la *Bundesverband deutscher Banken* (BdB), dominée par les grandes banques allemandes. Cette coalition peut compter sur l'appui des autorités françaises, dans la mesure où celles-ci sont particulièrement attachées à la défense des intérêts des grandes banques françaises. La coalition bancaire est favorable au développement des marchés de capitaux dans la mesure où celui-ci présente des opportunités pour les grandes banques européennes. Elle est également mobilisée contre les mesures qui représenteraient une menace pour la compétitivité des

grandes banques comme « champions européens », comme les exigences prudentielles mais également les mesures de libéralisation financière qui pourraient comporter des menaces en termes de concurrence accrue dans leurs secteurs d'activité.

Ces deux coalitions sont les plus influentes dans la production de la réglementation financière à l'échelle de l'Union européenne pour deux raisons. Elles bénéficient à la fois d'un « ancrage » national qui leur permet d'intervenir dans les processus réglementaires en mobilisant le pouvoir structurel dont disposent leurs acteurs à l'échelle nationale ; elles bénéficient également d'une influence importante auprès des institutions européennes auprès desquelles elles peuvent faire valoir leur rôle de fer de lance dans la libéralisation et l'intégration financières européennes (s'agissant de la coalition anglo-saxonne) ou l'importance de défendre et promouvoir la compétitivité des « champions européens ».

Ces deux coalitions sont présentes au sein des organisations issues de l'industrie financière, parmi lesquelles on compte à l'échelle internationale l'*Institute of International Finance* (IIF), dont le conseil d'administration est composé des dirigeants des plus grandes institutions financières, ou encore l'*International Capital Market Association* (ICMA) et l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), qui disposent de prérogatives quasi-réglementaires à travers la publication de normes ; à l'échelle européenne on compte la Table ronde européenne des services financiers, qui rassemble les dirigeants des plus grandes institutions financières européennes, la Fédération bancaire de l'Union européenne, ou encore l'*Association for Financial Markets in Europe* qui rassemble, au-delà des institutions financières, les principaux acteurs internationaux des marchés financiers.

La troisième coalition est la coalition pro-réglementation. Elle rassemble notamment les acteurs pour lesquels les activités financières doivent être orientées vers des objectifs économiques ou sociaux. Et en particulier les organisations de la société civile, associations et ONG (Friends of the Earth Europe, Oxfam, Corporate Europe Observatory, Attac...), syndicats (dont la *European Trade Union Confederation* - ETUC), et organisations de consommateurs (comme le Bureau européen des unions de consommateurs - BEUC) qui sont engagés dans les processus de réglementation financière à l'échelle européenne dans la mesure où ils considèrent que les activités financières doivent être mises au service d'objectifs sociaux, écologiques ou économiques.

Parmi ces organisations, Finance Watch joue un rôle central. Constituée en 2011 sous l'impulsion de plusieurs députés européens, Finance Watch est une ONG basée à Bruxelles qui se donne pour objectif de « de renforcer la voix de la société et de la faire peser dans les réformes nécessaires de la réglementation financière » et de « médiatiser les arguments découlant de l'intérêt général auprès des politiques et des citoyens, et de les mobiliser comme contrepoids aux intérêts privés des lobbies de l'industrie financière. » Dans sa présentation, l'ONG considère que l'allocation du capital la fourniture

de services financiers par l'industrie financière est un rôle qui relève « *d'une dimension d'intérêt général fort* » et que le rôle du système financier est « *d'allouer le capital à un usage productif de manière transparente et durable* » ainsi que de « *servir l'économie réelle* » (**Finance Watch, 2015**). Finance Watch effectue un travail de recherche, de suivi et d'analyse des initiatives réglementaires prises à l'échelle européenne, mais aussi de communication et de plaidoyer. Elle coordonne un réseau de plus de quarante organisations membres, nationales et européennes, qui rassemble la plupart des organisations de la société civile engagées dans les processus de réglementation financière, telle que l'ETUC, le BEUC, Oxfam, Transparency International, ou encore Attac, qui contribuent aux activités de l'ONG via des groupes de travail spécifiques.

Notons que certains acteurs peuvent être partagés entre différentes coalitions. Les autorités allemandes ne soutiennent pas systématiquement la coalition bancaire ; elles peuvent également s'inscrire dans la coalition pro-réglementation, par souci d'assurer que le système financier allemand soutienne le modèle exportateur allemand. Les banques d'épargne, coopératives et publiques sont représentées à l'échelle européenne par l'*European Savings and Retail Banking Group* (ESBG) et l'*European Association of Cooperative Banks* (EACB), ou encore l'*European Association of Public Banks* (EAPB). Leur modèle d'affaires traditionnel, basé sur les activités de détail et le financement à long terme de l'économie, tend à distinguer ces banques des grandes banques universelles actives sur les marchés financiers et à les associer à l'approche pro-réglementation. Ce modèle d'affaires a cependant évolué et de nombreuses banques d'épargne, coopératives et publiques ont désormais partie liée avec les opérations de marché (couverture, financement de marché, dérivés...), à leur compte ou par l'intermédiaire des banques centrales de leur réseau de financement pour les banques coopératives et d'épargne allemandes en particulier, ce qui explique notamment leur opposition à la taxe européenne sur les transactions financières ou à la séparation des activités bancaires (nous y reviendrons dans le **chapitre 4**). Nous proposons ci-après une typologie des coalitions européennes ainsi que des principaux acteurs qui les composent dans le tableau ci-après :

Principales coalitions	Principales organisations	Objectifs réglementaires
Coalition anglo-saxonne	TheCityUK, Banques d'investissement, Associations nationales et européennes d'investisseurs	<i>Libéralisation et intégration de marchés de capitaux concurrentiels</i>
Coalition continentale	Fédérations bancaires continentales et européenne	<i>Développement des banques universelles comme « champions européens »</i>
Coalition pro-réglementation	Organisations européennes et nationales de la société civile organisées autour de Finance Watch.	<i>Finance au service de la société. Financement de long terme de l'économie.</i>

Tableau 19 : coalitions réglementaires à l'échelle européenne en matière de réglementation
financière

Conclusion du chapitre

Dans ce chapitre, nous avons proposé une caractérisation des secteurs financiers britannique, allemand et français. Les différents faits stylisés présentés dans notre première sous-partie témoignent d'une hybridation des systèmes financiers britannique, allemand et français avec la montée en puissance du *market-based banking* au sein des grandes banques universelles. C'est particulièrement le cas pour la France et le Royaume-Uni, où les grandes banques universelles tournées vers les activités de marché sont particulièrement imposantes.

L'étude montre néanmoins qu'une certaine diversité demeure entre les secteurs financiers nationaux. Les secteurs bancaires britannique et français sont particulièrement concentrés, tournés vers les activités de marché. Le premier se caractérise par une grande ouverture internationale, à l'inverse du second. Le secteur britannique a été durement frappé par la crise financière – avec à la clé des restructurations massives ; le secteur bancaire français est parvenu à maintenir des taux de rentabilité importants depuis la crise, liés à une diversité d'activités : services de paiement, gestion d'actifs, frais d'émission de titres, services de garde de valeurs mobilières, garanties et compensations financières, et depuis 2012 une augmentation des activités de trading et de change. Le secteur bancaire allemand se caractérise par une relative déconcentration cohérente avec ses structures politiques fédérales ; il a été durement affecté par la crise, en particulier Commerzbank, recapitalisée par le gouvernement, et la Deutsche Bank, qui cherchent désormais à réduire leurs activités de banques d'investissement.

En ce qui concerne l'importance des marchés de capitaux et le financement des entreprises non financières, on constate une prépondérance des financements de marché dans le financement des entreprises non financières britanniques ; ainsi que, d'une manière plus générale l'importance de la bourse de Londres et son caractère international. Les bourses françaises et allemandes demeurent quant à elles moins développées et s'inscrivent dans un périmètre national. La part des titres cotés dans le financement des entreprises non financières allemandes demeure néanmoins élevé (27% du passif financier). Dans le cas français, on constate l'importance des participations croisées qui ont été promue par le gouvernement français à la fin des années 1980, afin d'éviter la dilution du capital et du contrôle des banques françaises au moment où ces dernières ont dû opérer d'importantes recapitalisations afin de se mettre en conformité avec les nouvelles règles de Bâle ; et plus généralement afin de conserver un contrôle sur les grandes entreprises nationales, au moment où leur capital était ouvert aux investisseurs internationaux. Même si ces participations croisées ont été en partie remises en cause dans les années 1990 et 2000, elles demeurent non négligeables et témoignent de la stratégie post-dirigiste française.

Cette caractérisation des secteurs financiers nationaux ainsi établie nous permet de mettre à jour, plus largement, la typologie des systèmes financiers britannique, allemand et français proposée par **Story et Walter (1997)** pour expliquer les préférences réglementaires nationales. Le modèle britannique conserve sa spécificité, qui apparaît notamment dans l'importance des marchés de capitaux et des financements de marchés pour les entreprises non financières. Le modèle français se distingue quant à lui par l'importance de ses « champions nationaux » caractéristique de la stratégie post-dirigiste française, de grandes banques universelles systémiques tournées vers les activités de marché. Enfin le modèle allemand conserve son caractère relativement déconcentré et divers malgré une dynamique de concentration relative et la financiarisation des grandes banques allemandes, qui a été payée au prix fort lors de la crise financière mondiale.

Ces spécificités expliquent, en partie, des préférences et des approches réglementaires nationales distinctes. Elles s'inscrivent, plus largement, dans des modèles de capitalisme distincts. Dans la littérature, le modèle britannique est décrit comme basé sur la consommation financée soutenu par des apports de capitaux étrangers (*consumption-led*), tandis que le modèle allemand est basé sur l'exportation, la compression des salaires et de la consommation des ménages (**Baccaro et Pontusson, 2016**). Le modèle français est qualifié de post-dirigiste (**Clift, 2012**), articulé autour de l'importance centrale des « champions nationaux » qui bénéficient d'une très grande proximité entre les dirigeants des grandes banques françaises et l'administration, en particulier la direction du Trésor ; et disposent de multiples entrées au ministère de l'économie et des finances, à travers les réseaux des grands corps d'Etat, et en particulier l'Inspection des finances. A partir de ces trois modèles, et de la caractérisation des systèmes financiers nationaux, il devient possible de rendre compte des préférences et des approches réglementaires nationales. En particulier, le Royaume-Uni est attaché à des formes « légères » de réglementation laissant une large place à l'autorégulation, ainsi qu'à la concurrence dans le secteur financier. A l'inverse, la France et l'Allemagne se mobilisent pour défendre les particularités de leur secteur bancaire, les « champions nationaux » portées vers les activités de marché pour la France et les banques moyennes tournées vers le financement des entreprises exportatrices dans le cas de l'Allemagne.

Dans les trois pays, le secteur financier occupe une place qui peut varier mais qui demeure néanmoins centrale au sein des cadres institutionnels nationaux et des modèles nationaux de croissance. Cette centralité contribue à constituer un pouvoir structurel dont peuvent bénéficier les acteurs de l'industrie financière, notamment dans les processus réglementaires. Nous proposons un cadre d'analyse des processus de réglementation financière dans l'Union européenne qui intègre la question du pouvoir structurel et qui permette de rendre compte de l'importance des différents acteurs dans les processus réglementaires, et de leur capacité à imposer leurs préférences. Il s'agit également de

prendre en compte le rôle des institutions européennes et des coalitions réglementaires à l'œuvre à l'échelle européenne. Ces différents éléments forment un cadre d'analyse des processus de réglementation financière dans l'Union européenne qui nous permettra d'étudier, dans le chapitre suivant, deux cas de réformes engagées après la crise de 2008 dans l'Union européenne : la taxe sur les transactions financières et la séparation des activités bancaires.

Chapitre 4 : Etudes de cas : deux réformes « de rupture » face à la contre-offensive du secteur bancaire

Dans le second chapitre, nous avons montré comment la réponse réglementaire de l'Union européenne à la crise financière mondiale s'avère, de manière globale, conforme au paradigme néolibéral de réglementation – même si on observe un glissement d'une approche réglementaire plus favorable à l'autorégulation à une approche reposant sur des exigences de transparence et de gouvernance. Un tel bilan global des mesures adoptées dans le cadre du programme de réformes financières de l'Union européenne n'épuise cependant pas la question de l'impact de la crise de 2008 sur le changement réglementaire. Celle-ci n'a pas seulement été l'occasion d'un simple glissement dans l'approche réglementaire de l'UE ; elle a également conduit, à l'échelle européenne, à des propositions rompant plus ostensiblement avec l'approche réglementaire dominante avant la crise. Parmi ces mesures, on compte notamment la taxe européenne sur les transactions financières (TTF) et la réforme structurelle des banques, présentées respectivement en septembre 2011 et en janvier 2014 par la Commission. Ces mesures représentent une rupture à deux égards : parce qu'elles dérogent à certains principes cardinaux du néolibéralisme réglementaire, tels que nous les avons définis dans les chapitres 1 et 2 ; et parce qu'elles remettent en cause le modèle d'affaires dominant dans le secteur financier : le *market-based banking*. La proposition originale de taxe sur les transactions financières portait à cet égard à la fois une remise en cause profonde du principe, associé au néolibéralisme réglementaire, selon lequel la liquidité des marchés financiers serait forcément utile et souhaitable ; mais également des modalités de financement de marché des grandes banques universelles, et notamment des marchés des repos, au cœur du *market-based banking*. La proposition de séparation des activités bancaires constituait, quant à elle, non seulement une remise en cause de la réglementation microprudentielle associée au cadre néolibéral ; mais également des activités de marché des grandes banques universelles européennes.

Ces deux mesures, parmi les plus « ambitieuses » du programme de réformes financières de l'Union européenne, figurent également parmi les rares qui aient été bloquées – voire abandonnées de manière définitive pour la séparation des activités bancaires. Compte tenu de leur caractère « de rupture » et des difficultés rencontrées dans leur adoption, ces deux mesures constituent deux cas intéressants et complémentaires pour comprendre dans quelle mesure la crise financière mondiale a contribué à ouvrir une « fenêtre d'opportunité » en termes de changement réglementaire, en complément du panorama global du chapitre 2. Cela suppose d'étudier, au-delà de la seule étude des paradigmes réglementaires, les tenants et aboutissants de la production de la réglementation financière dans l'Union européenne.

Pour ce faire, nous mettrons à profit différents travaux d'économie politique de la réglementation. La littérature en économie politique internationale s'est notamment intéressée aux conséquences de la crise en termes de saillance (*salience*) des enjeux de réglementation financière, et de ses conséquences sur les capacités de mobilisation du secteur financier dans les processus réglementaires (Culpepper, 2011 ; Pagliari et Young, 2013 ; Kastner, 2018). Cette approche permet d'expliquer la mise à l'agenda, après la crise, de propositions « de rupture » telles que la TTF et la séparation des activités bancaires. Le cadre théorique développé dans le chapitre 3 propose d'autres clés d'analyse. La première concerne la montée en puissance du *market-based banking* par les grandes banques universelles dans les systèmes financiers britannique, français et allemand, qui résulte d'une hybridation des systèmes financiers européens. Les grandes banques universelles y occupent par ailleurs une place centrale dans le secteur financier et dans l'économie qui contribue à leur conférer, à l'échelle nationale comme à l'échelle européenne, un pouvoir structurel et une capacité d'influence considérable (Culpepper, 2015). Cet aspect permet d'éclairer les tenants et aboutissants de la contre-offensive menée par les coalitions bancaires. Une autre clé d'analyse développée dans le chapitre 3 concerne la diversité des approches nationales de la réglementation financière, qui permettent rendre compte des positionnements du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France dans le débat réglementaire autour de la TTF et de la séparation des activités bancaires. A ces différents égards, l'étude du cas de la TTF et de la séparation des activités bancaires permet d'apporter une contribution empirique à la littérature en économie politique de la réglementation financière, en proposant une analyse qui prenne en compte la dimension idéologique, institutionnelle, ainsi que les dynamiques des intérêts à l'échelle européenne et nationale.

Dans ce chapitre, nous proposons ainsi de procéder à l'étude du cas de la TTF et à celle de la séparation des activités bancaires en examinant la mise à l'agenda des deux mesures à l'échelle de l'Union européenne ; puis en étudiant leur contenu et dans quelle mesure elles constituent deux mesures « de rupture » ; enfin, nous étudierons le débat réglementaire qu'elles ont suscité. Ces deux études de cas reposent sur une analyse détaillée des différentes propositions de réforme, ainsi que des déclarations publiques des différentes parties prenantes du processus de réglementation. Sont également étudiées les réponses des différents acteurs, en particulier des banques, des associations sectorielles et des régulateurs aux trois consultations publiques menées à l'échelle européenne. Ces documents rendent compte des positions des différents acteurs. Sont également mis à contribution plusieurs entretiens avec des représentants des institutions européennes, des organisations de la société civile et de l'industrie financière ainsi que sur la littérature existante notamment en économie politique internationale et en économie politique comparative.

4.1. La taxe sur les transactions financières : la remise en cause de la liquidité excessive et des marchés de repos

Inspirée du projet de taxe sur les transactions de change formulée par James Tobin, la proposition de taxe sur les transactions financières va connaître un nouvel essor après la crise financière mondiale. La taxe sera (brièvement) inscrite à l'agenda du G20, avant d'être mise à l'ordre du jour des institutions européennes... sans toutefois être mise en œuvre à ce jour, malgré les campagnes de grande ampleur menées par de nombreuses organisations de la société civile depuis plus de vingt ans.

Le cas de la TTF est intéressant à plusieurs égards : tout d'abord, il permet d'examiner la question de l'impact des crises sur le changement réglementaire. Dans quelle mesure la crise de 2008 a-t-elle permis une remise en cause du paradigme libéral, et ouvert une « fenêtre d'opportunité » pour la remise en cause du néolibéralisme réglementaire ? La mise à l'agenda de la TTF, qui semblait impossible avant la crise, semble témoigner d'une inflexion (**partie 4.1.1.**) ; une telle taxe peut en effet être considérée comme une mesure « de rupture » à l'égard du paradigme dominant dans la mesure où elle porte une remise en cause du principe selon lequel la liquidité des marchés financiers serait forcément utile et souhaitable ; mais elle conduit également à une remise en cause radicale des modalités de financement de marché des grandes banques universelles au cœur du *market-based banking*, et notamment des marchés des repos (**partie 4.1.2.**). L'examen de la TTF permet également de rendre compte de la mobilisation des coalitions à l'œuvre en matière de réglementation financière, et notamment l'importante contre-offensive de la part de l'industrie financière à l'échelle européenne, qui a contribué à bloquer le processus réglementaire (**partie 4.1.3.**). Cette mobilisation constitue une démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles (**partie 4.1.4.**).

4.1.1. De la taxe Tobin à la TTF européenne : la mise à l'agenda de la taxation des transactions financières après la crise

Le projet de TTF européenne, présenté en septembre 2011 par la Commission européenne, a constitué une des propositions emblématiques du programme de réformes financières engagé dans l'Union européenne après la crise financière mondiale. La mise à l'agenda de la TTF dans le programme de réformes financières de l'Union européenne procède d'un long cheminement historique et la crise financière mondiale y a indéniablement contribué.

- **De la taxe Tobin aux « financements innovants »**

Les taxes sur les transactions financières ont longtemps existé sous la forme d'impôts de bourse, comme le droit de timbre britannique (dont la mise en place pour les transactions en actions remonte

à 1891 avec le *Stamp Act*), ou l'impôt sur les opérations de bourse en France (existant de 1893 à 2007 et institué à la suite du scandale de Panama).

Tobin lance pour la première fois en 1972 l'idée d'une taxe plus globale qui s'appliquerait aux transactions de change. L'objectif : pénaliser la spéculation sur le marché des changes, facilitée par le nouvel environnement international. Un an auparavant, le président américain Richard Nixon avait décrété la fin de la convertibilité en or du dollar, mettant ainsi un terme au système monétaire international fondé sur les accords de Bretton Woods, signés en 1944. En conséquence, à l'échelle internationale, de nombreux pays adoptent un régime de taux de change flottants, ainsi que des mesures de libéralisation des mouvements de capitaux (**cf chapitre 1**).

Selon le principe d'efficience des marchés, le système des taux de change flottants devait décourager la spéculation – dans la mesure où les cours refléteraient automatiquement les « fondamentaux » des économies sous-jacentes. Le marché permettrait de mieux rendre compte de la « vraie » valeur des monnaies et des performances des économies nationales. On assiste au contraire au développement d'une spéculation massive sur le marché des changes qui déstabilise les monnaies et conduisent aux crises monétaires européennes de 1992 et 1993, ainsi que l'effondrement du peso mexicain en 1994.

Années de crise	Pays affectés	Nature de la crise
1992 – 1993	Pays européens	Crise de change (effondrement du SME)
1994 – 1995	Mexique	Crise jumelle de la dette souveraine
1997 – 1998	Pays « émergents » : pays asiatiques et Russie	Crises jumelles : banque et taux de change

Tableau 20 : multiplication des crises de change dans les années 1990.

La taxe Tobin, appliquée à chaque transaction même à un taux très faible, avait vocation à augmenter significativement le coût des allers-retours permanents qui caractérisent les flux spéculatifs de court terme. Pour les investissements à long terme, nécessitant des transactions ponctuelles, la taxe serait quasiment indolore.

Avec l'accumulation des crises de change, la taxe Tobin apparaît alors sur les radars politiques. En mars 1995, le président français François Mitterrand en suggère l'idée lors du sommet social de Copenhague, sans faire preuve d'un optimisme démesuré : « *Cela sera très difficile à obtenir et je ne me fais pas d'illusions dès qu'on parle de transactions financières.* » La même année, on évoque le nom de James Tobin lors du G7 à Halifax, puis en France dans le programme du candidat socialiste Lionel Jospin à l'élection présidentielle.

Les universitaires ne sont pas en reste. En 1996, les Presses universitaires d'Oxford publient un ouvrage dans lequel plusieurs spécialistes de la finance internationale analysent de façon très favorable la taxe Tobin et son impact (**Ul Haq, Kaul et Grunberg, 1996**). L'idée reçoit par ailleurs le soutien de personnalités telles que Jacques Delors (président de la Commission européenne de 1985 à 1995), Boutros Boutros-Ghali (secrétaire général des Nations unies de 1992 à 1996) et Barber Conable (président de la Banque mondiale de 1986 à 1991).

Les mouvements sociaux s'emparent également de la proposition de Tobin, notamment dans le cadre des mobilisations altermondialistes. Dans son éditorial du *Monde diplomatique* de décembre 1997, Ignacio Ramonet appelle à « désarmer les marchés » et à créer une organisation, Attac, dont le nom signifie d'abord « Action pour une taxe Tobin d'aide aux citoyens ». Constituée l'année suivante, l'association connaît un succès rapide. Elle comptera plus de trente mille adhérents en 2003 et essaimera dans 38 pays.

C'est le gouvernement français qui va, dans un premier temps, contribuer à promouvoir la proposition de taxe Tobin à l'échelle internationale. Après la victoire de la gauche plurielle aux élections législatives de 1997 en France, Lionel Jospin, devenu chef du gouvernement, charge son ministre des finances d'étudier la mesure, Dominique Strauss-Kahn. Ce dernier la juge cependant « impraticable ». D'autres initiatives sont cependant prises dans plusieurs pays : en témoigne l'adoption par le Parlement fédéral canadien, en mars 1999, d'une motion en faveur de la taxation des transactions financières. La même année, le gouvernement finlandais inscrivait quant à lui la taxation des transactions financières dans son programme de gouvernement. En France, la taxe Tobin réapparaît en 2001 : l'Assemblée nationale adopte symboliquement une taxe sur les transactions sur les devises... qui prendrait effet le jour où l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne auront fait de même.

Lors de la campagne pour l'élection présidentielle de 2002, le Premier-ministre Lionel Jospin annonce qu'il proposera que l'Union européenne prenne une initiative au plan international pour la mise en place de la taxe Tobin. Son homologue allemand du SPD, Gerhard Schröder, lui emboîte le pas quelques jours plus tard. En mars 2002, le secrétaire d'Etat à la coopération français, Charles Josselin, et le ministre allemand de la coopération et du développement, Heidemarie Wieczorek-Zeul relancent l'idée d'une taxe Tobin internationale lors de la conférence de Monterrey sur le financement du développement.

Après la défaite de Lionel Jospin à l'élection présidentielle, son adversaire Jacques Chirac reprend l'idée d'une initiative internationale pour la mise en place d'une taxe Tobin. Le président français crée un groupe de travail sur les nouvelles contributions financières internationales, auquel Attac participe. Présidé par le haut fonctionnaire Jean-Pierre Landau, le groupe publie son rapport en septembre 2004.

Face à la forte croissance des inégalités dans le monde, il propose la mise en place de taxes globales, dont la taxe Tobin, même s'il indique que « *les taxes étudiées sont purement destinées à lever des revenus pour le développement* » (Landau, 2004).

En d'autres termes, l'objectif initial de Tobin, lutter contre la spéculation, a été remis : il convient désormais de « *minimiser les distorsions induites sur le marché* ». L'essentiel du rapport est adopté, sous l'impulsion de Jacques Chirac, lors de l'Assemblée générale des Nations unies de décembre 2004. Au cours d'une conférence ministérielle organisée par Paris en février 2006, plusieurs pays s'engagent à adopter une des propositions de taxe internationale issue du rapport Landau : celle sur les billets d'avion, aussi dénommée « *taxe Chirac* »¹⁸. Une trentaine de pays s'engagent cependant dans le cadre du Groupe pilote sur les financements innovants pour le développement, avec l'objectif de promouvoir des projets de taxes globales, dont la taxe Tobin.

- **La crise de 2008 et la nouvelle impulsion pour une TTF européenne**

La crise de 2008 va relancer l'intérêt pour une taxe sur les transactions financières, et provoquer des revirements inattendus. Adair Turner, ancien directeur général de la Confédération de l'industrie britannique (CBI) et président de l'autorité britannique de surveillance des marchés financiers, concède en août 2009 qu'une partie des activités de la City est « *socialement inutile* » (*The Telegraph*, 2009). Il se prononce en faveur d'une taxe Tobin. Quelques mois plus tard, le G20 de Pittsburgh mandate le Fonds monétaire international (FMI) pour faire des propositions de réformes financières. Les dirigeants européens l'invitent à « *examiner toutes les options disponibles* », y compris celle d'une taxe globale sur les transactions financières (TTF) qui s'appliquerait, au-delà du marché des changes, à l'ensemble des marchés financiers.

La crise de 2008 va également susciter un renforcement des initiatives des organisations de la société civile en faveur de la TTF. En plus et/ou en collaboration avec les actions menées par les groupes Attac qui ont vu le jour dans de nombreux pays, des campagnes rassemblant de nombreuses associations et ONG sont lancées en Allemagne (« *Steuer gegen Armut* » c'est-à-dire « *Taxe contre la pauvreté* »), en Italie (« *ZeroZeroCinque* » en référence au taux d'une possible TTF), en Espagne, au Royaume-Uni, en France et aux Etats-Unis sous le label « *Taxe Robin des bois* » (« *Robin Hood Tax* ») à l'initiative, notamment de l'ONG Oxfam. En septembre 2009, plusieurs ONG telles que World Economy, Ecology and Development (WEED), Stamp out Poverty, War on Want, Terre des Hommes et plusieurs Attac nationaux ont publié une lettre ouverte au G20 pressant les dirigeants à mettre en place une TTF visant

¹⁸ Initialement 30 pays s'étaient engagés à mettre en place cette taxe mais en 2013, seuls 9 pays appliquent cette taxe sur les billets d'avion : le Cameroun, le Chili, la République du Congo, la France, Madagascar, le Mali, Maurice, le Niger et la République de Corée.

à réduire les inégalités et à lutter contre la spéculation, avec pour objectif à la fois de « *payer le prix de la crise dans les pays du Nord* », de « *permettre aux pays du Sud d'atteindre leurs objectifs de développement* » et de « *contribuer à réduire la spéculation* » (**WEED 2009**).

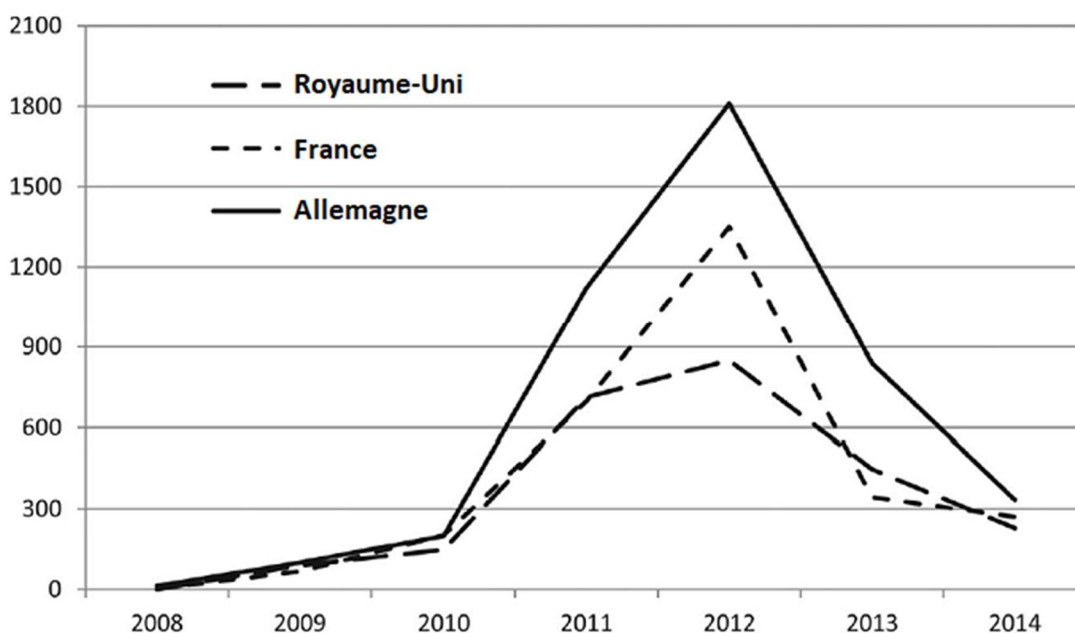
Le projet de TTF se heurte cependant au plan international à l'hostilité des Etats-Unis et du Canada. Le directeur général du FMI de l'époque, Dominique Strauss-Kahn, n'a pas changé d'avis depuis son passage à Bercy : il s'oppose à une mesure qu'il juge tout à fait simpliste, trop compliquée à mettre en œuvre et qui serait « *plutôt facile à éviter* » grâce aux innovations financières (**IMF, 2009**). Les arguments du FMI sont développés dans un rapport publié en 2010, qui pointe la difficulté et le coût associés à la mise en œuvre d'une telle taxe pour les transactions de gré-à-gré, et les possibilités d'évitement liées au recours à l'innovation notamment via les nouvelles plateformes de négociation (**IMF, 2010**). Le rapport insiste également sur le « *fardeau fiscal* » que représenterait la taxe sur le secteur des titres financiers (négociation et émission) et sur les nombreux acteurs qui y sont engagés, depuis les organismes publics en passant par les fonds de pension et les entreprises engagées dans le commerce international. La TTF ne figure pas dans le rapport rendu par le FMI en avril 2010, qui lui préfère deux taxes bancaires : une « *contribution de stabilité financière* » afin de couvrir le coût d'un nouveau sauvetage du secteur bancaire en cas de nouvelle crise, qui pourrait être basée sur le bilan des banques ; ainsi qu'une « *taxe sur les activités financières* » basée sur le montant des profits et des revenus des institutions financières et dont le produit serait versé au budget des Etats, visant selon le FMI à mettre en place une TVA sur les services financiers.

Les propositions du FMI seront finalement rejetées lors de la réunion du G20 de 2010 à Toronto. La TTF ne figure pas non plus au nombre de ses résolutions. Mais la chancelière allemande, Angela Merkel, est résolue à avancer sur ce dossier. Au point d'annoncer que si le G20 n'adoptait pas la TTF, elle la proposerait à l'Union européenne. Dix jours avant le G20 de Toronto, elle avait obtenu le soutien de Nicolas Sarkozy lors du sommet franco-allemand de juin 2010. Un soutien qui n'allait pas de soi, sachant que le président français avait chargé sa ministre des finances Christine Lagarde, quelques mois après son élection, de supprimer l'impôt sur les opérations de Bourse, une variante modeste de taxe sur les transactions financières qui datait de 1893, ce qui sera fait au nom de l'attractivité de Paris comme place financière.

Entre-temps, les campagnes nationales des organisations de la société civile ont semble-t-il eu un impact important. Les résultats de plusieurs enquêtes indiquent un intérêt assez large au sein de la population. En Novembre 2010, 61% des répondants de « *l'Eurobaromètre* » se déclaraient en faveur de la mise en place d'une TTF (**EC, 2011**). Selon un sondage commandé par la Confédération internationale des syndicats (ITUC) en juin 2012, le pourcentage des répondants n'ayant pas entendu

parler de la TTF s'élevait à 12% en France, près de 30% en Belgique, Grèce et Allemagne, et 37% au Royaume-Uni (ITUC, 2012).

Dans le graphique suivant, **Kastner (2018)** rend compte du nombre d'articles consacrés à la taxe sur les transactions financières dans les titres de presse de langue française, allemande (« *Finanztransaktionssteuer* ») et anglaise (« *financial transaction tax* ») référencés par la base de données Factiva :



Graphique 24 : la taxe sur les transactions financières dans la presse. Source : Factiva.

Ces chiffres constituent des indicateurs de la saillance (*saliency*) élevée de la question de la TTF (c'est-à-dire de l'intérêt qu'elle suscite dans le débat public) dans la période 2010 et 2012. Cela correspond également à la période où la proposition est à l'agenda de plusieurs institutions. Sous l'impulsion franco-allemande, la Commission européenne publie finalement en septembre 2011 son projet de directive établissant une taxe sur les transactions financières (TTF) dans l'Union européenne, élaboré par direction la générale fiscalité et union douanière (DG TAXUD). Faute d'unanimité, onze des vingt-huit Etats membres s'accordent, à nouveau sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France, pour poursuivre le projet sous la forme d'une « *coopération renforcée* »¹⁹.

¹⁹ Les onze Etats membres sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, l'Estonie, la France, la Grèce, l'Italie, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Introduite par le traité d'Amsterdam en 1997, la coopération renforcée désigne un acte juridique européen (une directive ou un règlement) qui ne s'applique pas aux vingt-huit États membres, mais uniquement à ceux d'entre eux qui le désirent.

La TTF est mise (sans succès) à l'agenda du G20 de Cannes en novembre 2011. Le Parlement européen vote (de manière symbolique) en faveur d'une TTF européenne en mai 2012. Finalement, le conseil des ministres des finances de l'Union de février 2013 officialise le processus de coopération renforcée sur la base de la proposition de la Commission européenne dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- **La base fiscale** recouvre toutes les transactions d'instruments financiers par des institutions financières sont sujettes à la taxe, sauf les opérations de change au comptant et les opérations sur matières premières, les transactions avec la BCE, le mécanisme de stabilité européen et l'Union européenne et les transactions sur les marchés primaires (actions et obligations).
- En ce qui concerne le **principe de collecte de la taxe**, le projet met en avant deux principes : le principe de résidence et le principe d'émission. Le principe de résidence dispose que toutes les transactions des institutions financières établies dans un des 11 pays de la coopération renforcée sont sujettes à la taxe, où qu'elles soient réalisées. Le principe d'émission dispose que les transactions d'instruments financiers émis dans un pays des 11 sont sujettes à la TTF même si aucune des parties n'est établie dans un des pays concernés.
- **En ce qui concerne le taux**, la proposition est de 0,1% pour les instruments financiers autres que les dérivés (opérations au comptant sur les actions et obligations) et de 0,01% pour les transactions de dérivés. Chaque partie doit payer la taxe au taux respectif.

Cette proposition, proche des pistes formulées par **Schulmeister, Schratzenstaller, et Picek (2008)**, est en grande partie conforme au projet défendu par les coalitions d'ONG en faveur de la TTF (**Wahl, 2014**), ainsi que par une majorité d'élus verts et sociaux-démocrates au parlement européen (**La Tribune, 2012**). La mise à l'agenda européen de la TTF n'est pas anodine : il s'agit en effet, comme nous le verrons dans la partie suivante, d'une mesure « de rupture » dans la mesure où elle s'inscrit en rupture avec paradigme réglementaire néolibéral et où elle remet en question les modalités de financement à court-terme des grandes banques universelles dans le cadre de leur modèle d'affaires de *market-based banking*.

4.1.2. La TTF : une mesure « de rupture » contre la spéculation

Comme indiqué précédemment, la proposition de TTF publiée en septembre 2011 par la Commission européenne s'inspirait des propositions élaborées par **Schulmeister, Schratzenstaller, et Picek (2008)**. Les trois auteurs proposaient de mettre en place une taxe qui s'appliquerait à toutes les transactions financières, portant sur tous les actifs (opérations au comptant ou produits dérivés, sur les marchés réglementés comme pour les transactions OTC), avec un taux relativement bas mais à même de pénaliser surtout le trading haute fréquence et les opérations à haut ratio de levier. L'objectif d'une

telle taxe n'était pas seulement de produire des ressources fiscales dans un contexte de fragilité budgétaire au sein de l'UE ; mais également de réduire la liquidité « excessive » associée à la spéculation (Schulmeister, 2015). C'est en cela que, au-delà d'un simple projet de « financement innovant », la taxe sur les transactions financières constitue une mesure « de rupture ».

- **Une taxe contre la « liquidité excessive »**

Dans le cadre de l'hypothèse d'efficience des marchés (Fama, 1965), un des piliers du paradigme de réglementation néolibéral, il ne peut pas exister de « liquidité excessive » : plus il y a de transactions, plus rapidement le prix d'un actif converge vers sa valeur d'équilibre fondamentale. Toute liquidité contribue au processus de découverte des prix. En d'autres termes, la liquidité est une des conditions pour que les marchés soient efficients, et ainsi que les prix de marché reflètent fidèlement et instantanément toute l'information disponible. Une des objections à la mise en place d'une TTF est précisément qu'elle menace l'efficience des marchés en rendant certaines transactions trop coûteuses et donc en réduisant la liquidité.

Schulmeister (2015) pose un autre diagnostic. A l'hypothèse d'efficience des marchés, selon laquelle les investisseurs sont rationnels, les marchés financiers sont efficients et les prix des actifs intègrent toute l'information disponible, il oppose une autre conception de la formation des prix : l'hypothèse haussière et baissière (« Bull-Bear Hypothesis » ou BBH), basée notamment sur ses observations de terrain des pratiques réelles de *trading* des banques de marché et d'investissement. La BBH réactualise la conception keynésienne des marchés financiers comme « concours de beauté » dans un contexte de généralisation des systèmes techniques de trading (*technical trading systems*), ainsi que l'importance des « esprits animaux » dans les dynamiques de long-terme²⁰. Schulmeister décrit les dynamiques qui conduisent à la formation des prix sur les marchés financiers (traduction par nos soins) :

« Les tendances à la hausse ou à la baisse des cours sont généralement déclenchées par des actualités, en particulier portant sur des indicateurs fondamentaux de marché. Les traders doivent alors déterminer en quelques secondes comment la majorité des autres traders doivent réagir à la nouvelle information (le « concours de beauté » de Keynes). Afin de réduire la complexité du trading et compte tenu des contraintes temporelles importantes, les traders se contentent d'anticipations qualitatives en

²⁰ Selon Keynes, « Les données dont on dispose pour évaluer ce que rapporteront dans dix ans un chemin de fer, une mine de cuivre, une usine de textile, une marque pharmaceutique, un paquebot transatlantique ou un immeuble de la City, sont dérisoires pour ne pas dire nulles ... Dès lors et contrairement à ce que nous enseigne toute théorie économique rationnelle, affirmait-t-il, nos décisions ne sont pas le résultat d'une moyenne compensée de bénéfices quantitatifs multipliée par des probabilités quantitatives. Elles résultent de nos esprits animaux, d'un besoin spontané d'agir » (Keynes, 1936).

réaction à l'actualité, par exemple anticipation quant à la hausse ou la baisse des cours, et ne formulent pas d'anticipations quantitatives (le niveau de baisse ou de hausse des cours).

A une hausse initiale (ou à une baisse) conséquente à la publication d'une information s'ensuit généralement une « cascade » de signaux d'achats (ou de vente) de la part des systèmes techniques de trading basés sur le suivi des tendances. Ainsi un changement de prix lié à une actualité se transforme en une tendance à la hausse ou à la baisse. La tendance se poursuit y compris après que les modèles techniques aient cessé de l'appuyer ; cela est lié aux prises de positions tardives des traders amateurs (qui, en tant que groupe, se retrouvent généralement les perdants de ce jeu à somme nulle). Lorsque la tendance initiale perd enfin son élan, les modèles « à contre-courant »²¹ (contrarian models) et l'actualité contribuent à alimenter une contre-tendance.

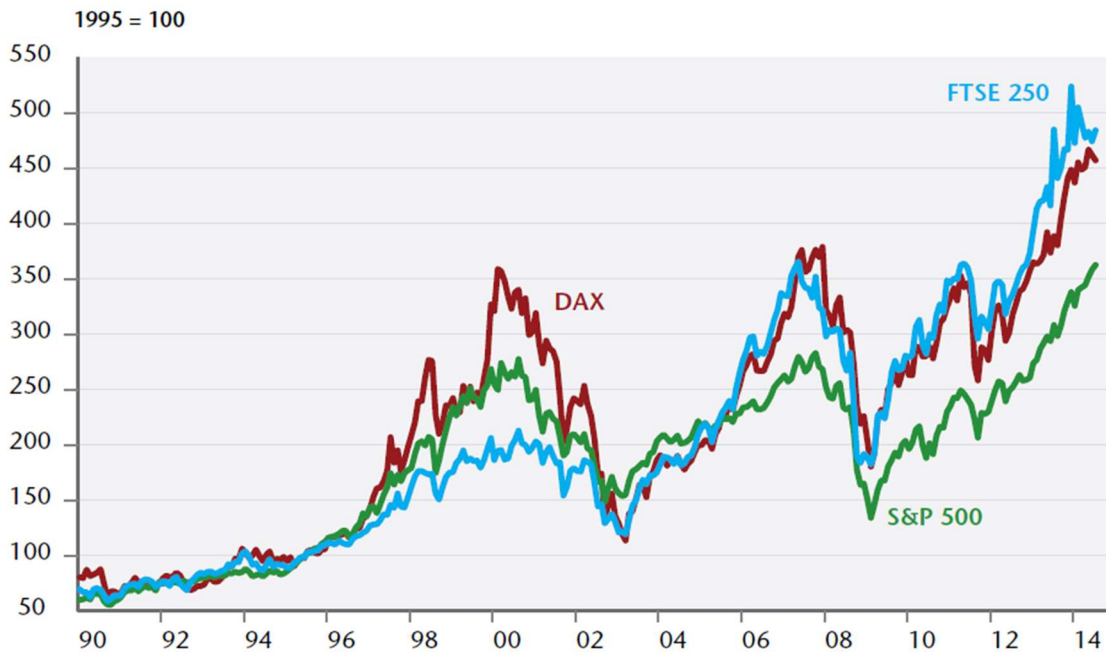
De manière générale, on distingue deux grands types de « climat de marché » : un climat « optimiste » (haussier) associé par les professionnels de la Bourse à l'image du taureau (« bullishness ») ou un comportement de type « pessimiste » (baissier) associé à l'image de l'ours (« bearishness »). Ils constituent des « régimes d'attentes biaisées » (regimes of biased expectations) qui influencent les traders de plusieurs manières : en réagissant plus fortement aux actualités qui confirment le climat de marché ; en investissant davantage de fonds dans les positions conformes au climat de marché ; et en maintenant ces positions plus longtemps que les « contre-positions ». Ces biais ont pour conséquence de faire durer les tendances de court-terme à la hausse ou à la baisse plus longtemps que les contre-tendances selon que le climat de marché soit haussier ou baissier. Sur des mois ou des années, l'accumulation de ces tendances de court-terme conduit à une sur-appréciation ou sous-appréciation d'un actif.

Plus l'actif est surévalué ou sous-évalué, plus grande est la chance d'un retournement dans la tendance de long terme. Tout d'abord parce que, par expérience, les acteurs de marché savent que toute tendance de ce type a une fin (à l'inverse des « bulles rationnelles » promises par l'économie néoclassique) ; par ailleurs il existe des acteurs aux stratégies de long-terme « à contre-courant » qui vendent (ou achètent) quand le marché est en surachat (ou en survente) ; et enfin la surévaluation (ou sous-évaluation) renforce les « forces correctives » au plan macro (surévaluation d'une monnaie conduisant à une dégradation de la balance commerciale, etc.). La surévaluation ou sous-évaluation d'un actif n'est pas liée à un choc (comme le suggère l'économie néoclassique) mais il s'agit d'une propriété fondamentale des dynamiques de long-terme de prix des actifs. Les taux de change, les prix

²¹ Les modèles de trading « à contre-courant » visent à tirer profit des effets d'inversion des tendances.

des actions et des matières premières fluctuent selon une séquence de tendances haussières et baissières sans jamais converger vers un équilibre fondamental. »

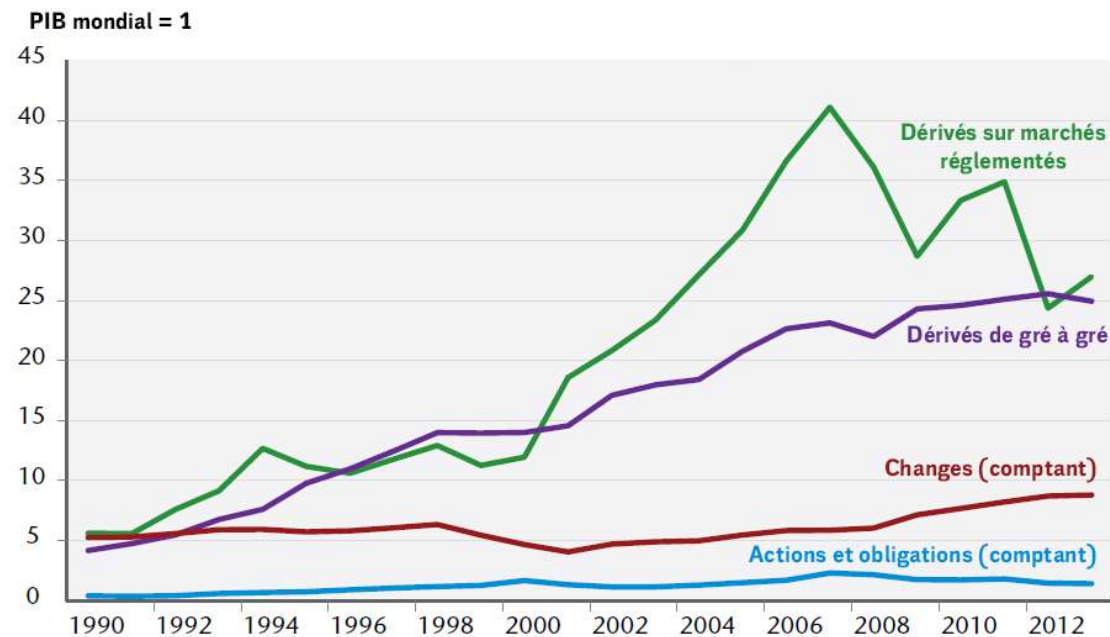
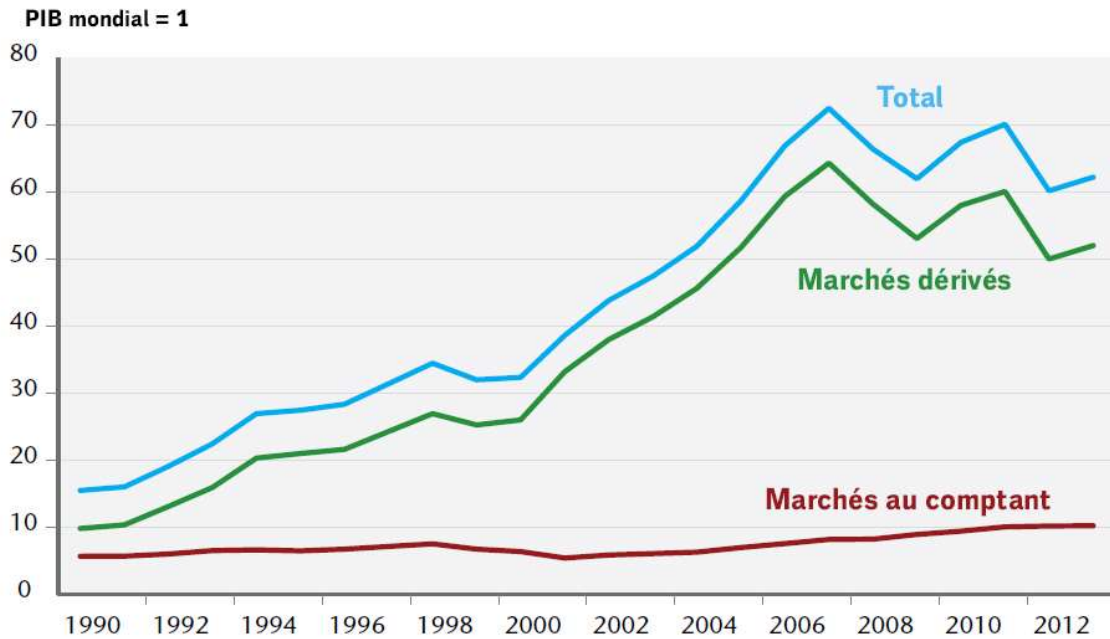
Ainsi selon la BBH, les marchés financiers ne sont pas efficaces. L'orientation toujours plus prononcée vers le court-terme du trading d'actif et le développement du trading à haute fréquence ne fait qu'accroître l'amplitude des tendances haussières et baissières de long-terme, en particulier sur les marchés d'action à partir des années 1990 :



Source: Yahoo Finance.

Graphique 25 : cours des principaux indices boursiers étatsunien (S&P 500), britannique (FTSE 250) et allemand (DAX), tiré de **Schulmeister (2015)**

Pour estimer le caractère spéculatif de la finance contemporaine, un indicateur possible consiste à comparer le volume des transactions sur le marché des changes avec le commerce international, c'est-à-dire la valeur des exportations des marchandises et services commerciaux. Une des fonctions essentielles du marché des changes était en effet de financer le commerce international et les balances des paiements. Or avec l'explosion des transactions sur le marché des changes on assiste à une hausse du ratio du volume des transactions sur ce marché par rapport au commerce mondial des biens et services : il est passé de deux pour un en 1973, à dix pour un en 1980, cinquante pour un en 1990, et cent pour un en 2015 (IMF, 2016 ; BIS, 2016). Un autre indicateur consiste à comparer le volume des transactions sur les marchés financiers à la production, via le produit intérieur brut (PIB). **Schulmeister (2015)** constate à cet égard la hausse spectaculaire des volumes de transactions entre 1990 et 2012 :



Source: BIS, WFE, WIFO

Graphiques 26 et 27 : transactions financières dans l'économie mondiale

Pour Schulmeister, le recours à des systèmes de trading toujours plus rapides (en particulier via l'utilisation de systèmes de trading automatisés) et l'explosion des volumes de trading ont conduit à accroître les mouvements brusques de prix ainsi que l'ampleur des retournements de marché sur le long-terme. La liquidité n'est pas forcément synonyme d'efficacité des marchés, au contraire l'augmentation des transactions financières, ces dernières décennies, témoignent d'une spéculation accrue. A cet égard, la TTF vise, avec un taux très faible, à pénaliser les transactions de très court-terme

(de fréquence élevée), sans affecter de manière significative les transactions de long-terme (de fréquence faible). En d'autres termes, elle vise à pénaliser les transactions nuisibles, la « mauvaise liquidité » liée au trading « technique » (en particulier à haute-fréquence), qui ne reposent pas sur l'analyse des indicateurs fondamentaux de marché mais sur les dynamiques de prix.

Bien avant la proposition Schulmeister ou celle de Tobin, Keynes appelait déjà à une « *taxe de transfert sur toutes les transactions* » visant à « *remettre en cause la prédominance de la spéculation sur l'entreprise* » (Keynes, 1936). La TTF réactualise ainsi la proposition de Keynes, ainsi que sa conception de la formation des prix sur les marchés financiers. Elle porte, dans son principe même, une remise en cause de l'hypothèse des marchés financiers efficients, qui constitue une des clés de voûte du paradigme de réglementation néolibéral. La TTF peut être considérée à cet égard comme une des propositions « de rupture » formulée après la crise de 2008. Le tableau ci-dessous récapitule la dimension idéologique du projet de taxe sur les transactions financières :

	Conception néolibérale	Conception keynésienne
Formation des prix	Les investisseurs sont rationnels (comportement, anticipations). Les prix de marché intègrent toute l'information disponible.	Les prix de marché résultent d'un « concours de beauté », ils s'inscrivent dans une série de tendances haussières et baissières qui ne converge pas vers un équilibre.
Liquidité	Plus la liquidité est importante, plus le nombre de transactions est importante et plus rapidement est atteint le prix d'équilibre.	Une partie importante de la liquidité de marché est liée à des activités spéculatives.
Spéculation	La spéculation contribue au processus de formation des prix.	La spéculation est déstabilisatrice, accroît les mouvements brusques de prix et l'ampleur des retournements de marché.

Tableau 21 : deux conceptions du fonctionnement des marchés financiers

- **Une remise en cause du *market-based banking***

La TTF peut également être considérée comme un projet « de rupture », dans la mesure où elle pourrait remettre en cause les activités de financement de marché des grandes banques universelles

basées sur le recours aux marchés de repos, qui constituent une des mécaniques clé du *market-based banking*.

Les transactions de repos consistent en une mise en pension d'un actif : en échange d'un certain montant de liquidités, un premier acteur cède un actif financier (le collatéral) d'une valeur de marché équivalente au montant de liquidités plus une marge (*haircut*) ; et s'engage à lui racheter l'actif à une date ultérieure. Les transactions de repos ont donc une nature duale : en termes juridiques, il s'agit d'une vente et d'un rachat d'actif (le collatéral) ; en termes économiques, elles sont équivalentes à un prêt de liquidité de type hypothécaire, garanti par le collatéral.

Comme le note **Gabor (2016)**, les marchés européens de repos ont connu une croissance considérable depuis l'introduction de l'euro, jusqu'à atteindre 6000 milliards d'euros en 2008. En Europe, ces marchés sont dominés par des grandes banques universelles ; ils sont de court-terme ; et contribuent à créer d'importantes interconnexions entre des institutions financières de différentes natures et dotés de stratégies d'investissements différentes de court, moyen ou long-terme, y compris des investisseurs institutionnels, gouvernements et banques centrales qui contribuent à fournir du collatéral pour les transactions de repos. Les marchés de repos représentent d'un côté une source de financement à court-terme pour les institutions ayant besoin d'emprunter des liquidités (et engagées dans des activités à haut levier) ; elles sont de l'autre un placement de court-terme pour les institutions bénéficiant de liquidités en excès, mais elles peuvent également servir à emprunter un actif dans le cadre d'une stratégie de vente à découvert (**Comotto 2010**).

En taxant les transactions de repos, par nature de court-terme, la TTF renchérirait de manière importante le coût du financement de marché que ces transactions rendent possible, au point de rendre potentiellement non rentable les marchés de repos qui constituent un des éléments clé du *market-based banking* (**Comotto 2013**). Avec des conséquences jugées dramatiques par l'industrie bancaire (nous y reviendrons), non seulement sur la rentabilité de leurs activités de marchés, mais également sur la liquidité des actifs utilisés comme collatéral – et tout particulièrement des obligations publiques. Comme le note **Gabor (2016)**, d'autres travaux soulignent au contraire les potentiels bienfaits en termes de stabilité financière d'une réduction des activités de repos qui contribuent à accroître le risque systémique en créant une relation entre la valeur d'actifs (le collatéral) et le niveau de financement ; et en renforçant l'interconnexion entre des acteurs bancaires et non bancaires – et moins réglementés (**cf Adrian et Shin 2010 ; ECB, 2013 ; FSB, 2012 ; Hauser, 2013**).

Formellement présentée comme un effort pour harmoniser les régimes fiscaux, la proposition de TTF formulée par la DG TAXUD témoigne d'une prise de distance vis-à-vis du principe selon lequel « *le plus serait le mieux* » en matière de liquidité et d'intermédiation financière (**EC 2013b**), principe qui avait

pourtant sous-tendu les efforts de la Commission pour accélérer l'intégration financière européenne (**voir annexe 4**). En écho avec **Schulmeister (2009)**, elle considère au contraire que les institutions financières pouvaient être à l'origine d'une liquidité « *excessive* », « *virtuelle* » ou procyclique à travers leur activité spéculative, sans lien avec des activités de prêt ou de couverture pour des finalités « *réelles* ». Comme le note **Gabor (2016)**, la Commission s'est inspirée, pour étayer cette conception de la liquidité, des travaux de banques centrales (**Rueffer et Stracca 2006**) de chercheurs en finance (**Adrian et Shin 2010**) et d'institutions internationales (**CGFS 2011**). Une conception dans laquelle les marchés de repos contribuent au caractère cyclique de la liquidité.

La proposition de TTF se distingue ainsi de la plupart des mesures proposées dans le cadre de la réponse réglementaire de l'Union européenne à la crise de 2008 sur deux plans : au plan idéologique, elle constitue une remise en cause du paradigme néolibéral alors que la plupart des mesures du programme de réformes financières de l'UE sont basées essentiellement sur des mesures visant à améliorer la transparence des marchés et donc leur efficacité supposée (**cf chapitre 2**). En termes de portée, elle revient à mettre en cause un des éléments clés du modèle bancaire néolibéral basé sur le financement de marché via les transactions de repos.

Ce discrédit qui frappe le paradigme réglementaire néolibéral se traduit également par un changement d'attitude de la Commission européenne à l'égard des lobbyistes de l'industrie financière pourtant mobilisés et vent debout contre le projet de TTF. Avant la crise financière, ces derniers avaient la possibilité d'avoir des échanges préalables avec les fonctionnaires de la Commission avant la publication des projets réglementaires. Dans le cas de la TTF, comme le rapporte **Kastner (2018)**, de tels échanges n'ont pas eu lieu, mis à part au travers de la consultation publique organisée par la Commission entre février et avril 2011, au point qu'un lobbyiste évoque le « *complet isolement* » de l'institution vis-à-vis de l'industrie financière et l'impossibilité, pour cette dernière, de recourir aux leviers habituels d'influence.

La période 2008-2013 montre ainsi que la crise financière a ouvert une fenêtre d'opportunité pour la mise à l'agenda, au sein des institutions européennes, d'un projet réglementaire jusqu'alors contesté, et qui constitue à certains égards une rupture avec le paradigme réglementaire néolibéral. Cette fenêtre a également concerné la question de la séparation des activités bancaires, avec la publication du rapport Liikanen, et du projet de réforme structurelle des banques (nous y revenons dans la partie 4.2.). Le discrédit jeté par la crise sur l'industrie financière, ainsi que la mobilisation de l'opinion par les campagnes des organisations de la société civile constituent deux facteurs d'explication de ce premier succès de la TTF. Ils semblent témoigner d'une possible remise en cause du paradigme

réglementaire néolibéral. Pourtant, comme nous allons le voir dans la partie suivante, la suite des évènements s'est annoncée bien différente.

4.1.3. La contre-offensive de l'industrie financière : pouvoir structurel de la coalition bancaire et diversité des sélectivités nationales

A partir de la publication, en février 2013, du projet de TTF proposé par la Commission européenne dans le cadre de la procédure de coopération renforcée entre les 11 Etats membres, l'industrie financière va se mobiliser de manière beaucoup plus véhémement qu'à l'occasion de la première proposition (en 2011). Entre temps, la question de la TTF s'est faite moins « saillante » (cf **graphique 35**). Mais ce sont surtout les nouvelles stratégies déployées par l'industrie financière qui vont s'avérer payantes.

Le premier aspect de cette vaste campagne de relations publiques, menées essentiellement par les grandes banques européennes et américaines, est la mobilisation des autres parties prenantes (autres acteurs financiers, comme les fonds de pension, entreprises non financières, gouvernements et banques centrales) autour d'arguments liés notamment au caractère clé des marchés de repos. Le second est la mobilisation des liens ténus, dans plusieurs pays européens et en particulier en France, entre les grandes banques et acteurs financiers nationaux et leurs gouvernements. Ces deux stratégies constituent une démonstration du pouvoir structurel de la finance et en particulier des grandes banques européennes, notamment en termes de maîtrise du crédit et de la monnaie.

- **La « mobilisation générale » de l'industrie financière : hégémonie et centralité de la coalition bancaire européenne**

Schulmeister (2015) et **Persaud (2013)** évoquent à propos de la campagne de relations publiques du secteur financier contre la TTF une « mobilisation générale », voire une « attaque concertée » des institutions financières qui a pris la forme d'un nombre conséquent de conférences de presse et de publications des plus grandes banques mondiales (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, JP Morgan, Citigroup, etc.) et des lobbies financiers à l'échelle mondiale et européenne (la International Banking Federation – IBF, la International Capital Market Associations – ICMA, le European Repo Council – ERC, la European Fund and Asset Management Association – EFAMA, etc.).

La mobilisation de l'industrie financière a impliqué la publication d'études d'impact alertant sur les dangers de la TTF, qui réduirait gravement la liquidité sur les marchés financiers, augmenterait le coût du capital tant pour les entreprises financières ou non financières et pour les gouvernements et en définitive, menacerait la stabilité financière (**Bloomberg Business 2013, Financial Times 2013**). Les arguments de l'industrie financière visaient notamment à démontrer les conséquences délétères de la

TTF sur le secteur bancaire européen, mais également sur les autres investisseurs, les plateformes de négociations, les entreprises non financières, les gouvernements et les banques centrales.

L'étude publiée par Goldman Sachs en mai 2013 a été une des études emblématiques à cet égard (**Goldman Sachs, 2013**). La banque étatsunienne y affirme que, sur la base des chiffres de 2012, une TTF aurait coûté 170 milliards d'euros aux 42 grandes banques européennes prises en compte dans l'étude. L'essentiel de la facture serait lié aux activités de repos (118 milliards d'euros), puis aux transactions de dérivés (32 milliards d'euros), d'actions (11 milliards d'euros) et d'obligations publiques (4 milliards d'euros). Soit un impact cinq fois supérieur pour ces 42 institutions financières à celui estimé par la Commission européenne pour l'ensemble du secteur financier. L'étude note que certaines des banques les plus touchées seraient basées au Royaume-Uni et en Suisse, même si les banques françaises et allemandes paieraient la plus grande part de la facture : 168% du résultat avant impôt pour BNP-Paribas, 362% pour la Deutsche Bank et 423% pour Natixis. Ainsi les banques françaises seraient les plus importantes contributrices (61 milliards d'euros), puis les banques allemandes (Deutsche Bank et Commerzbank) à hauteur de 35 milliards d'euros, dont 26 milliards seulement pour Deutsche Bank. Le rapport s'intéresse également à l'impact sur les bourses européennes, dont les profits diminueraient de 22%, et jusqu'à 51% pour Deutsche Boerse.

Schulmeister (2015) propose une analyse critique de cette étude, présentée comme « gonflant » artificiellement le coût de la TTF. Il pointe plusieurs faiblesses méthodologiques. La principale consiste à appliquer « mécaniquement » la taxe aux transactions opérées par les différentes banques en 2012. Elle ne prend donc pas en compte l'effet dissuasif de la TTF et la réduction du volume des transactions. Schulmeister relève l'absurdité de cette méthodologie en l'appliquant aux recettes anticipées pour le Royaume-Uni : celles-ci seraient, en appliquant la méthode du rapport de Goldman Sachs avec un taux de 0,1%... de l'ordre de plus de la moitié du PIB. La chute des volumes est par contre prise en compte pour calculer le manque à gagner pour les places boursières. Dans tous les cas, les montants avancés par Goldman Sachs sont incomparablement supérieurs aux recettes totales estimées par l'étude d'impact de la Commission européenne, à hauteur de 34 milliards d'euros par an dans les 11 pays de la coopération renforcée (**EC, 2013**).

Selon le rapport de Goldman Sachs, les banques italiennes et espagnoles, malgré leur moindre implication dans les activités de marché, seraient également significativement impactées (de 16% à 130% de leur résultat avant impôt). Il s'agit là d'un aspect que l'industrie financière a particulièrement mis en avant : les investisseurs de long-terme et le « capital patient » seraient également affectés par la TTF. Comme le note **Gabor (2016)**, la Fédération bancaire européenne a publié en mai 2013 une lettre ouverte au ministre des finances irlandais, dont le pays était alors à la présidence du Conseil de

l'Union européenne, co-signée entre autres par l'association sectorielle internationale des assurances-vie (Association of International Life Offices), l'association européenne des banques coopératives (European Association of Co-operative Banks), l'association européenne des fonds d'investissement et gestionnaires de fonds (European Fund and Asset Management Association), et l'association européenne des banques d'épargne (European Savings Bank Group **(EBF 2013)**). La lettre établissait notamment le rôle d'intérêt général des marchés de repos, considéré comme « *un élément clé de la fourniture de liquidité aux marchés, des activités de prêt bancaire, et de la conduite de la politique monétaire ainsi qu'à la circulation efficace du collatéral sur les marchés* ».

Kastner (2018) note que, de l'aveu d'un lobbyiste de l'industrie financière, les institutions financières continentales mobilisées contre la TTF ont par ailleurs choisi délibérément de ne pas faire de campagnes communes avec leurs homologues britanniques et étatsuniennes. L'implication de ces dernières auraient en effet pu s'avérer contreproductive pour convaincre les décideurs européens, dans la mesure où cela aurait pu donner l'impression que l'industrie financière anglo-saxonne serait « à la manœuvre ». Les efforts de relation publique l'industrie financière se sont plutôt tournés vers le secteur non financier. Et certaines entreprises non financières répondent présentes : plusieurs multinationales allemandes, dont Siemens et Bayer, ont pris fortement position en mai 2013 contre la TTF en invoquant les conséquences néfastes sur les entreprises et le modèle exportateur allemand **(Financial Times, 2013)**. Bien que les entreprises non financières ne soient pas directement concernées par la TTF, certaines craignaient ses conséquences en termes de hausse du coût de l'endettement, et donc d'activité économique et de croissance. **Kastner (2018)** évoque également une correspondance non publique envoyée en avril 2013 aux gouvernements de la coopération renforcée par la puissante association des entreprises étatsuniennes dans l'Union européenne (*American Chamber of Commerce*) estimant que la taxe « *aura des implications graves non seulement pour les institutions financières, mais également pour "l'économie réelle" – sur les entreprises dans tous les secteurs qui utilisent des instruments financiers dans leur fonctionnement quotidien* ».

Un tel discours n'est pas nouveau. Il témoigne de la capacité des institutions financières à rallier une grande partie du secteur privé contre les projets réglementaires qui les menacent, qui a été documentée par **Pagliari et Young (2017)**, à travers une étude relativement exhaustive des prises de positions du secteur privé dans les consultations publiques portant sur des projets de réglementation financière.

Enfin, l'industrie financière s'est tout naturellement portée vers les gouvernements des Etats membres de la coopération renforcée qui allaient statuer, dans le cadre d'un groupe de travail ad hoc, sur l'avenir des propositions présentées par la Commission. Un argument a tout particulièrement été employé :

celui des implications pour les gouvernements et de la BCE d'une taxe sur les marchés de repos, en particulier le fait que la TTF aurait pour effet d'augmenter le coût de financement de la dette publique. Un argument particulièrement saillant dans le contexte de la crise de la zone euro et des tensions sur les marchés d'obligations des pays du « Sud ». **Gabor (2016)** fait état d'un document fuité issu des discussions entre les Etats membres au sein du groupe de travail sur la TTF, et qui indique que les arguments de l'ERC ont été pris en compte. Au point que les Etats membres demandent des comptes à la Commission : « *Le tarissement du marché va affecter le marché des obligations souveraines et par conséquent augmenter le coût des financements publics [...] Y a-t-il une évaluation des effets de la taxe sur le marché des repos, sur le coût des financements publics et sur l'économie réelle ?* » (**FTT Working Party, 2013**)

La Commission a répondu à ces inquiétudes dans un *non-paper* publié en mai 2013. Elle commence par rappeler les enjeux de stabilité financière posés par le recours aux repos, en citant notamment les travaux du FSB, et de l'intérêt à réduire la création de liquidité pro-cyclique en lien avec un marché contribuant au *shadow banking*. Puis la DG TAXUD note que même si les alarmes de l'ERC s'avéraient justifiées et que le marché des repos devait disparaître, cela ne poserait pas de problème pour les obligations publiques, qui pourraient toujours être utilisées dans le cadre de prêts sécurisés ; par ailleurs les opérations de mise en pension pourraient toujours s'opérer auprès de la BCE avec des obligations publiques comme collatéral. En résumé, « *taxer les transactions de repos ne devrait pas affecter l'attractivité des obligations publiques en comparaison avec d'autres actifs, ni la liquidité des marchés secondaires pour ces obligations* » (**EC, 2013**).

Dans le même temps, tout indique cependant que les banquiers centraux européens ne partagent pas l'optimisme de la Commission européenne quant à la TTF. Courant 2013, le gouverneur de la *Bank of England*, le gouverneur de la Banque de France et le président de la *Bundesbank* prenaient position publiquement contre le projet de TTF (**Corporate Europe Observatory, 2013**). Le premier affirmait ainsi à propos de la TTF : « *En Europe, je ne vois personne dans la communauté des banquiers centraux qui considère que ce soit une bonne idée* ». Lors de réunions de groupes consultatifs au printemps 2013, la BCE a reçu les doléances de l'industrie financière (**Gabor, 2015**) ; elle va faire pression sur les Etats membres afin que les transactions de repos ne soient pas taxées, comme en témoignent les documents du groupe de travail de la coopération renforcée sur la TTF : « *comme l'a indiqué la BCE, le marché des repos est actuellement un marché très efficace et très liquide, qui contribue à la transmission des impulsions de politique monétaire, représente une source de financement importante et peu onéreuse pour les banques, et aide les investisseurs internationaux à gérer leurs portefeuilles d'obligations* » (**FTT Working Party, 2014**). Une des préoccupations de la BCE était la suivante : dans un contexte de contraction du marché interbancaire, la préférence des banques

pour l'emprunt sécurisé a fait du marché des repos un instrument clé pour la redistribution de la liquidité dans la zone euro, et ainsi une courroie de transmission essentielle pour la politique monétaire dans le cadre d'un nouveau régime monétaire recourant de manière intensive au collatéral.

Cette bienveillance de la BCE à l'égard du marché des repos n'est pas nouvelle. Si la construction d'un tel marché à l'échelle européenne s'est engagée à la demande de l'industrie financière (européenne et étatsunienne) dans le cadre du **rapport Giovannini (1999)**, les institutions européennes n'ont pas manqué d'endosser la proposition. La BCE considérait en effet que le marché de repos serait utile pour la gestion des liquidités des acteurs financiers, comme « *pont entre la monnaie et les marchés de titres* » mais également un « *catalyseur de liquidité pour les autres marchés financiers* » via le recours au collatéral (**ECB, 2002**). Dans le cadre de sa politique monétaire, la BCE utilise des transactions de repos pour prêter aux banques (au taux de refinancement, ou refi) afin d'influer sur les taux d'intérêts sur le marché interbancaire, et conçoit les marchés européens de repos comme des instruments de transmission de sa politique monétaire. La constitution d'un marché européen de repos s'intégrait par ailleurs dans l'agenda d'intégration financière de la Commission (**voir annexe 4**) et s'accompagnait, pour les Etats membres, de la promesse d'une plus grande liquidité sur le marché des obligations souveraines, largement utilisées comme collatéral – et donc de financements à moindre coût (**Gabor, 2015**).

Les efforts de l'industrie financière et l'opposition de la BCE eurent finalement raison du principe d'une taxe sur les transactions de repos. En mai 2014, les ministres des finances des 10 Etats membres souhaitant poursuivre la coopération renforcée (la Slovénie s'étant retirée) déclaraient que, bien que toujours engagés à adopter une taxe sur les transactions financières, ils adopteraient une approche progressive dans sa mise en œuvre ainsi qu'une assiette plus réduite, essentiellement les transactions en actions et certains dérivés – mais pas les transactions de repos. Remettant ainsi en cause la nature même du projet de la Commission, et l'approche originale de la TTF qui devait s'appliquer dans la mesure du possible à toutes les institutions, tous les marchés et tous les instruments. Désormais, le projet de TTF discuté au sein de la coopération renforcée serait plus proche du principe du droit de timbre britannique (*stamp duty*) ou des impôts de bourse déjà existants dans certains pays.

- **Le rôle décisif de la coalition bancaire française**

A partir de la présentation du projet de la Commission en février 2013, les négociations sur la TTF se sont tenues dans le cadre de réunions de travail entre représentants des Etats membres impliqués dans la coopération renforcée, à l'écart de l'attention du grand public et dans un contexte de moindre saillance de la question de la TTF à partir de 2013 (cf **graphique 35**). **Kastner (2018)** évoque ainsi les propos d'un lobbyiste de l'industrie financière en juin 2013 : « *Nous n'avons même pas essayé de*

contacter la Commission. Nous aurions pu davantage tenter de faire du lobbying auprès du Parlement européen, mais nous ne l'avons pas fait. Nous pensons que ce sont vraiment les gouvernements nationaux qui vont être au cœur de la décision, et principalement les gouvernements français et allemand. »

En particulier, la coalition bancaire française va se mobiliser auprès des autorités nationales en insistant sur la nécessité de préserver les intérêts de l'industrie financière nationale. Elle fait valoir auprès des autorités que la proposition de la Commission reviendrait à pénaliser sévèrement l'industrie bancaire française, notamment du fait de sa spécialisation activités de marché sur les repos et les produits dérivés (**Goldman Sachs, 2013**). L'industrie financière allemande serait relativement moins touchée, dans la mesure où seule la Deutsche Bank est spécialisée dans le commerce de produits dérivés. Comme nous l'avons noté dans le chapitre 3, la mobilisation des banques françaises auprès des autorités nationales pour faire valoir leurs intérêts peut se reposer sur les multiples entrées au ministère de l'économie et des finances, à travers les réseaux des grands corps d'Etat, et en particulier l'Inspection des finances (**voir annexe 9**) et l'influence de la puissante Fédération bancaire française (FBF). Paris Europlace est également une organisation influente du secteur financier. Constituée en 1993 par la Banque de France, la Caisse des Dépôts, la chambre de commerce et d'industrie de Paris Ile-de-France, le Conseil régional d'Île-de-France, Euroclear France, Euronext et la ville de Paris pour promouvoir et développer la Place financière de Paris, elle se donne pour objectif de fédérer et de représenter la diversité des acteurs de l'industrie financière. Elle a joué un rôle important dans l'opposition française au projet de taxe européenne sur les transactions financières, opposition qui a permis, à ce jour, de bloquer toute avancée sur la TTF.

C'est d'ailleurs lors des rencontres internationales de Paris Europlace en juillet 2013 que le ministre des finances français, Pierre Moscovici prend fermement position contre le projet de la Commission européenne comme « *excessif* », appelle Bruxelles à se montrer « *pragmatique et réaliste* » et appelle à « *améliorer* » la proposition de la Commission. Cela se traduit vite par un blocage des négociations par la France qui demande notamment une exemption sur les produits dérivés, et qui demande à prendre comme référence non pas la proposition de la Commission, mais la « TTF française » introduite par Nicolas Sarkozy en 2012, à quelques mois du scrutin présidentiel, et qui constitue en réalité un modeste impôt de bourse applicable essentiellement les actions émises par une centaine d'entreprises françaises. Une « TTF française » qui sera endossée par le nouveau gouvernement socialiste arrivé au pouvoir en mai 2012 modulo une hausse de son taux...de 0,1 % à 0,2 %.

En janvier 2014, Pierre Moscovici organise un sommet franco-allemand visant à garantir un compromis « *réaliste* » : « *Si on fait en sorte qu'il n'y ait plus de marchés financiers en Europe, qu'il n'y*

*ait plus de Bourses en Europe, prévient-il, les ressources financières iront à Londres*²² ». En Europe, les organisations de la société civile mobilisée pour une taxe ambitieuse ne désarment pas : 283 associations, ONGs et syndicats de 17 pays européens interpellent François Hollande et l'enjoignent de « *ne pas céder à la pression du secteur financier* » (**Attac, 2014**). Les coalitions françaises et allemandes en faveur de la TTF organisent en février 2014 au Parlement européen une conférence de presse avec la Confédération européenne des syndicats, et des représentants des groupes socialistes, verts et gauche unitaire et nordique afin de dénoncer les pressions des lobbies financiers. Pointé du doigt par de nombreuses organisations de société civile issues de différents Etats membres de l'UE, le gouvernement français bute par ailleurs sur la détermination de certains de ses partenaires européens, notamment l'Allemagne. Angela Merkel n'entend pas céder : la TTF européenne « large », soutenue dans l'opinion publique, figure en bonne place dans le contrat de coalition conclu en novembre 2013 par le SPD avec les sociaux-démocrates pour former un nouveau gouvernement. Le sommet franco-allemand débouche ainsi sur un échec : Berlin refuse d'endosser les exemptions proposées par la France.

Comme nous l'indiquions dans le chapitre 3, les autorités allemandes ont été, depuis la crise, bien moins réceptives aux attentes de la Deutsche Bank, en première ligne contre la TTF, et qui « *ne peut que rêver* » des connexions privilégiées dont bénéficient les banques françaises auprès des autorités nationales (**Süddeutsche Zeitung, 2014**). Attachées à la stabilité des prix et des conditions monétaires, elles se sont exprimées de manière critique vis-à-vis des activités de marché à caractère potentiellement spéculatif, par la voix notamment du ministre des finances Wolfgang Schäuble : « *Les objections [au projet de TTF] expliquant qu'elle conduirait à augmenter le chômage et perturber l'économie reposent sur des projections contestables et exagérées – et surtout, qui écartent le potentiel d'une telle taxe à stabiliser les marchés de change de sorte à renforcer plutôt qu'endommager l'économie.* » (**The Telegraph 2011**)

Le 9 juillet 2014, à nouveau à l'occasion des rencontres internationales de Paris Europlace, le nouveau ministre des finances français Michel Sapin confirme qu'il n'acceptera pas « *un projet qui serait déséquilibré pour notre place financière* ». Mais l'obstination de la France ne paie pas. En décembre 2014, les ministres des finances des onze pays engagés dans le projet de TTF européenne rejettent sa proposition. Le 30 mars 2015, Paris et Berlin parviennent enfin à une position commune : une taxe large assortie de taux faibles. Mais à force de tergiversations, les négociations s'éternisent cependant et d'autres délégations demandent des exemptions, tandis que l'Estonie se retire. D'autant que la France est toujours attentivement à l'écoute de l'industrie bancaire nationale, comme le

²² France Info, 27 janvier 2014.

confirme un entretien avec Michel Sapin en janvier 2016, au cours duquel le ministre des finances français affirmait la nécessité de protéger l'industrie bancaire nationale, dans la mesure où elle contribuait à la bonne santé de l'économie française et à la création d'emplois (**entretien janvier 2016**).

Les négociations avançaient difficilement mais en octobre 2016, un accord semble trouvé autour d'une assiette (*core engine*) constituée d'actions et de produits dérivés. Le gouvernement français va de nouveau bloquer les négociations après l'élection d'Emmanuel Macron. Au prétexte de la finalisation du Brexit, le gouvernement français va repousser toute négociation sur la TTF ; puis le président français propose, en septembre 2017, de relancer les négociations sur une nouvelle base en proposant d'établir un impôt inspiré de la « TTF française » ou du droit de timbre britannique à l'échelle de l'Union européenne. Mais comme le note un responsable de l'ONG Oxfam, « *Le souhait de parvenir à un accord à l'échelle de la zone euro ou de l'Union européenne, et non dans le cadre d'une procédure de coopération renforcée, n'est qu'une tactique pour enterrer la taxe sur les transactions financières* » (**Marianne, 2018**).

La France n'est pas le seul Etat membre à s'être opposé à la mise place d'une TTF large. Le Royaume-Uni, resté en dehors du processus, a tenté de l'empêcher en déposant un recours devant la Cour de justice de l'Union européenne pour demander l'annulation de la décision autorisant les 11 Etats membres à établir une coopération renforcée. Ce recours sera rejeté en avril 2014. D'autres Etats membres participants à la coopération renforcée ont contribué, à différentes étapes, à ralentir le processus en demandant de nouvelles exemptions, comme c'est le cas de l'Italie (qui a demandé de retirer les obligations souveraines de l'assiette de la taxe) ou de la Belgique (qui s'est inquiétée de l'impact de la TTF sur ses fonds de pension). Mais c'est surtout la France, sous l'influence des grandes banques françaises, qui a contribué de manière décisive à empêcher l'adoption d'une TTF.

4.1.4. Discussion des résultats : une démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles

A la différence des autres mesures du programme de réformes financières de l'Union européenne évoquées dans le chapitre 2, la taxe sur les transactions financières constitue ainsi une mesure « de rupture » avec le paradigme néolibéral de réglementation. La TTF porte non seulement une remise en cause profonde du principe d'efficacité des marchés, selon lequel la liquidité des marchés financiers serait forcément utile et souhaitable, mais également d'un des instruments clés du *market-based banking* : les financements de marché via les marchés de repos.

L'inscription de cette mesure à l'agenda des institutions européennes témoigne de l'impact de la crise financière, notamment en matière de saillance des enjeux de réglementations financières. Dans les

années 1990, les crises successives liées aux politiques de libéralisation financière avaient déjà contribué à mettre en avant la proposition d'une taxe sur les transactions financières sous la forme de la taxe Tobin, et à d'importantes mobilisations en faveur d'une telle taxe au sein de la société civile, menée par des ONG et des associations comme Attac. Point culminant de cette série de crises financières frappant le cœur de la finance mondiale, la crise de 2008 a propulsé la TTF à l'agenda des institutions internationales et européennes. Malgré une opposition intense des Etats-Unis au plan international et du Royaume-Uni au plan européen, la mise en place de la TTF sera finalement mise à l'ordre du jour entre onze pays de l'Union européenne (dont les principaux centres financiers à l'exception du Royaume-Uni, de l'Irlande et des Pays-Bas) en février 2013.

La crise a ainsi contribué, en partie, à changer la donne réglementaire. En particulier, s'agissant de l'Allemagne, on a assisté à une (relative) prise de distance des autorités vis-à-vis du modèle bancaire de *market-based banking* et en particulier de la Deutsche Bank. Attachées à la stabilité des prix et des conditions monétaires, les autorités allemandes se sont au contraire exprimées de manière critique vis-à-vis des activités de marché à caractère potentiellement spéculatif. La Commission européenne a également témoigné d'un changement de position à l'égard du *market-based banking* suite à la crise financière mondiale. L'institution européenne a en effet exprimé une forme de scepticisme quant à l'utilité sociale d'une partie des transactions financières, alors même qu'elle avait, dans les années 2000 joué un rôle clé dans le développement des marchés de capitaux (Mügge, 2011).

La mise à l'agenda de la TTF a cependant donné lieu à une puissance contre-offensive de l'industrie bancaire, avec en première ligne les grandes banques universelles européennes. La coalition bancaire est parvenue à rassembler le secteur privé bien au-delà des grandes banques universelles actives sur les marchés financiers, en mobilisant les acteurs du « capital patient » (banques coopératives et d'épargne, fonds de pension, assurances), mais aussi les entreprises non financières craignant que des mesures frappant les grandes banques aient pour conséquence un renchérissement du coût du capital. Cette capacité de mobilisation du secteur bancaire avait déjà été soulignée par l'étude exhaustive de **Pagliari et Young (2017)** portant sur les consultations accompagnant différents projets de réglementation financière organisées par plusieurs institutions internationales et européennes. Elle témoigne du caractère hégémonique des grandes banques universelles par rapport aux autres secteurs de l'économie.

Le pouvoir des grandes banques, mis en évidence dans le cas de la TTF, prend une première dimension que l'on peut qualifier d'instrumentale. **Corporate Europe Observatory (2014)** a documenté la « puissance de feu » des lobbies financiers (et en particulier du secteur bancaire) en termes de moyens dont elles disposent pour leurs activités de lobbying, du nombre de ses représentants et de leur

intégration profonde dans les institutions européennes (notamment dans les groupes d'experts de la Commission et groupes de parties prenantes intégrés dans les processus de décisions des agences sectorielles européennes et de la BCE). Le phénomène des « portes tournantes » (*revolving doors*) intervient parfois au plus haut niveau : le cas de Mario Draghi, ancien président de Goldman Sachs Europe nommé président de la BCE en juin 2011 en est un cas emblématique.

Mais le pouvoir des grandes banques procède surtout d'une dimension structurelle (**Culpepper 2015**). Le pouvoir structurel des grandes banques universelles procède de leur centralité dans le système économique (**cf chapitre 3**), et notamment de leur maîtrise de la gestion du crédit et de la monnaie. Il a été largement mobilisé pour constituer un rapport de force favorable vis-à-vis de la BCE et des Etats membres. Pour mettre en échec le projet de TTF, les banques ont en particulier mis en avant leur rôle central, à travers les marchés de repos, dans la gestion de la liquidité et de la transmission de la politique monétaire ; mais également dans le financement des Etats, à travers les marchés d'obligations souveraines, et plus généralement des entreprises européennes.

Le pouvoir structurel des grandes banques universelles n'est évidemment pas une donnée absolue mais il est fondé institutionnellement. A cet égard, il s'exprime de manière différente selon la diversité des cadres institutionnels nationaux ou européen. L'opposition de la Banque centrale européenne à la TTF, au nom de la défense des marchés de repos comme instruments de transmission de la politique monétaire, est un exemple de la manière dont le cadre institutionnel et le régime monétaire européens favorisent l'hégémonie financière. Mais c'est à l'échelle nationale que la démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles a été la plus spectaculaire. Les autorités françaises ont ainsi témoigné, à partir de 2013, d'une adhésion presque totale vis-à-vis des positions du secteur bancaire français, lequel a bénéficié de ses relais privilégiés au sein de la haute-administration pour faire valoir ses préférences, et largement contribué au blocage des négociations européennes. L'attention à l'égard des intérêts du secteur bancaire n'a eu d'égal que l'absence de prise en compte d'autres voix, et notamment celle de la société civile mobilisée en faveur de la taxe pour les transactions financières. La France a donné une illustration frappante du modèle post-dirigiste en action. Ainsi le pouvoir structurel des grandes banques universelles a-t-il pu à la fois s'exprimer dans le cadre du régime monétaire européen ; mais également par l'intermédiaire de la mobilisation des autorités françaises à défendre les intérêts des grandes banques françaises.

Le cas de la séparation des activités bancaires, que nous abordons dans la partie suivante, constitue également une démonstration du pouvoir structurel dont bénéficient les grandes banques universelles ; mais il témoigne également de certaines de ses limites et apporte de nouveaux éléments pour étayer notre analyse.

4.2. Le cas de la séparation des activités bancaires et la remise en cause du *market-based banking* des banques universelles européennes

Après la crise de 2008, de nombreux Etats ont été contraints de renflouer des grandes banques nationales impliquées dans des activités de marché risquées. Afin d'éviter que de telles situations se reproduisent, différentes mesures ont été proposées pour circonscrire le risque systémique posé par des institutions financières devenues « trop grandes pour faire faillite » par la taille de leur bilan et leur interconnexion avec de nombreux acteurs des marchés financiers. Au-delà du renforcement des exigences de capital réglementaire et de la mise en place de nouvelles exigences de liquidité dans le cadre de l'accord de Bâle III (**cf chapitres 1 et 2**), des réformes de structure du secteur bancaire ont été envisagées, comme la séparation des activités bancaires. Dans sa conception la plus simple, cette mesure consiste à séparer les activités de détail de la banque des activités de marché – à l'instar de l'emblématique du *Glass-Steagall Act* (**cf chapitre 1**). L'objectif étant protéger les activités qui constituent des infrastructures essentielles pour l'économie (prêts, dépôts, système de paiement) des activités plus risquées, et de faciliter la résolution des faillites bancaires.

Dans plusieurs pays et à l'échelle de l'Union européenne, différentes réformes de séparation ont été introduites, avec différentes caractéristiques, en conséquence de la crise de 2008 et suite à la mise en place de plans massifs de sauvetage des banques. Dans ses formes les plus ambitieuses, la séparation des activités bancaires constitue une proposition « de rupture », dans la mesure où elle remet en cause l'une des évolutions majeures de ces dernières décennies – le développement du *market-based banking* au sein de grandes banques universelles – et où elle relève d'un registre de réglementation bien distinct du paradigme néolibéral à l'œuvre dans les années 2000 (**partie 4.2.1.**). Cela explique l'intensité du débat réglementaire qu'a suscité la mise à l'agenda de ces réformes au plan national. On constate une diversité dans la mobilisation des coalitions réglementaires entre le cas du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne (**partie 4.2.2.**) ; mais également au plan européen (**partie 4.2.3.**). Enfin, le cas de la séparation des activités bancaires témoigne d'une certaine diversité de la sélectivité institutionnelle en matière de réglementation bancaire (**partie 4.2.4.**).

4.2.1. Du *Glass-Steagall Act* à la réforme structurelle des banques dans l'Union européenne : une remise en cause du modèle de banque universelle

En janvier 2014, la Commission européenne a publié un projet de règlement relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit dans l'Union européenne. La principale proposition consistait à organiser le transfert des activités de marché « à haut risque » des grandes banques européennes au sein d'une entité légale distincte au sein du groupe. Cette séparation

de certaines activités de marché et des activités de prêt et de dépôt, même partielle sous la forme d'un « cloisonnement », s'inscrivait à la suite d'une série d'initiatives réglementaires de ce type prises notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à partir de 2008. Elle fait également écho à la séparation des activités bancaires prise par les Etats-Unis en 1933 avec le *Glass-Steagall Act*.

Cette mesure de séparation avait été prise dans un contexte qui n'est pas sans ressemblances avec la période post-2008. La crise de 1929 était intervenue au terme d'une période marquée par une croissance économique élevée et qui avait vu les banques étatsuniennes étendre le champ de leurs activités. Entre 1892 et 1931, le nombre d'établissements bancaires dotés de filiales d'investissement était passé de 10 à 114 (**Kroszner and Rajan 1994**), et la banque universelle constituait le modèle dominant, alliant sans restriction activités de dépôts, de prêts, d'investissement et de marché. Le choc de la crise boursière de 1929 a pourtant conduit à la remise en cause de ce modèle. Dans les quatre ans qui ont suivi la crise, 40% des banques étatsuniennes avaient disparu des suites d'une faillite ou d'un rachat (**Bentson, 1990**), et le taux de chômage avait bondi jusqu'à 25%. L'industrie financière, complètement délégitimée, s'était retrouvée dans le viseur de l'opinion publique comme des responsables politiques. A la tête d'une commission d'enquête du congrès sur les causes de la crise, le procureur Ferdinand Pecora avait alors contribué à mettre à jour les abus et manipulations de marché pratiqués par de nombreuses banques et, avec le sénateur Carter Glass, à élaborer des propositions de réforme, dont le projet du futur *Glass-Steagall Act*. La séparation des activités de dépôts et d'investissement était alors considérée comme nécessaire compte tenu des possibles conflits d'intérêt et notamment de la possibilité, pour les banques, d'utiliser les dépôts d'épargnants mal informés pour financer des investissements risqués.

La séparation des activités bancaires va également être mise en place en France, à partir de la fin de la Seconde Guerre mondiale ; les banques sont réparties en trois catégories : banques de dépôts, banques de crédit à moyen et long terme, et banques d'affaire – qui n'ont pas le droit de collecter des dépôts. Cette séparation va cependant être remise en cause progressivement, jusqu'à la loi Bérégovoy de 1984 qui supprime la spécialisation des banques et a permis la constitution des grands groupes bancaires français. Aux Etats-Unis, la séparation instaurée par le *Glass-Steagall Act* est définitivement abrogée en 1999 par le *Financial Services Modernization Act*, qui permet la constitution de nouveaux géants bancaires tels que Citigroup (**cf chapitre 1**). Jusqu'à 2008, le modèle bancaire dominant est celui de la banque universelle. Mais la crise financière mondiale va contribuer à rouvrir le débat sur le modèle de banque universelle, tout particulièrement aux Etats-Unis. Comme au lendemain de la crise de 1929, sont pointés parmi les travers de ce modèle les conflits d'intérêts, la dépendance accrue des systèmes bancaires vis-à-vis des marchés, l'utilisation des ressources provenant des activités de détail à des fins spéculatives, ou encore la constitution de géants « trop importants pour faire faillite ». Dans

cette partie, nous revenons sur les caractéristiques des différents projets de séparation des activités bancaires qui ont vu le jour après la crise : aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en France, en Allemagne jusqu'au projet européen de réforme structurelle des banques.

- **Le Dodd-Frank Act (2010)**

Les Etats-Unis ont été frappés de plein fouet par la crise financière mondiale. Le tableau ci-dessous récapitule les montants des plans de sauvetage aux banques et institutions financières dans cinq pays de l'UE et les Etats-Unis (2008-2010) :

Pays	Total du soutien		dont injection de capital		Banques systémiques renflouées (entre parenthèses les banques renflouées par plusieurs Etats)
	Total	% du PIB	Total	% du PIB	
Royaume-Uni	444,5	23	69,5	3,9	RBS, Lloyds
Allemagne	296,3	11,5	54,2	2,1	Commerzbank, WestLB, BayernLB (par la Bavière)
Belgique	161,5	45,6	19,9	5,6	KBC, (Dexia), (Fortis)
Pays-Bas	152,6	23,7	27	4,2	ING, ABN-AMRO, (Fortis)
France	145,5	7,6	11,3	0,6	(Dexia)
Total UE	1540,3	12,3	236,1	1,9	RBS, Lloyds, Commerzbank, WestLB, KBC, Dexia, Fortis, ING, ABN-AMRO
Etats-Unis	628	5,7	235,3	2,1	Bank of America, CitiGroup, JP Morgan Chase Wells Fargo, Bank of NY Mellon

Tableau 22 : montant des plans de sauvetage aux banques et institutions financières dans cinq pays de l'UE et les Etats-Unis (2008-2010) selon **Stolz and Wedow (2010)**
(en milliards d'euros, PIB au niveau de 2008)

Les Etats-Unis sont également le premier pays à s'engager sur la voie d'une réforme structurelle des banques après la crise de 2008. Le *Dodd-Frank Act* adopté en juillet 2010 comprend ainsi trois dispositions dans ce sens : la règle Volcker, la règle *Swaps Push-Out* et la règle *Foreign Banking Organisations (FDIC, 2014)*.

La règle Volcker interdit les groupes bancaires étatsuniens ainsi que les filiales bancaires étrangères en activité sur le territoire étatsuniens bénéficiant de la garantie fédérale des dépôts de s'engager dans des opérations de négociation pour compte propre – activités de court-terme et spéculatives qui ne sont pas menées pour le compte de clients. Certaines exemptions sont néanmoins prévues, ainsi les

groupes bancaires sont autorisés à mener des opérations de négociation pour compte propre s'agissant de certaines opérations de couverture, de tenue de marché ou de repos ; des instruments de dette étatsunienne ; et les banques étrangères opérant sur le territoire étatsunien disposent également d'une autorisation similaire s'agissant des obligations publiques de leur pays d'origine. La règle Volcker encadre et limite également la participation ou le sponsoring de fonds privés (*hedge funds* et *private equity funds*) par les banques. L'objectif principal de la règle Volcker est de limiter l'exposition des banques de dépôts à des activités considérées comme risquées.

La règle *Swaps Push-Out* interdit aux entités engagées de manière significative dans le marché des swaps (en tant que négociant de swap – swap dealer – ou *major swap participant*) de bénéficier du soutien des autorités fédérales (garantie des dépôts, facilités de la Federal Reserve...). Elle a cependant été significativement amendée sous la pression de l'industrie financière en décembre 2014. Enfin, la règle *Foreign Banking Organizations* impose aux groupes bancaires étrangers disposant d'actifs à hauteur de 50 milliards de dollars d'organiser leurs filiales sur le territoire étatsunien sous la forme d'une holding « intermédiaire » (*intermediate holding company* – IHC). Cette holding devra satisfaire aux stress tests prévu par le *Dodd-Frank Act*, de sorte à contrôler les risques pris par les groupes bancaires étrangers sur le territoire étatsunien. Bien que ces différentes dispositions ne constituent pas un retour au *Glass-Steagall Act* à proprement parler, elles contribuent à exclure ou à fortement encadrer certaines activités jugées trop risquées pour des groupes bancaires couverts par l'assurance fédérale des dépôts.

- **Le rapport Vickers (2011) et le Banking Reform Act (2013)**

Le Royaume-Uni a également été gravement touché par la crise financière, avec près de 70 milliards d'euros de recapitalisations boursières et le sauvetage de deux banques systémiques, Royal Bank of Scotland et Lloyds. Le Royaume-Uni est le second pays à mettre en œuvre un projet de séparation des activités bancaires. En juin 2010, le chancelier de l'Échiquier George Osborne (ministre en charge du Trésor britannique) annonçait la mise en place d'une commission indépendante, présidée par l'ancien chef économiste de la *Bank of England* John Vickers, en charge de faire des propositions pour une réforme structurelle de l'industrie bancaire.

Le rapport Vickers sera présenté en septembre 2011 et propose (entre autres mesures) de mettre en place un cloisonnement (*ring fencing*) des activités de détail afin d'améliorer la stabilité financière et protéger ces activités (ainsi que les contribuables) des risques associés aux activités de marché. Les banques de dépôts ainsi cloisonnées ne seraient ainsi pas autorisées à mener des activités de négociations, d'investissement ou de services financiers ; et lorsqu'elles appartiennent à un groupe plus large, elles doivent disposer d'une gouvernance indépendante, être séparées juridiquement et

opérationnellement, avec des liens économiques limités avec le reste du groupe (**ICB, 2011**). Le rapport Vickers considère que la solution du cloisonnement est moins contraignante qu'une séparation pure et simple ; et va plus loin que la règle Volcker dans la mesure où les opérations prohibées dans le cadre du cloisonnement ne se réduiraient pas à la négociation pour compte propre et aux participations dans les fonds privés mais à d'autres activités qui peuvent conduire à déstabiliser les banques.

Sur la base des recommandations de la commission Vickers, le Parlement britannique adopte en décembre 2013 le *Financial Services Act* (ou *Banking Reform Act*) qui met notamment en place un cloisonnement pour les banques disposant de plus de 25 milliards de livres en dépôts de base (incluant notamment les découverts) en y ajoutant la possibilité pour le régulateur, avec avis conforme du Trésor, de pouvoir ordonner la séparation totale d'un groupe bancaire entre une composante banque de détail et une composante banque d'investissement, s'il cherchait à contourner l'esprit de la loi. La réforme concerne ainsi six banques britanniques, dont quatre institutions systémiques : HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland et Lloyds. Le cloisonnement prend en compte l'impact systémique différencié des différentes filiales au sein d'un même groupe bancaire sur le système financier britannique et met en place des exigences de capital adaptées.

- **Le rapport Liikanen (2012) et les lois bancaires française et allemande (2013)**

L'adoption de règle Volcker aux Etats-Unis et des propositions de la commission Vickers au Royaume-Uni s'inscrit dans un mouvement international impulsé notamment par le sommet du G20 de Pittsburgh qui appelait à limiter l'exposition de « l'économie réelle » aux risques des activités de marché (**G20, 2009**). L'Union européenne ne va pas être en reste, puisqu'en février 2012, sous l'impulsion du commissaire au marché intérieur et aux services Michel Barnier, la Commission européenne nomme un groupe d'experts de haut niveau, présidé par l'ancien gouverneur de la Banque centrale de Finlande Erkki Liikanen, afin de formuler des propositions pour une réforme structurelle du secteur bancaire européen. Le rapport, publié en octobre 2012, proposait (entre autres mesures) un cloisonnement, au sein des groupes bancaires, des opérations de négociations pour compte propre ainsi que d'autres activités de marché (tenue de marché, crédit aux hedge funds...) au sein d'une entité légale distincte, dans le cas où ces activités dépasseraient un certain seuil (15% à 25% des actifs totaux – ou 100 milliards d'euros).

Certains États européens ont choisi de prendre les devants et de mettre en œuvre leur propre réforme de structure des banques. La France et l'Allemagne ont ainsi mis en œuvre, en 2013, leur propre projet de réforme, qui s'avèrent des adaptations bien moins contraignantes des propositions faites dans le Rapport Liikanen, comme le souligne une étude de la Banque des règlements internationaux sur les différentes propositions de réformes structurelles (**Gambacorta et Van Rixtel, 2013**). La Belgique a

également adopté sa propre réforme bancaire en avril 2014, tandis que d'autres pays dotés pourtant de banques d'importance systémique ont opté pour attendre la proposition de la Commission européenne ; c'est le cas de l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne et la Suède. Les réformes françaises et allemandes proposent de mettre en œuvre une filialisation des activités de marché à haut risque, mais incluent toutes deux une exception pour les activités de tenue de marché (*market making*), considérées par les banques comme essentielles dans leur activité de financement de l'économie **(Hardie and Macartney 2016)**.

La loi bancaire française a été présentée en décembre 2012 et adoptée en juillet 2013. Elaborée en concertation avec les banques françaises (nous y reviendrons), elle se donne pour objectif de séparer les activités « utiles » des activités « spéculatives ». Sont exemptées de la filialisation les activités de tenue de marché et de « *fourniture de services d'investissement à la clientèle* », ce qui recouvre un spectre très large d'activités, jusqu'au négoce de produits dérivés (puisque les transactions sont réalisées avec une contrepartie qui peut être qualifiée de « client »). Quant aux activités de tenue de marché, il est difficile de faire la différence entre ces activités permettant au marché de rester liquide, et les activités spéculatives pour compte propre, censées être filialisées. Par ailleurs, le trading à haute fréquence est ainsi le plus souvent pratiqué au motif d'activités de tenue de marché.

Concernant les dispositions sur les *hedge funds*, la loi prévoit de filialiser « *toute opération impliquant des risques de contreparties non garanties vis-à-vis d'organismes de placement collectif à effet de levier* ». Or les crédits accordés aux *hedge funds* le sont toujours avec des garanties. Ces failles majeures réduisent considérablement la portée de la séparation des activités bancaires dans la loi française. Lors de son audition devant la commission des finances de l'Assemblée nationale, le 30 janvier 2013, Frédéric Oudéa, PDG de la Société Générale, a estimé que la loi ne toucherait que 1% du produit net bancaire de sa banque. Pour l'économiste Jean-Paul Pollin, qui a également été auditionné par les députés, c'est « *la réforme la moins ambitieuse au niveau mondial [...] Les banquiers ont réclamé au gouvernement toute une série d'exceptions, qui ont fini par vider la loi de son contenu* ». **(L'Expansion, 2013)**

La réforme allemande, dont le projet a été présenté en février 2013 et adoptée en août, suit le même exemple que la loi française, en ne séparant que les activités pour compte-propre (définies comme des activités non tenues pour le compte de clients) et non les activités de tenue de marché. La loi allemande est plus restrictive que son homologue française en séparant également le financement aux fonds spéculatifs et aux fonds d'investissement ainsi que le trading haute fréquence. La séparation s'applique aux établissements financiers dont les activités pour compte propre représentent plus de 100 milliards d'euros au bilan ou 20 % du bilan total de l'établissement. Plusieurs établissements

seraient concernés par la réforme : la Deutsche Bank, la Commerzbank et la Landesbank Baden-Württemberg : Deutsche Bank, DZ Bank et Commerzbank ; ainsi que quatre *Landesbanken*: BayernLB, Helaba, LBBW et NordLB. La loi bancaire allemande comporte également des sanctions pénales pour certains cas de fraude commis par des dirigeants de banque.

- **La proposition de la Commission (2014)**

Près de deux ans après la publication du rapport Liikanen, et après l'adoption des lois bancaires française et allemande, la Commission européenne va publier son projet de règlement relatif à des mesures structurelles améliorant la résilience des établissements de crédit dans l'Union européenne. A l'instar de la règle Volcker, elle formule la proposition d'une interdiction des opérations de négociation sur compte propre pour les instruments financiers et les matières premières – avec des exemptions pour les obligations publiques et les titres émis par des banques de développement et certaines organisations internationales. La définition de négociation pour compte propre est néanmoins plus restreinte que dans le cadre de la règle Volcker²³. Sont également prohibées les participations dans les *hedge funds* (fonds alternatifs dans la législation européenne), moyennant différentes exemptions notamment pour les fonds européens d'investissement de capital risque (EuVECA – European Venture Capital Funds), les fonds européens d'entrepreneuriat social (EuSEF – European social entrepreneurship funds), ainsi que les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF – *European Long-Term Investment Funds*).

Cette interdiction s'appliquerait aux institutions systémiques au sens de la directive CRDIV, ainsi qu'aux institutions dont les activités de négociation s'élèvent à plus de 70 milliards d'euros ; ou à 10% des actifs totaux pour les institutions dont l'actif total est supérieur à 30 milliards d'euros. Elle s'appliquerait également aux filiales européennes de grandes banques étrangères. Ces dernières pourraient cependant, comme les filiales étrangères des banques européennes, bénéficier d'une exception dans le cas où elles seraient soumises à des règles équivalentes de séparation. La Commission précisait que la proposition devait s'appliquer aux trente plus grandes banques européennes, représentant près de 65% des actifs bancaires à l'échelle de l'Union européenne. Seules quelques banques non issues de l'Union européenne étaient susceptibles d'être affectées, dont UBS

²³ La définition précise adoptée par la Commission européenne pour les opérations de négociation pour compte propre est la suivante : « *l'utilisation de fonds propres ou de fonds empruntés pour prendre des positions dans tout type de transaction d'achat, de vente, ou d'autres formes d'acquisition ou de cession, d'instruments financiers ou de matières premières, dans le seul but de réaliser un profit pour son propre compte, et sans aucun lien avec les activités, actuelles ou anticipées, menées pour le compte de clients, ou dans un but de couverture des risques de l'entité découlant des activités, actuelles ou anticipées, menées pour le compte de clients, par l'intermédiaire de salles de marché, d'unités, de divisions ou d'opérateurs de marché se consacrant spécifiquement à cette prise de positions et à cette réalisation de profit, y compris par l'intermédiaire de plateformes en ligne dédiées à la négociation pour compte propre.* » (EC, 2014)

et JP Morgan Chase. Pour rappel et en comparaison, la règle Volcker s'appliquait à toutes les banques indépendamment de leur importance systémique.

La Commission reprend également à son compte la proposition de filialisation d'une liste consistante d'activités de marché (dont opérations sur dérivés, titrisation, tenue de marché ...) au sein des groupes bancaires, applicable à toutes les banques couvertes par la directive systèmes de garantie des dépôts (*Deposit Guarantee Scheme Directive*). La décision de séparation serait basée sur des indicateurs définis par l'autorité bancaire européenne (EBA). Cette proposition est cependant sujette à plusieurs exemptions importantes à une séparation « automatique » des activités de marché : les banques auraient la possibilité de ne pas séparer leurs activités si elles sont en mesure de démontrer à leur superviseur que les risques associés peuvent être circonscrits par d'autres moyens ; l'article 21 permet également une dérogation dans le cas où une banque serait déjà sujette à une loi nationale de séparation des activités bancaires jugée équivalente aux dispositions européennes et adoptée avant janvier 2014 (**Howarth et Quaglia, 2016**).

Le tableau ci-dessous récapitule les caractéristiques des différentes propositions de réformes structurelles des banques abordées dans cette partie :

	Interdictions	Cloisonnement / Filialisation
Dodd-Frank (juillet 2010)	Interdiction du trading pour compte propre ; limitation de la participation à des <i>hedge funds</i> ; limitation du recours aux swaps. Applicable à toutes les banques.	
Rapport Vickers (2011) et Banking Reform Act (décembre 2013)		Cloisonnement assez strict des activités de détail au sein des groupes bancaires. Applicable aux banques dépassant un seuil de dépôts.
Rapport Liikanen (octobre 2012)		Filialisation des activités de marchés (dont trading pour compte propre, tenue de marché, financement des hedge funds...) Applicable aux banques dépassant un seuil d'activités de marché.
Lois bancaires française et allemande (juillet et août 2013)		Filialisation des activités de marchés (limitée) Applicable aux banques systémiques / dépassant un seuil d'activités de marché.
Banking Structural Reform (janvier 2014)	Interdiction du trading pour compte propre et des participations dans les <i>hedge funds</i> . Applicable aux banques systémiques / dépassant un seuil d'activités de marché.	Filialisation des activités de marchés (dont tenue de marché, financement des hedge funds...) Applicable aux banques dépassant un seuil. Dérogations possibles.

Tableau 23 : caractéristiques des différentes réformes structurelles bancaires

Bien loin de constituer un retour au *Glass-Steagall Act* à proprement parler, les différentes propositions de réformes des activités bancaires n'en demeurent pas moins d'une ampleur non négligeable – exception faite des réformes *a minima* engagées par la France et l'Allemagne. La proposition de la Commission, bien qu'en retrait par rapport aux propositions du rapport Liikanen (notamment par le caractère non obligatoire du cloisonnement), aurait eu pour conséquence une restructuration d'ampleur des grandes banques telles que Deutsche Bank ou BNP Paribas (**Howarth et Quaglia, 2016**). Comme pour la TTF, la mise à l'agenda de la séparation des activités bancaires témoigne de la « fenêtre d'opportunité » ouverte par la crise pour la mise en avant de proposition en rupture avec l'approche réglementaire néolibérale. Dans la partie qui suit, nous verrons comment,

dans ses formes les plus abouties, la séparation des activités bancaires constitue une mesure « de rupture ».

- **La séparation des activités bancaires : une remise en cause du modèle de banque universelle**

La proposition de réforme européenne de la structure des banques, présentée en janvier 2014 par la Commission européenne, se donnait pour principal objectif de « *prévenir le risque systémique, les difficultés financières ou la défaillance de grandes entités complexes et interconnectées du système financier, notamment d'établissements de crédit* ». (EC, 2014). La réforme devait s'appliquer, selon le commissaire au marché intérieur et aux services Michel Barnier, « *au faible nombre de banques qui sont trop importantes pour faire faillite, pour être secourues et pour organiser leur faillite* ». La Commission européenne justifiait notamment le cloisonnement des activités de marchés par la nécessité de s'attaquer à une des causes identifiées de la crise, à savoir « *les activités de marché et le trading excessifs* » (EC, 2012). En d'autres termes, la séparation des activités bancaires est une mesure macroprudentielle visant à maîtriser le risque systémique (Scialom, 2011), qui reviendrait à profondément restructurer les grandes banques universelles dont les activités de marché se sont considérablement développées ces dernières décennies. C'est en cela que la séparation des activités bancaires constitue une mesure « de rupture ».

Comme les autres réformes structurelles bancaires, la proposition de la Commission s'inscrit dans la nécessité de limiter l'exposition de « l'économie réelle » aux activités de marché, qui a été soulignée par le sommet du G20 de Pittsburgh (G20, 2009), qui a conduit à l'adoption de règle Volcker aux Etats-Unis, aux propositions de la commission Vickers au Royaume-Uni, et à celles du groupe Liikanen dans l'Union européenne (nous y reviendrons). Ces différentes considérations posent la question de la mise en commun, au sein du même groupe bancaire, des activités de détail d'une part, et des activités d'investissement tournées vers les marchés financiers. Le principe de séparation des activités bancaires peut être considéré comme une proposition « de rupture », dans la mesure où elle constitue une remise en cause du modèle de *market-based banking*, qui s'est imposé dans les années 2000 au sein de grandes banques universelles européennes ; et où elle s'inscrit dans une approche réglementaire bien distincte du paradigme néolibéral.

Dans la théorie économique, on trouve différentes justifications du succès du modèle de banque universelle (Labye, 2013). D'une part, les banques universelles bénéficieraient d'économies d'échelle : elles seraient d'autant plus efficaces du fait de leur volume d'activité élevé. En particulier leur taille élevée permettrait de diversifier les risques au niveau de son actif et ainsi d'accroître la qualité de son actif et la viabilité de la banque (Diamond, 1984). Ainsi, pour la Fédération bancaire française, « *la diversification au sein d'un groupe bancaire, tant sur le plan géographique qu'en termes d'activités, est*

un facteur de résilience plus que de fragilité » (FBF, 2013). Les banques bénéficieraient également d'économies d'envergure, en exploitant des synergies entre différentes activités (collecte de l'épargne, activités de marché, activités d'assurance...). Certaines activités leur permettent notamment de bénéficier d'information utiles dans le cadre d'autres activités (comme c'est le cas entre les activités de dépôts et celles de crédit – les premières permettant d'obtenir des informations sur la solvabilité d'un emprunteur). Pour Schmid et Walter (2009), les banques universelles bénéficient également d'économies d'envergure en réalisant des ventes croisées de produits à leur clientèle. A travers leur taille élevée, la diversification de la structure de leur bilan à l'actif comme au passif, et le recours à des activités de marché et à l'innovation financière (titrisation, produits dérivés), les banques universelles seraient ainsi plus rentables.

Une synergie tout particulièrement mise en avant par les tenants du modèle de banque universelle (et les détracteurs de la séparation des activités bancaires) est celle qui serait à l'œuvre entre les activités de dépôts et les activités de marché. Les banques universelles seraient mieux prémunies contre les crises, car elles disposeraient de ressource stable (les dépôts) leur permettant de réduire les conséquences d'une crise de liquidité interbancaire. Les dépôts constituent par ailleurs des ressources bon marché qui permettent aux banques d'abaisser leur coût de financement et d'être plus compétitives. En retour, les financements de marché, notamment sur les marchés monétaires, permettraient de financer davantage de crédit. Natixis (2011) affirme ainsi que le total des crédits des banques de la zone euro serait supérieur de 10% du montant des dépôts, laissant entendre que la différence étant financée par les activités de marché.

Les tenants d'une séparation des activités de marché, et en particulier la Commission européenne (2014), pointent à l'inverse les effets pervers de la coexistence des activités de détail et de marché au sein d'une même entité non séparée. A commencer par le risque que font peser les activités de marché, risquées par nature, sur les activités de détail qui constituent des infrastructures essentielles pour l'économie (notamment via le système des paiements et la gestion des dépôts). Les grandes banques universelles bénéficient, sur les marchés financiers, d'une subvention implicite dans la mesure où elles sont garanties, en cas de faillite, d'être renflouées par la puissance publique²⁴. Elles peuvent ainsi emprunter sur les marchés à des taux plus attractifs que ceux proposés aux banques de plus petite taille. Leurs créanciers savent en effet que, dans l'hypothèse où elles feraient faillite, ils n'auraient pas à en subir les coûts, l'État agissant en tant que garant ou payeur en dernier ressort. Cet avantage dont jouissent les banques systémiques pose doublement problème : il génère une concurrence déloyale au sein du système bancaire, puisque les petites banques « non systémiques »

²⁴ Selon le FMI, cette subvention implicite s'élève à 70 milliards de dollars pour les banques aux États-Unis et à 300 milliards de dollars pour la zone euro (IMF, 2014).

doivent se financer à des taux plus élevés que ceux proposés à leurs concurrentes de grande taille. Et il permet aux banques systémiques de contracter plus de dette pour financer des activités de plus en plus éloignées du financement de l'économie (**Plihon et Rousseaux, 2015**). Cela constitue un aléa moral qui peut favoriser des comportements risqués.

Les grandes banques universelles européennes ont largement investi les marchés financiers. **Hardie et Macartney (2016)** notent ainsi que les années 2000 n'ont pas vu la disparition du modèle bancaire continental au bénéfice d'un modèle de marché anglo-saxon ; mais une hybridation qui s'est caractérisé par la montée en puissance du *market-based banking* au sein des grandes banques universelles qui est concomitant du développement du *shadow banking*. Ainsi les banques européennes se sont tournées davantage vers les sources de financement de marché (**Jeffers et Plihon, 2013**). Ces nouvelles sources de financement ont contribué à la croissance exponentielle de leur bilan et de leur hors-bilan et en particulier de leurs activités de marché et de négociation de titres, remettant ainsi en cause, tout particulièrement dans le cas de la France et de l'Allemagne, la dichotomie entre système continental à dominante bancaire et système anglo-saxon à dominante de marchés financiers (**cf chapitre 3**).

Les activités de marché ont contribué à gonfler la taille des banques universelles, mais également leurs interconnexions avec les autres acteurs financiers et la complexité de leur bilan. Certaines banques universelles sont devenues des banques « systémiques », dans la mesure où leur faillite serait susceptible de mettre en péril des pans entiers du secteur financier. C'est pourquoi ces institutions sont « trop importantes pour faire faillite » (*too big to fail* – TBTF), les autorités publiques étant, en cas de faillite, contraintes d'intervenir pour empêcher un effondrement financier. C'est précisément ce qui s'est passé entre 2008 et 2010 dans de nombreux pays de l'Union européenne où les autorités ont été conduites à mettre en place des plans de sauvetage de nombreuses banques systémiques (**cf tableau 22**).

A la suite de la crise financière mondiale, le FSB établit annuellement, depuis 2011, une liste d'institutions financières d'importance systémique mondiale (*Global Systemically Important Financial Institutions* – GSIFIs). L'autorité bancaire européenne (EBA) établit également annuellement une liste de banques européennes systémiques, selon des critères plus larges, depuis décembre 2013. Les GSIFIs font notamment l'objet, dans le cadre de l'accord de Bâle III, d'une exigence supplémentaire de capital réglementaire en contrepartie de l'aléa moral lié au caractère TBTF de ces institutions – et donc des garanties et subventions implicites dont elles bénéficient. Les réformes de séparation des activités bancaires, même partielles, visent à compléter les mesures prises en termes de surcharge de capital réglementaire, ces dernières étant jugées insuffisantes pour juguler le risque systémique. Elles visent

ainsi à isoler les activités de banque commerciale et le système de paiement des banques, infrastructures essentielles pour l'économie, d'autres activités de marché plus risquées (**Molyneux 2017**). Une telle séparation constitue une remise en cause drastique du modèle d'affaires des banques universelles qui ont largement investi les activités de marché ces dernières décennies. En supprimant les garanties implicites dont bénéficie la banque de marché, la séparation des activités bancaires contribuerait par ailleurs à réduire l'extension du *shadow banking* (**Scialom et Tadjeddine, 2014**).

En tant que mesure macroprudentielle visant à maîtriser le risque systémique, la séparation des activités bancaires représente par ailleurs une remise en cause du paradigme de réglementation néolibéral reposant sur le principe d'efficacité des marchés. Pour **Aglietta (2011)**, la réalisation du risque systémique désigne « *un échec généralisé de coordination par les marchés financiers* », une situation « *dans laquelle les réponses rationnelles des agents individuels au stress financier qu'ils subissent, bien loin de conduire à un ajustement des marchés, sont étroitement corrélées et font empirer les pertes de tous* ». Le risque systémique, par définition endogène, ne peut pas exister dans le cadre de l'hypothèse d'efficacité des marchés, où la somme des décisions individuelles et rationnelles des investisseurs conduit forcément à un équilibre. C'est la raison pour laquelle, dans le cadre du paradigme de réglementation néolibéral, la réglementation prudentielle prend majoritairement une dimension microprudentielle. Elle vise à assurer que s'applique, à chaque acteur pris individuellement, la discipline de marché. À l'inverse, la prise en compte du risque systémique appelle des politiques qui prennent en compte les évolutions du système financier dans son ensemble et notamment les réseaux d'interdépendances entre les acteurs financiers.

La politique macroprudentielle constitue, à certains égards, une réactualisation des principes de réglementation keynésiens. Pour **Keynes (1936)**, les activités de marché risquées pouvaient être prises en charge par des investisseurs privés à condition qu'ils soient en mesure d'assumer les conséquences de leurs paris. Mais la puissance publique devait intervenir lorsque les activités financières, caractérisées par une incertitude radicale, menaçaient d'imposer des coûts majeurs à la société. Le *Glass-Steagall Act* trouvait ainsi sa justification dans la nécessité d'une intervention publique pour protéger les épargnants et constituer un système bancaire sûr (**cf chapitre 1**).

Bien qu'elle ait été adoptée avant la publication de la *théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, la séparation des activités bancaires qu'il met en œuvre s'avère, rétrospectivement, tout à fait conforme à la pensée keynésienne. L'autre dimension de la séparation des activités bancaires qui rattache la mesure au paradigme de réglementation keynésien est sa dimension prohibitive (ou discrétionnaire) plutôt qu'incitative. Conformément à la typologie adoptée dans le premier chapitre, la séparation des activités bancaires relève d'une réglementation de type *command and control*. Ce

mode de réglementation associé au paradigme keynésien consiste à imposer, de manière verticale et par la force de la loi, des dispositions d'intérêt public pour répondre à des défaillances de marché.

Si les réformes de structure des banques prises après 2008 s'avèrent, dans leurs modalités concrètes, différentes à plusieurs égards du *Glass-Steagall Act*, toujours est-il qu'elles relèvent au moins d'objectifs similaires, à savoir « *réduire le risque systémique, mieux protéger les déposants, et limiter le recours à des plans de sauvetage publics* » (FSB, 2014). Ces réformes se distinguent du paradigme de réglementation néolibéral et peuvent, au contraire, être rapprochée d'un paradigme keynésien. Le tableau ci-dessous récapitule les conceptions du risque, du risque systémique, des banques universelles et des stratégies réglementaires dans les conceptions néolibérale et keynésienne.

	Conception néolibérale	Conception keynésienne
Conception du risque	Le risque est mesurable et peut être contenu/maîtrisé par le marché.	Il existe une incertitude radicale sur les marchés financiers.
Interconnexion et risque systémique	La complexité des agencements dans le secteur financier contribue à la diversification et à la gestion du risque	Il existe un risque systémique qui échappe aux modèles probabilistes de calcul des risques.
Banques universelles	Les banques universelles sont plus efficaces économiquement (économies d'échelle et d'envergure) et plus stables.	Au sein d'une même banque, les activités de marché risquées peuvent être une menace pour les activités de détail.
Stratégie réglementaire	Développer la transparence, et de meilleures méthodes de calcul du risque (y compris via les innovations financières).	Imposer des limites strictes aux prises de risque (séparation des activités, interdictions de produits financiers complexes...)

Tableau 24 : deux conceptions du risque et des stratégies réglementaires

Alors que la plupart des mesures du programme de réformes financières de l'UE après la crise de 2008 sont basées essentiellement sur des mesures visant à améliorer la transparence des marchés et donc leur efficacité supposée (cf chapitre 2) ; les propositions de séparation des activités bancaires

réactualisent à certains égards une conception keynésienne de la réglementation et remettent en cause le modèle de *market-based banking* adopté par les grandes banques universelles européennes. Cela explique l'intensité du débat réglementaire qu'a suscité la mise à l'agenda de ces réformes au plan national. Nous y reviendrons dans la partie suivante, afin de rendre compte comment la crise a ouvert une « fenêtre d'opportunité » en faisant de la question des réformes bancaires un sujet majeur ; et comment les coalitions réglementaires ont répondu aux propositions de réforme de séparation dans la diversité des situations nationales au Royaume-Uni, en France et en l'Allemagne

4.2.2. Diversité de la mobilisation du secteur bancaire contre les projets de séparation des activités bancaires et des sélectivités nationales

Une des particularités du cas de la réforme structurelle des banques proposée par la Commission européenne en janvier 2014 est qu'elle avait été précédée, au Royaume-Uni, en Allemagne et en France, de trois réformes aux contours relativement différents. Les processus qui ont mené à ces réformes sont intéressants à étudier car ils permettent de rendre compte de la diversité des situations nationales et de l'efficacité à géométrie variable de la mobilisation des coalitions nationales en matière de réglementation financière.

- **Le rapport Vickers et le Banking Reform Act et la mobilisation en ordre dispersé du secteur bancaire britannique**

Comme indiqué précédemment, la crise financière mondiale a sévèrement affecté le secteur financier britannique, et le Royaume-Uni est le pays de l'Union européenne qui a le plus massivement soutenu ses institutions financières à travers des injections de capital, des prêts et des garanties, et des mesures de sauvetage des actifs. En particulier, les injections de capital ont atteint près d'un tiers du total pour l'ensemble des pays de l'Union européenne. Elles ont permis le sauvetage de deux banques systémiques, Royal Bank of Scotland (RBS) et Lloyds (**cf tableau 22**).

La crise financière mondiale et le sauvetage des institutions financières britanniques ont contribué à accroître les inquiétudes du grand public quant au climat économique. Un sondage mené sur une large période indiquait que l'état de l'économie était cité comme la question la plus importante dans 10% des cas en 2007, 40% en 2008, 58% en 2009 et jusqu'à 71% en mai 2010 (**Ganderson, 2018**). Dans ce contexte, et en vue des élections générales de mai 2010, les libéraux-démocrates et leur dirigeant Nick Clegg vont contribuer à pousser l'idée d'une réforme structurelle du secteur bancaire, affirmant dans leur manifeste que « *seuls les libéraux-démocrates vont séparer les banques* » et plus précisément « *établir une séparation claire entre les activités bancaires de détail à faible risque et les activités d'investissement à haut risque* » (**Liberal Democrats, 2010**). Le numéro 2 du parti, Vince Cable, appelait quant à lui ni plus ni moins à un Glass-Steagall version britannique (**BBC News, 2010**).

Les élections générales vont mener à la formation d'une coalition entre conservateurs et libéraux démocrates, au sein de laquelle Vince Cable va jouer un rôle important pour pousser à la mise en œuvre d'une séparation des activités bancaires (**Ganderson, 2018**). Le nouveau chancelier de l'échiquier, George Osborne n'était pas hostile au principe d'une réforme structurelle, partagé entre l'idée qu'une réglementation adéquate permettrait de renforcer la réputation de Londres comme centre financier de premier plan ; et le risque qu'une mesure unilatérale ne nuise à la compétitivité de l'économie britannique et de la City. Afin d'examiner la faisabilité d'une telle mesure, une proposition faisant consensus était de mettre en place une commission indépendante (Independent Commission on Banking – ICB) fonctionnant de manière autonome, et présidée par John Vickers, ancien chef économiste de la *Bank of England* et universitaire respecté. La commission comptait également Martin Wolf, économiste pour le *Financial Times* ; Claire Spottiswoode, qui avait supervisé, en tant que directrice générale de l'organisme de régulation Ofgas la séparation et privatisation de l'industrie pétrolière britannique ; Martin Taylor, ancien directeur général de Barclays ; et Bill Winters ancien dirigeant de JPMorgan et membre de l'*Institute of International Finance*.

L'ICB a travaillé de juin 2010 à septembre 2011 afin de produire le rapport Vickers. Elle a fonctionné comme « *un mécanisme de filtrage très efficace des éléments de communication de l'industrie* » (**James, 2017**). Les membres de la commission, compétents et relativement indépendants, étaient en effet à même de mettre à jour les exagérations et inexactitudes du secteur bancaire. Suite à la publication du rapport Vickers en septembre 2011, le processus de réforme bancaire a été pris en charge par le *Treasury*. Selon Scott James, plusieurs raisons expliquent à partir de ce moment le moindre « filtrage » des demandes de l'industrie – ou en d'autres termes la différence de sélectivité institutionnelle : les rencontres avec les représentants des banques étaient moins structurées et plus informelles que lors des auditions de l'ICB. Les banques étaient, dès lors, mieux en mesure d'exploiter leurs contacts réguliers et relations au sein de l'administration pour amender la réforme. Le processus réglementaire était par ailleurs moins autonome vis-à-vis des représentants élus, auprès desquels les banques disposaient d'une plus grande influence que cela n'était le cas vis-à-vis des membres de l'ICB ; enfin le manque de ressources et d'expertise des fonctionnaires du *Treasury* les rendaient plus dépendant des informations du secteur bancaire, et moins capables d'évaluer leur crédibilité.

Si le cadre institutionnel du processus réglementaire devenait plus favorable au secteur bancaire avec la prise en main du projet de loi bancaire par le *Treasury* à partir de septembre 2011, d'autres facteurs ont joué en défaveur d'une mobilisation massive du secteur bancaire. D'une part, la crédibilité des banques britanniques était sérieusement remise en cause. C'est particulièrement le cas de Barclays et RBS, les deux banques universelles potentiellement les plus affectées par la séparation des activités de détail. La crédibilité de RBS, qui avait été renflouée après la crise, était suffisamment affaiblie pour que

les dirigeants de la banque, qui avaient commandité des travaux de recherche sur les coûts du cloisonnement, décidèrent finalement de ne pas attaquer publiquement le projet de réforme. Barclays n'avait pas été renflouée après la crise ; mais elle fut rattrapée en 2012 par le scandale de la manipulation du Libor. Bien qu'à l'origine très critique du projet de réforme bancaire, la banque est rapidement devenue inaudible dans le processus réglementaire, du fait des dommages importants occasionnés à sa réputation. Le scandale du Libor a également eu des conséquences désastreuses pour la réputation et la crédibilité de la British Bankers' Association (BBA) également impliquée. Afin d'influer sur le processus réglementaire, RBS et de Barclays furent contraintes de se tourner vers des instances de représentation plus large du secteur privé, comme la Confederation of British Industry (CBI). Cette dernière, plus crédible aux yeux du gouvernement, parvint à obtenir d'importantes concessions, comme un délai de mise en œuvre courant jusqu'à 2019 ; ainsi qu'un élargissement des produits financiers, notamment des dérivés simples, pouvant être employés par les banques de détail « cloisonnées ». Lloyds, la seconde banque ayant été renflouée par le gouvernement, choisit quant à elle une stratégie « accommodante » à l'égard des pouvoirs publics, de sorte qu'elle fut la seule banque à s'annoncer favorable à la réforme bancaire **(James, 2017)**.

Un second facteur a joué en défaveur d'une mobilisation massive du secteur bancaire : les banques britanniques se présentaient en ordre dispersé. Toutes n'étaient pas touchées de manière similaire par le projet de réforme bancaire. En tant que banque essentiellement tournée vers les activités de détail, Santander était peu impactée par la réforme. Standard Chartered était potentiellement affectée et bénéficiait d'une voix « crédible » auprès des régulateurs ; elle parvint ainsi à obtenir une concession sous la forme d'un seuil de dépôts qui lui permettait de ne pas être affectée par le cloisonnement de ses activités de détail. Cela la dissuada de s'opposer davantage au projet de réforme. HSBC, enfin, était touchée par la réforme surtout du fait des nouvelles exigences de capital s'appliquant à l'échelle de l'ensemble du groupe pour l'absorption des pertes ; une mesure qui posait problème, compte tenu de l'importance de ses actifs à l'étranger. La banque s'opposa frontalement à cette mesure, en lançant d'une part une étude interne sur la faisabilité d'un déplacement de son siège social à Hong-Kong, et d'autre part en commanditant des travaux de recherche très pointus démontrant le caractère « à part » du modèle d'affaires de la banque britannique. Finalement, elle obtint une concession de la part du gouvernement et ne fut pas non plus incitée à poursuivre davantage son opposition à la réforme **(James, 2017)**.

Plusieurs facteurs ont ainsi joué qui ont contribué à ce que la réforme bancaire britannique soit menée à bien. Le premier est la saillance importante de la question de séparation des activités bancaires, qui est la résultante des coûts considérables imposés par la crise aux contribuables britanniques, et qui a permis la mise à l'agenda de la réforme. Le second est la relative désunion au sein du secteur bancaire

face à la réforme, qui est également, en grande partie, la conséquence de la crise financière mondiale. Comme nous le verrons dans la partie suivante, des conditions différentes, dans le cas français, ont conduit à un résultat bien différent.

- **La loi bancaire française « sous la dictée » des banques françaises**

Dans leur réponse à la consultation organisée en 2012 par le groupe d'experts de haut niveau présidé par Erkki Liikanen, les banques françaises se vantent de n'avoir imposé aucun coût direct à l'Etat français suite à la crise financière mondiale. C'est pourtant loin d'avoir été le cas, puisque le seul sauvetage de Dexia a coûté 6,6 milliards d'euros aux contribuables selon la Cour des Comptes. Les banques françaises ont également coûté de l'argent aux contribuables étrangers : la Société générale s'est vu verser 11,9 milliards de dollars par les contribuables américains, BNP Paribas et Crédit Agricole ont reçu respectivement 4,9 et 2,3 milliards de dollars lors du sauvetage du numéro un mondial de l'assurance AIG (**Plihon et Rousseaux, 2014**). Ces chiffres ne comprennent pas le coût indirect lié à la chute de l'activité et à la montée du chômage, causées par la crise financière. En particulier, la crise a eu pour conséquence une baisse relative des activités de détail (et notamment du crédit bancaire) pour compenser les pertes liées aux activités de marché (**Banque de France, 2012**).

En 2012, avec la crise de la dette souveraine, les craintes étaient toujours à l'ordre du jour quant à la solidité des banques françaises, compte tenu de leur taille importante et de leur complexité, ainsi que de leur dépendance aux financements de marché. D'autant que leur rentabilité était affectée par leurs activités en lien avec les pays de la périphérie de la zone euro (**IMF, 2012**). La dégradation des notations de la BNP Paribas et de la Société Générale, fin 2011, a contribué à accroître le coût des activités de dérivés, fortement investies par les banques françaises. La question se posait donc d'une éventuelle remise en cause du modèle de banque universelle au nom de la stabilité financière et de l'impact préjudiciable des activités de marché sur les activités des détails. Un sondage international témoignait par ailleurs de la méfiance du grand public à l'égard des institutions financières et des banques : fin 2012, seuls 32% des Français affirmaient avoir confiance dans les banques et institutions financières nationales (**Gallup, 2013**).

En France, la coalition bancaire emmenée par la Fédération bancaire française (FBF) s'est cependant mobilisée dès l'automne 2011, avant même l'élection de François Hollande et la publication du rapport Liikanen, afin de se prémunir contre une véritable réforme de séparation des activités bancaires. Anticipant une possible victoire du Parti socialiste à l'élection présidentielle de mai 2012, les patrons de trois grandes banques françaises, Baudouin Prot (BNP Paribas), Frédéric Oudéa (Société Générale) et François Pérol (BPCE) – invitent à dîner une quinzaine d'élus du Parti socialiste fin novembre 2011 afin de les convaincre des avantages du modèle de banque universelle (**L'Expansion, 2012**). D'autres

rendez-vous sont pris pendant la campagne avec des responsables socialistes. Néanmoins la partie semble mal engagée : le candidat affiche dans son programme l'engagement de « séparation des activités bancaires de crédit et des opérations spéculatives ». Une mesure suggérée par le comité de vigilance et d'analyse économique (Vigi-éco), un think-tank fondé de manière *ad hoc* par François Hollande au moment de sa nomination comme candidat par le Parti socialiste. Lors d'un séminaire organisé par Vigi-éco, Jean Peyrelevade, ancien patron du Crédit Lyonnais, affirmait ainsi la nécessité d'une séparation complète des activités bancaires, bien au-delà des propositions du rapport Vickers **(La Tribune, 2012)**.

Une fois élu, François Hollande charge le ministre des finances Pierre Moscovici d'établir le détail de la proposition de loi de séparation des activités bancaires. Le processus est lancé en juillet 2012, sous le contrôle du Conseil de régulation financière et du risque systémique (COFRERIS, désormais Haut Conseil de stabilité financière). Les membres de droit de cette instance sont alors le ministre des finances (Pierre Moscovici), le gouverneur de la Banque de France et président de l'Autorité de contrôle prudentiel (Christian Noyer), assisté de son vice-président (Jean-Philippe Thierry, ancien patron d'Allianz France), le président de l'Autorité des marchés financiers (Gérard Rameix, haut fonctionnaire et ancien dirigeant directeur de la banque Hottinguer) et le président de l'Autorité des normes comptables (Jérôme Haas, haut fonctionnaire). Parmi les trois personnalités qualifiées « indépendantes », on compte Jean-François Lepetit, membre du Conseil d'administration de BNP Paribas, et Jacques de Larosière, ancien directeur général du FMI, ex-gouverneur de la Banque de France et président du *think tank* Eurofi, dont sont membres BNP, la Société générale, le Crédit agricole, BPCE ou encore Goldman Sachs, HSBC et UBS. Les débats au sein du COFRERIS vont rapidement se focaliser sur les effets potentiels des réformes de séparation sur la compétitivité des banques universelles françaises (notamment au plan européen suite à la publication du rapport Liikanen en octobre 2012). Un membre du COFRERIS expliquera a posteriori : « *Il est de notoriété publique que la FBF et la Banque de France ont convaincu le Trésor et Bercy de faire une réforme a minima sur le volet séparation* » **(L'Expansion, 2012)**.

Lors de la présentation du projet de réforme de séparation des activités bancaires, en deçà de tous les projets existants (cf partie précédente), Pierre Moscovici et Christian Noyer se défendront de formuler des propositions « a minima ». Pour le premier, une séparation plus stricte aurait été « *un cadeau aux banques anglo-saxonnes* ». Et de préciser : « *Nous devons protéger les intérêts de Paris comme centre financier* ». Le gouverneur de la Banque de France, brandira également la menace de la concurrence étrangère : « *L'Etat français se serait retrouvé seul à seul avec les grandes banques de Wall Street pour placer sa dette. Les entreprises ne trouveraient que des banques de Wall Street pour financer leurs opérations.* » **(Financial Times, 2012)** Outre la menace des banques anglo-saxonnes, Pierre Moscovici

reprend un autre argument de la FBF, celui de la menace qui pèserait sur les 400 000 emplois dans le secteur bancaire, du fait des restructurations qui seraient occasionnées par une séparation trop stricte. Mais les efforts de la FBF ne sont pas dirigés uniquement vers le ministère des finances. Pendant le processus législatif, les parlementaires sont également ciblés et la FBF organise des déjeuners avec la Commission des Finances de l'Assemblée nationale (**L'Expansion, 2012**). Cette dernière organise seulement une dizaine d'auditions (contre plus de 180 pour la commission Vickers). Parmi les « experts » auditionnés, seuls trois sont favorables à une réelle séparation des activités bancaires (les économistes Laurence Scialom et Jean-Paul Jollin, et Thierry Philipponnat, ancien banquier et ex-secrétaire général de l'ONG Finance Watch). A défaut de convaincre ses détracteurs, le projet de loi bancaire français servira à bien des égards « d'exemple » pour le projet de loi bancaire allemande.

- **La loi bancaire allemande dans le sillon de la loi française**

Le secteur bancaire allemand a été davantage frappé par la crise financière mondiale que ne l'ont été les banques françaises : il figure même parmi les plus touchés au monde en termes de perte de valeur d'actifs. Deutsche Bank, Dresdner Bank, HypoVereinsbank et Commerzbank ont connu des pertes importantes, mais également les banques régionales (*Landesbanken*) (**Hardie et Macartney, 2016**). Avec un total de 296,3 milliards mobilisés pour le sauvetage de ses institutions financières, l'Allemagne est le second pays de l'Union européenne qui est le plus massivement intervenu après le Royaume-Uni (**cf tableau 22**). Ces chiffres ne prennent pas en compte le fait que certains Länder aient agi comme prêteur en dernier ressort, ni les termes relativement généreux du plan de sauvetage allemand, qui a conduit à des pertes substantielles pour le gouvernement fédéral. Le point faible des banques allemandes résidait en partie, comme ailleurs, dans la dépendance aux financements de marché ; mais les pertes s'expliquent surtout par celles liées à leurs activités de négociations sur des actifs toxiques (comme les *subprime* US). Ces pertes ont eu un impact important et de long terme sur l'opinion publique, d'autant plus que les banques régionales bénéficiaient de garanties publiques qui leur permettaient de s'endetter à bas coût. Fin 2012, selon un sondage international seuls 38% des allemands affirmaient avoir confiance dans les banques et institutions financière allemandes (**Gallup, 2013**).

Cependant, paradoxalement, la crise n'a pas eu d'impact majeurs en termes d'offre de crédit bancaire, dans la mesure où une part importante des banques allemandes relevait d'un modèle plus traditionnel, moins dépendant des financements de marchés, ou reposant sur des obligations sécurisées (*Pfandbriefe*) ; la hausse du crédit bancaire par les banques coopératives et d'épargne a été en mesure de compenser les effets de la crise (**Hardie and Howarth, 2013**). En 2012, comme en France, les inquiétudes concernant le secteur bancaire étaient cependant toujours d'actualité, du fait de

l'exposition des banques allemandes à la dette des pays du Sud de l'Europe tel que l'Italie et l'Espagne ainsi qu'à des produits titrisés de type ABS (*asset-backed securities*) dont la qualité de crédit était mise en cause (**Hardie et Macartney, 2016**). Ces inquiétudes ont alimenté la méfiance du public à l'égard des banques, et posé la question de réformes à même d'imposer un changement de modèle d'affaire pour les *Landesbanken* et d'internaliser les risques pris par les grandes banques actives sur les marchés financiers, essentiellement la Deutsche Bank.

Le débat sur la séparation des activités bancaires va être lancé en Allemagne, un mois avant la publication du rapport Liikanen et un an avant les élections générales, par un rapport du candidat social-démocrate (SDP) Peer Steinbrück en septembre 2012 intitulé « *Domestiquer les marchés financiers* ». Le rapport s'inspire des propositions de la commission Vickers, avec un cloisonnement assez strict entre les activités de détail et les activités de marché. Peu après la publication du rapport Liikanen en octobre, la Deutsche Bank publiait sa réponse aux propositions de Peer Steinbrück et du groupe d'experts européen sous la forme d'un rapport intitulé « *Banques universelles : optimales pour les clients et la stabilité financière* » et sous-titré « *Pourquoi ce serait une erreur de les séparer* ». Avec à la clé une analyse comparative des bilans des grandes banques visant à démontrer l'inutilité voire la dangerosité d'une séparation des activités bancaires. Selon le témoignage d'un membre de l'autorité fédérale allemande de supervision financière (BaFin), rapporté par **Ganderson (2018)**, ces éléments ont « *certainement été communiqués au plus haut niveau du gouvernement* » et notamment auprès du ministre Schaüble.

L'initiative de Steinbrück, et la publication du rapport Liikanen puis du projet de loi bancaire française en décembre vont inciter le gouvernement Merkel à prendre également rapidement l'initiative, sans passer par la mise en place d'une commission d'experts ou de mécanisme de consultation. Les pressions de la Deutsche Bank semblent avoir porté leur fruit puisque les propositions, présentées en février 2013 puis adoptées en juillet, vont s'inspirer de l'approche de séparation *a minima* adoptée par la France, à laquelle s'ajoutent des mesures pénales pour les banquiers responsables de fraude. Il s'agissait d'une initiative défensive visant en particulier à éviter, selon **Hardie and Macartney (2016)**, une séparation des activités de tenue de marché. Une telle mesure n'aurait pas seulement affecté la Deutsche Bank, alors déjà en difficulté dans le cadre de la crise de la dette souveraine ; mais également les banques coopératives et d'épargne allemandes dans le cadre des réseaux financiers où elles s'inscrivent, et où des institutions centrales (comme DZ Bank pour le secteur coopératif ou le groupe DSGV pour les caisses d'épargne) prenant en charge certaines opérations financières auraient été impactées par une séparation (**EACB, 2013 ; ESBG, 2013**).

Le caractère « défensif » de la loi allemande va être révélé de manière explicite à l'occasion de la publication en septembre 2014, par le *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ) d'un mémo du ministère des finances allemand expliquant qu'une des dispositions de la loi allemande (la séparation des activités de crédit aux *hedge funds*) n'était plus nécessaire dans la mesure où elle ne figurerait probablement pas dans les dispositions européennes alors encore en cours de discussion. Le memo propose ainsi d'adopter la loi en supprimant cette disposition ce qui montrerait, selon le FAZ, que le ministre des finances serait attentif aux attentes de la Deutsche Bank. D'une manière générale, compte tenu du blocage des négociations européennes à partir de 2014, la banque allemande s'est mobilisée auprès du gouvernement pour obtenir des concessions sur la loi allemande. Elle a ainsi obtenu une extension de la date limite pour la mise en conformité de juillet 2015 à juillet 2017 ; l'amendement concernant la suppression des dispositions concernant les activités de crédit avec les *hedge funds* a cependant été bloqué par le Bundestag, notamment par les députés sociaux-démocrates (SDP).

Les réformes de séparation des activités bancaires engagées en Allemagne, en France et au Royaume-Uni témoignent ainsi de trois situations nationales diverses. Dans la partie qui suit, nous nous intéresserons plus particulièrement aux débats réglementaires à l'échelle européenne autour du projet de règlement de la Commission européenne ; et nous verrons notamment comment les lois bancaires allemande et française vont avoir un rôle important dans le processus de négociation à l'échelle européenne.

4.2.3. La remise en cause du projet de séparation européenne des activités bancaires : la mobilisation des banques européennes et le blocage franco-allemand

Lorsque la Commission publie son projet de réforme structurelle des banques en janvier 2014, la question de la séparation des activités bancaires a déjà été largement débattue au plan européen (autour des travaux du groupe Liikanen, qui a notamment fait l'objet de deux consultations publiques) et à l'échelle nationale en particulier au Royaume-Uni, en France et en Allemagne (**cf partie précédente**). Le projet de la Commission va faire l'objet d'une critique frontale de la part des grandes banques européennes ; mais c'est surtout l'opposition des autorités franco-allemandes, en particulier au sein du Conseil de l'UE et au Parlement européen, qui va contribuer à bloquer les négociations.

La consultation publique organisée par la Commission européenne entre mai et juillet 2013, en amont de la présentation de son projet, témoigne des positions en présence. Les réponses à cette consultation rendent compte de la mobilisation et de l'hégémonie de la **coalition continentale**, rassemblant des soutiens bien au-delà du seul secteur bancaire, à l'échelle européenne contre la proposition de séparation. Elles montrent également comment certains Etats membres, au premier rang desquels la France et l'Allemagne, ont endossé les arguments de la coalition bancaire. En

définitive, le processus réglementaire du projet de séparation à l'échelle européenne, au Conseil et au Parlement européen, illustre l'importance des logiques nationales dans la décision finale et l'abandon de la réforme.

- **La mobilisation des banques universelles à l'échelle européenne**

Sans surprise, les **grandes banques universelles** se sont majoritairement exprimées de manière critique à l'égard du projet de la Commission européenne en matière de réforme structurelle des banques. Les arguments développés portent essentiellement sur la supériorité du modèle de banque universelle, en termes d'efficacité économique et de stabilité financière ; sur l'utilité des activités de marché pour le financement de l'économie « réelle », en particulier s'agissant des activités de tenue de marché ou de couverture (*hedging*) ; et sur les coûts jugés considérables d'une réforme sur le reste de l'économie.

Les banques françaises se sont essentiellement exprimées par la voix de la Fédération bancaire française (FBF), à l'exception du Crédit Agricole et de BPCE qui ont également répondu à titre individuel. La réponse de la FBF à la consultation de la Commission note « *qu'il n'y a pas de preuve que la complexité d'un groupe bancaire est un facteur de faillite* » et que « *la diversification au sein d'un groupe bancaire, tant sur le plan géographique qu'en termes d'activités, est au contraire un facteur de résilience plus que de fragilité* » (**FBF, 2013**). Pour le Crédit Agricole, « *les grandes banques universelles ont globalement montré leur résilience pendant la crise, principalement grâce à leur structure de risque et de financement diversifiée.* » (**Crédit Agricole, 2013**) Pour la banque française, ce modèle est avantageux pour le client et permet d'offrir des « *solutions de financement efficaces* », une « *diversification du risque* » ainsi qu'une « *gestion et une allocation plus efficace de la liquidité et du capital* ». La FBF insiste également sur les « *avantages économiques du modèle bancaire intégré* », et sur l'utilité des activités de marché.

A commencer par la tenue de marché, qui « *ne relève pas de la spéculation* » mais « *garantit la liquidité des titres des investisseurs* » et « *ne peut être séparé de l'émission de titre* » (*underwriting*). La FBF souhaite également, au titre de leur utilité pour l'économie « réelle », que les opérations de couverture (via produits dérivés) soient préservées ainsi que les opérations de capital-risque. Elle insiste sur le fait qu'en cas de séparation, la filiale de marché se verrait occasionner des coûts de financement bien plus élevés (du fait d'une notation moindre) ce qui aurait pour conséquence de nuire à la compétitivité des banques d'investissement européennes et de favoriser la concurrence étrangère, au risque d'accroître la dépendance des économies européennes à des institutions non-européennes pour la fourniture de services financiers, de crédit, de liquidité et de couverture.

Ainsi les banques seraient pénalisées, mais également leurs clients, à travers notamment une limitation des options en termes de gestion du risque et un coût accru des services financiers, frappant particulièrement les PME. Ainsi, pour conclure ce tableau particulièrement noir « *en allant contre l'essence même du modèle de banque universelle, nous considérons que la séparation des activités bancaires mènerait à une destruction de valeur d'ampleur dans le système bancaire, et une réduction significative de la capacité des banques à financer l'économie européenne de manière efficace et rapide.* » **(FBF, 2013)** Un argumentaire repris par le Crédit Agricole qui évoque « *les conséquences macro-économiques potentiellement très dommageables pour l'économie européenne* » et le risque de voir les banques d'investissement européennes « *sortir du marché* » sous le coup de la concurrence étrangère.

Les banques allemandes ne sont pas en reste. Selon la réponse à la consultation de la Commission de la Deutsche Bank, les banques universelles disposent de notations favorables et de financements bon marché non pas du fait de la garantie des dépôts dont elles bénéficient, mais d'un « *modèle d'affaires diversifié* » et d'une meilleure gestion (centralisée) du risque au sein du groupe intégré. La séparation des activités bancaires reviendrait à accroître les coûts de financement, occasionner d'importants coûts opérationnels de restructuration, des exigences de capital supplémentaires pour la filiale de marché, et conduire en définitive à une contraction de l'offre de crédit, de tenue de marché et de gestion du risque. Le tout au détriment de « *l'économie réelle* », des clients et des investisseurs, soit « *les entreprises, les assurances, les fonds de pension, les gestionnaires de fonds qui ont tous besoin d'un large éventail de services de tenue de marché, de gestion du risque, et d'autres produits bancaires et dont les exigences sont actuellement satisfaites au coût le plus bas possible par un seul fournisseur.* » **(Deutsche Bank, 2013)**

Les banques allemandes – mise à part la Deutsche Bank – ont fait le choix de répondre à la consultation de la Commission à travers la seule voix du Comité de l'industrie bancaire allemande (*Deutsche Kreditwirtschaft - DK*) qui rassemble les cinq associations bancaires sectorielles, pour les banques coopératives (*Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken*), les banques privées (*Bundesverband deutscher Banken*), les banques publiques (*Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands*), les banques d'épargne (*Deutscher Sparkassen- und Giroverband*) et les banques de prêt hypothécaire (*Verband deutscher Pfandbriefbanken*). Malgré les différents modèles d'affaire bancaires représentés par les cinq associations sectorielles, le DK s'accorde pour défendre le modèle de banque universelle : « *Il n'existe pas de preuve empirique selon laquelle les systèmes bancaires séparés seraient plus stable, en cas de crise, que le système de banque universelle* » **(DK, 2013)**.

Il insiste par ailleurs sur les « *relations symbiotiques entre le secteur bancaire et l'économie réelle* » et note qu'en plus du crédit bancaire de long-terme, « *les entreprises allemandes, de taille moyenne et orientées vers l'export, ont besoin de produits financiers pour la finance d'entreprise et le négoce international, c'est-à-dire toute la gamme des services bancaires d'investissement* ». Et notamment s'agissant des émissions de titres, de la tenue de marché (notamment pour les obligations sécurisées) ou de la couverture par dérivés. Le DK insiste également sur l'utilité des instruments des marchés monétaires tels que les repos et prêts de titres, qui doivent selon lui échapper à la séparation, du fait de leur utilité en tant que mécanisme de transmission de la politique monétaire et en termes de gestion des liquidités pour l'ensemble des entreprises européennes.

Les arguments des banques allemandes sont similaires à ceux de leurs homologues françaises : des banques d'investissement séparées ne seraient pas rentables ; le coût de la séparation reposerait en définitive sur l'ensemble de l'économie notamment via la hausse des coûts des services financiers et la restriction de l'offre. Le DK cite à cet égard une déclaration commune signée le 15 janvier 2013 par la confédération patronale allemande (*Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände*), la fédération des industries allemandes (*Bundesverband der Deutschen Industrie*), l'association allemande des chambres de commerce et d'industrie (*Deutscher Industrie- und Handelstag*) et la confédération des artisans (*Zentralverband des Deutschen Handwerks*), ainsi que les cinq associations sectorielles bancaires, pour la défense du système de banque universelle. A noter que, dans le cadre de la consultation de la Commission, les banques peuvent également compter sur le soutien de l'Association française des entreprises privées (AFEP) et de la Confederation of British Industry (CBI) qui affirment toutes deux leur attachement au modèle de banque universelle **(AFEP, 2013 ; CBI, 2013)**.

La réponse des banques allemandes constitue ainsi un vibrant plaidoyer pour la défense des banques universelles « *profondément enracinées dans les traditions économiques de l'Europe continentale* » et contribuant à « *stabiliser le système financier* » **(DK, 2013)**. Cette position n'est pas sans rappeler que les premières banques universelles sont nées en Allemagne au 19^{ème} siècle (c'est notamment le cas de la Deutsche Bank) et ont grandement contribué à assister les entreprises allemandes dans leur expansion internationale. Le comité des banques allemandes note également que la séparation des activités bancaires serait incompatible avec le modèle des banques d'épargne et banques coopératives allemandes, dont la plupart sont spécialisées dans les activités de dépôts, mais entretiennent des liens avec des institutions centrales qui leur fournissent des services financiers (comme DZ Bank pour le secteur coopératif ou le groupe DSGV pour les caisses d'épargne).

Cela explique également le positionnement des associations sectorielles européennes des banques coopératives (*European Association of Cooperative Banks - EACB*), des banques d'épargnes (*European*

Savings Banks Group - ESBG) et des banques publiques (*European Association of Public Banks* - EAPB), au sein desquelles les banques allemandes jouent un rôle important, contre la réforme de séparation des activités bancaires de la Commission. Selon l'EACB, la réforme risquerait non seulement de perturber le marché bancaire en augmentant les coûts et d'affecter l'économie européenne, mais elle remettrait plus particulièrement en cause la fourniture de liquidité et le refinancement des banques coopératives auprès de leur institution centrale, opérations pour lesquelles cette dernière recourt à des opérations de marché y compris produits dérivés ou repos. Il en va de même pour l'ESBG et l'EAPB **(EACB, 2013 ; ESBG, 2013 ; EAPB, 2013)**. A noter que, parmi les associations sectorielles européennes, la fédération bancaire européenne est également, sans surprise, attachée à la « *diversité des modèles bancaires* » et opposée à une séparation obligatoire **(EBF, 2013)**.

Les banques britanniques, déjà en ordre dispersées dans les débats réglementaires autour du *Banking Reform Act* britannique (cf partie précédente), semblent également divisées dans leur réponse aux propositions de la Commission. L'association des banques britanniques (*British Bankers Association*) se contente ainsi d'un message laconique : « *Comme la Commission le sait, le Royaume-Uni est actuellement dans une étape avancée de mise en place d'une législation nationale sur la séparation structurelle des banques, sur le modèle du cloisonnement. Il s'agit d'un exercice suffisamment compliqué, et notre demande à la Commission, concernant cette consultation, est d'éviter d'ajouter davantage de complexité dans la manière de procéder à l'échelle européenne.* » **(BBA, 2013)** Trois autres banques britanniques ont répondu à la consultation. Conformément à ses homologues françaises et allemandes, la Royal Bank of Scotland fait savoir son opposition à toute séparation des activités bancaires significative – y compris le modèle de *ring-fencing* en passe d'être adopté au Royaume-Uni. Elle appelle, a minima, à ce que les banques ne soient pas soumises « *à des variantes incompatibles de réformes structurelles* » **(RBS, 2013)**. Standard Chartered est également opposée à une séparation des activités bancaires qu'elle juge « *superflue en matière de stabilité financière et de maîtrise du risque systémique* », nuisible aux banques et à la stabilité financière **(Standard Chartered, 2013)**. A l'inverse Barclays déclare soutenir le modèle britannique de séparation, considéré comme « *l'option la mieux à même d'atteindre les objectifs réglementaires* », et suggère d'adopter une approche « *flexible* » selon les Etats membres **(Barclays, 2013)**. Cela illustre bien comment la banque britannique a adopté une stratégie plus « collaborative » dans le débat réglementaire national suite à l'affaire de la manipulation du Libor courant 2012, où elle était directement impliquée avec la RBS **(James, 2017)**. L'association des caisses d'épargne (*Buildings societies association*) insiste sur la nécessité de prendre en compte et de respecter les spécificités nationales (notamment s'agissant de ses homologues allemandes) et rappelle que, bien qu'étant essentiellement des institutions de dépôts, les *buildings societies* bénéficient sous le régime statutaire britannique de la possibilité de négocier

des swaps de crédit ou de taux d'intérêt pour se couvrir ou couvrir leurs clients (**Buildings Societies Association, 2013**).

Au-delà des banques françaises, allemandes et britanniques, les banques italiennes partagent un point de vue critique sur la proposition de la Commission. Pour l'association bancaire italienne (ABI) : « *la réforme ne doit pas viser à réduire la complexité, l'interconnexion et la taille des grands groupes bancaires complexes au sein de l'UE, au contraire* » (**ABI, 2013**). C'est également la position d'Unicredit : « *Nous ne partageons pas la conception de la Commission selon laquelle les problèmes rencontrés pendant la crise ont un lien clair avec la manière dont les grands groupes bancaires sont structurés [...] au contraire, le modèle de banque universelle accroît la stabilité financière* » (**Unicredit, 2013**). Les seules banques à s'exprimer en faveur des propositions de la Commission, reprenant à leur compte les arguments des tenants de la séparation des activités bancaires, sont deux banques espagnoles, Banco Popular (banque de détail) et La Caixa (caisse d'épargne). D'une manière générale, les banques européennes opposées à la réforme soulignent la succession des initiatives réglementaires impactant le secteur bancaire (CRD4, BRRD, DGS, EMIR, MiFID 2), considérées comme suffisantes pour améliorer la gestion du risque dans le secteur bancaire. Les banques françaises et allemandes en appellent aux « modèles » respectifs de séparation des activités bancaires discutés en France et en Allemagne au moment de la consultation.

Le secteur bancaire européen forme ainsi un front relativement uni contre les propositions avancées par la Commission dans sa consultation. La mobilisation des banques coopératives et des banques d'épargne allemandes, qui témoigne de leur dépendance à l'égard des activités de marché de leur banque centrale, a joué un rôle non négligeable. Les arguments des banques sont par ailleurs soutenus plus largement par une grande partie du secteur privé, comme c'est souvent le cas en matière de réglementation financière (**Pagliari et Young, 2017**).

Cette mobilisation d'ampleur va cependant se heurter au scepticisme croissant de la Commission à l'égard de l'utilité sociale des activités de marché menées par les plus grandes banques. Cette approche critique était déjà explicitée dans le document de la consultation, selon lequel extension continue des bilans bancaires, le levier, l'absence de discipline de marché, la difficile résolution des faillites bancaires, les activités de marchés et les risques associés ainsi que les conflits d'intérêts avaient conduit à la crise financière mondiale (**EC, 2013**). La portée non négligeable des mesures de séparation proposées par la Commission en janvier 2014, et notamment l'éventail des activités de marché concernées par une possible séparation, témoignent de l'approche critique de la direction générale marché intérieur et services (**Hardie and Macartney, 2016**). Une approche qui dénote avec le

positionnement antérieur de la Commission, qui avait auparavant souvent joué un rôle clé dans le développement des marchés financiers (**Mügge 2011**).

La critique du *market-based banking* a également été alimentée par l'engagement de plusieurs organisations de la société civile sur le terrain de réglementation financière, aux côtés de l'organisation Finance Watch. Comme nous l'avons déjà évoqué dans le chapitre 3, Finance Watch est une ONG basée à Bruxelles, constituée en 2011, qui se donne pour objectif de « *de renforcer la voix de la société et de la faire peser dans les réformes nécessaires de la réglementation financière* » et de « *médiatiser les arguments découlant de l'intérêt général auprès des politiques et des citoyens, et de les mobiliser comme contrepoids aux intérêts privés des lobbies de l'industrie financière.* » (**Finance Watch, 2015**) Elle coordonne un réseau de plus de quarante organisations membres, nationales et européennes, qui rassemble la plupart des organisations de la société civile engagées dans les processus de réglementation financière, telle que l'ETUC, le BEUC, Oxfam, Transparency International, ou encore Attac, qui contribuent aux activités de l'ONG via des groupes de travail spécifiques et en particulier sur la question de la séparation des activités bancaires. Cela a notamment permis à Finance Watch d'intervenir dans le cadre des débats autour des réformes bancaires française et allemande, à travers deux rapports détaillés d'analyses et de propositions. Comme évoqué précédemment, Finance Watch a par ailleurs été auditionnée lors de la discussion du projet de loi française. L'ONG est également intervenue dans le processus réglementaire européen à travers la publication de ses positions et des interventions auprès des médias et de différentes institutions – Commission, Parlement et Conseil économique et social européen. Finance Watch avait également répondu aux consultations de la Commission sur le rapport Liikanen ainsi que sur les propositions de la Commission européenne. Pour cette dernière consultation, une action en ligne avait été organisée afin d'inciter largement ses membres à y prendre part, ce qui avait contribué au nombre élevé de participants (538) largement supérieur à la moyenne pour les autres consultations sur les réglementations financières.

Au scepticisme de la Commission quant au modèle de *market-based banking* développé par les grandes banques universelles va s'ajouter l'agacement du Commissaire européen Michel Barnier à l'égard des pressions du secteur bancaire. En témoigne sa décision, en décembre 2013, d'interdire à ses équipes de recevoir les banquiers et leurs lobbyistes afin de pouvoir travailler sur leurs projets de réformes (notamment le projet d'Union bancaire et de réforme structurelle des banques). Les efforts de l'industrie bancaire vont donc redoubler auprès des autorités nationales afin qu'elles répercutent leur position dans les négociations européennes.

Comme dans le cas de la TTF, les gouvernements nationaux ont joué un rôle considérable dans le processus réglementaire autour de la réforme structurelle des banques. Le cas de la séparation des

activités bancaires permet de rendre compte de la spécificité des approches réglementaires française, allemande et britannique à l'œuvre en matière de réglementation financière (**cf chapitre 3**). Les coalitions nationales ont en particulier joué un rôle important dans les débats qui ont précédé la proposition ainsi que la consultation de la Commission autour des projets de réforme nationaux de séparation des activités bancaires.

- **Les positions des gouvernements nationaux dans les négociations européennes**

Les réponses des autorités nationales à la consultation de la Commission de mai 2013 sur le projet de séparation des activités bancaires rendent compte de la position des différents Etats membres à son égard. Il est d'ores et déjà notable que **les autorités françaises et allemandes**, alors engagées dans le processus de ratification de leur loi bancaire nationale, se sont entendues pour répondre de concert et afficher un front uni, ce qui est suffisamment rare pour être signalé. Elles avaient déjà transmis une (courte) position commune en octobre 2012, à l'occasion de la consultation sur les conclusions du rapport Liikanen. Les autorités françaises et allemandes y soulignaient le fait que « *les activités de banque d'investissement contribuent au financement de l'économie* » ainsi que « *les avantages apportés par les banques universelles à leur clientèle grâce aux économies d'envergure* ». Elles reconnaissaient la possibilité d'isoler les activités les plus risquées à condition de ne pas remettre en cause le modèle de banque universelle, et de ne pas séparer radicalement les activités de détail et d'investissement. Il s'agit plutôt de séparer les « *activités les plus risquées* » de « *celles qui sont utiles aux clients, et plus généralement à l'économie* » parmi lesquelles les activités de tenue de marché, contrairement à ce que propose le rapport Liikanen (**Autorités françaises et allemandes, 2012**).

Le premier constat qui s'impose est le parfait alignement entre les arguments des grandes banques françaises et allemandes et ceux de leur gouvernement respectif : défense du modèle de banque universelle, et défense de l'utilité pour « l'économie réelle » des activités de marché, au premier rang desquelles la tenue de marché. A quoi s'ajoute, dans la réponse commune à la consultation de mai 2014, un souci tout particulier concernant le respect des modèles d'affaires des banques d'épargne et des banques mutuelles et coopératives, particulièrement important pour l'Allemagne. Le second aspect intéressant est que la réponse franco-allemande à la consultation portant sur le rapport Liikanen porte déjà les grandes lignes des projets français et allemand de loi bancaire - avant même leur publication (en décembre 2012 pour la France et en février 2013 pour l'Allemagne). Les réformes française et allemande se caractérisent en effet par une définition extensive des activités considérées comme « utiles » comme activités pour le compte d'un client (*client-facing*), ce qui comprend la tenue de marché.

Dans leur réponse commune à la consultation de mai 2013, les autorités françaises et allemandes reconnaissent explicitement que la mise en place des projets de loi bancaire allemand et français, qu'elles considèrent « conformes » aux recommandations du rapport Liikanen, s'inscrivent dans le cadre d'un « *accord commun pour faire avancer les projets de séparation des activités spéculatives des activités de dépôt et pour le compte de clients en Europe* ». Elles n'ont pas vocation « à se substituer aux règles européennes mais à les promouvoir ». En d'autres termes, les projets de loi s'inscrivent bien dans une stratégie commune franco-allemande pour imposer une version *a minima* de la séparation des activités bancaires, dans l'objectif de défendre les spécificités de leur secteur financier respectif.

Le gouvernement britannique n'a quant à lui répondu à aucune des consultations concernant la séparation des activités bancaires. Bien que les propositions du rapport Liikanen puis celles portées par la Commission européenne présentaient d'importantes différences avec le projet de *Banking Reform Act*, l'enjeu était faible pour le Royaume-Uni compte tenu de la possible dérogation prévue en faveur de la loi britannique (**House of Lords 2014**). Comme indiqué dans la partie précédente, la réforme britannique de cloisonnement s'avère la plus restrictive au sein de l'Union européenne, et cela peut s'expliquer par l'impact de la crise financière sur la Grande Bretagne, ainsi que par la perte de crédibilité réglementaire de ses « champions internationaux », dont certains ont été renfloués. Les **autorités hollandaises** se sont quant à elles contentées d'une réponse brève à la consultation de la Commission ouverte en mai 2013, exprimant son soutien pour les propositions du rapport Liikanen, et affirmant que les Pays-Bas considéraient la mise en place de mesures de séparation des activités bancaires dans la suite de la publication, par une commission nationale, d'un rapport portant sur la structure des banques hollandaises en juin 2013.

Quelques mois après la consultation de 2013, la Commission présentait ses propositions en janvier 2014, qui selon une commentatrice, consiste en un exercice d'équilibrisme et une tentative de compromis « *entre Volcker et Vickers, entre le lobbying des associations de consommateur et le secteur financier, entre les positions du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne* » (**Reuters, 2014**). Britanniques, français et allemand pouvaient considérer avoir été entendus, dans la mesure où l'article 21 de la proposition ouvrait la possibilité de demander à la Commission une dérogation dans le cas où une réforme nationale de séparation des activités bancaires comparable à la législation européenne serait déjà introduite. Demeurait cependant une incertitude sur la possibilité, notamment pour l'Allemagne et la France, d'obtenir une telle dérogation. Par ailleurs la proposition d'interdiction du trading pour compte propre et des prises de participation dans les *hedge funds* était, elle, applicable de manière obligatoire pour les banques dépassant un certain seuil de volume d'activités de marché.

L'exercice « d'équilibrisme » n'eut ainsi pas les résultats escomptés : les autorités française et allemande continuèrent de se mobiliser contre la réforme. Ainsi la proposition serait « *trop radicale* » selon le ministre des finances Pierre Moscovici. Autre artisan de la loi bancaire française, le gouverneur de la Banque de France Christian Noyer n'est pas en reste : « *les idées qui ont été mises sur la table par Michel Barnier sont des idées, je pèse mes mots, qui sont irresponsables et contraires aux intérêts de l'Union européenne* ». D'autres pays étaient également opposés à la réforme pour de toutes autres raisons : l'Italie, l'Espagne ou les Pays-Bas n'avaient pas adopté de réforme bancaire nationale, en attendant les propositions européennes, et ces pays se sont sentis floués par les dérogations accordées au Royaume-Uni, la France et l'Allemagne (**Howarth et Quaglia, 2016**).

Compte tenu des divergences importantes entre les Etats membres, les négociations au Conseil de l'UE ont duré près d'un an et demi. La position commune du Conseil, publiée en juin 2015, affaiblissait considérablement les propositions de la Commission. Les opérations de négociations pour compte propre n'étaient plus interdites, mais faisaient l'objet d'une filialisation obligatoire (comme dans les lois française et allemande). Pour les autres activités de marché, de nouvelles possibilités, à la discrétion des autorités de supervision nationale, sont proposées comme alternatives à la filialisation (« boîte à outils » de mesures prudentielles pour circonscrire le risque des activités de marché, comme l'augmentation des fonds propres). Les dérogations liées à l'existence de lois bancaires de séparation équivalentes étaient par ailleurs toujours à l'ordre du jour (**Council of the European Union, 2015**). Le compromis entre les Etats membres prenait ainsi la forme d'une réforme à la carte en laissant une très large marge de manœuvre aux régulateurs nationaux dans la mise en place des mesures proposées ; tant et si bien que pour certains observateurs, le texte pourrait conduire non pas à une harmonisation mais à une plus grande fragmentation du marché unique, à l'instar de Benoît Coeuré, cadre de la BCE, qui regrettait la mise en place « *de pouvoirs de supervision qui se chevauchent* » (**Financial Times, 2015**).

Dans le même temps, les négociations au Parlement européen se sont avérées aussi compliquées si ce n'est davantage. Au point que le Parlement n'est pas parvenu à adopter une position commune. Le rapport d'amendements du rapporteur Hökmark affaiblissait considérablement la proposition initiale de la Commission en supprimant toute automaticité de la filialisation des activités de marché ; il a finalement été rejeté à une courte majorité en mai 2015 au sein de la commission affaires économiques et monétaires (ECON). En l'absence d'un accord au Parlement, les négociations entre la Commission, le Conseil et le Parlement (« dialogues ») n'ont jamais été initiées. En septembre 2016, le commissaire Valdis Dombrovskis proposa son aide au Parlement européen pour trouver un accord, mais sans succès. Le retrait du projet de règlement BSR (une décision assez rare) était annoncé en octobre 2017 dans le cadre du programme de travail de la Commission pour 2018, qui n'annonçait

« *pas d'accord en vue* », le dossier n'ayant pas avancé depuis 2015. « *De plus, l'objectif de stabilité financière qui est celui de la proposition a, entre-temps, fait l'objet d'autres mesures réglementaires dans le secteur bancaire, notamment avec la mise en œuvre de l'Union bancaire et de ses dispositifs de supervision et de résolution.* » (**Finance Watch, 2017**)

4.2.4. Discussion des résultats : la diversité des contextes nationaux

Comme la proposition de TTF, la proposition de séparation des activités bancaires constitue une mesure « de rupture » avec le paradigme néolibéral de réglementation. Elle remet en question la pertinence d'une approche microprudentielle du risque associé aux activités de marché des banques. Elle s'inscrit, au contraire, dans une approche réglementaire keynésienne et constitue une remise en cause frontale du *market-based banking* par les grandes banques universelles.

A l'instar de la taxe sur les transactions financières, l'inscription de la séparation des activités bancaires à l'agenda des institutions européennes témoigne de l'impact de la crise financière, notamment en matière de saillance des enjeux de réglementations financières. La séparation des activités bancaires était loin d'être à l'ordre du jour avant la crise de 2008. Les Etats-Unis venaient de remiser définitivement l'emblématique loi de séparation des activités bancaires du *Glass-Steagall Act* en 1999. Le modèle de banque universelle était largement dominant en Europe. Cependant, le renflouement des grandes banques nationales impliquées dans des activités de marché risquées par de nombreux pays après la crise va contribuer à pousser dans le débat public la question de la réglementation bancaire ; et des mesures à même de circonscrire le risque systémique posé par des institutions financières devenues « trop grandes pour faire faillite » par la taille de leur bilan et leur interconnexion avec de nombreux acteurs des marchés financiers. Des réformes de séparation des activités bancaires ont ainsi vu le jour aux Etats-Unis (avec la règle *Volcker* et la règle *Swaps Push-Out*) ainsi qu'au Royaume-Uni (avec le rapport *Vickers*). Ces deux initiatives vont inspirer une initiative à l'échelle de l'Union européenne, avec la mise en place du groupe d'experts de haut niveau présidé par Erkki Liikanen, et qui va tracer les contours de la proposition de règlement pour une réforme structurelle des banques formulée par la Commission en janvier 2014.

Comme pour la TTF, la mise à l'agenda de la séparation des activités bancaires a donné lieu à une puissante contre-offensive de l'industrie bancaire qui constitue la démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles européennes. Dans le cas de la séparation des activités bancaires, l'argumentaire du secteur bancaire a, une nouvelle fois, largement reposé sur leur rôle « central » dans l'économie, en tant que fournisseurs de service à « l'économie réelle », et sur l'utilité de leurs activités de marché (notamment services de couverture via le commerce des produits dérivés, d'émission de titres, de fourniture de liquidité sur le marché secondaire via la tenue de marché, de transmission de

la politique monétaire via les marchés de repos, ou encore en tant que spécialistes en valeur du Trésor dans le cas français). La crise n'a cependant pas été sans effet dans la remise en cause du rôle des grandes banques universelles. Comme pour le cas de la TTF, la proposition de séparation des activités bancaires témoigne du changement de position de la Commission européenne à l'égard du *market-based banking* et des doutes quant à son utilité sociale.

Le cas du Royaume-Uni illustre également un « revirement » spectaculaire, dans la mesure où la mesure de séparation des activités bancaires la plus ambitieuse a été adoptée dans un des pays fer de lance en matière de libéralisme réglementaire. Deux facteurs ont joué en particulier : l'impact de la crise en termes de **saillance** de la question de la séparation des activités bancaires ; et de **capacité de mobilisation** du secteur bancaire. Dans le cas britannique, la crise financière mondiale a non seulement frappé de plein fouet le secteur financier britannique, mais elle a contribué, à travers ses conséquences et celles du sauvetage massif des institutions financières mis en œuvre par le gouvernement, à faire de la question de la séparation des activités bancaires une question saillante de premier plan. Les libéraux démocrates ont joué un rôle important, d'entrepreneurs politiques, dans la transformation de cette demande sociale en matière de réglementation financière en un engagement et en un processus réglementaires crédibles. A noter qu'il n'est pas anodin que cette demande ait été portée par un parti libéral : le cloisonnement bancaire n'est, en effet, pas sans résonance avec l'approche réglementaire concurrentielle qui caractérise le Royaume-Uni, dans la mesure où elle revient à réduire le pouvoir de marché de grands conglomérats bancaires, et ainsi potentiellement accroître la concurrence dans le secteur financier. Dans le processus réglementaire, l'ICB a permis de filtrer les pressions du secteur bancaire, par ailleurs largement affecté dans sa capacité d'influence et sa crédibilité par la crise financière.

Lors des discussions avec le *Treasury*, avec lequel les banques britanniques bénéficient pourtant de relations privilégiées, le secteur bancaire s'est par ailleurs mobilisé en ordre dispersé. En tant que banque essentiellement de détail, Santander ne s'est pas (ou peu) mobilisée contre la réforme. Les banques renflouées telles que Lloyds et la Royal Bank of Scotland se sont retrouvées dans l'impossibilité de peser dans les discussions. Le scandale du Libor a contribué à décrédibiliser Barclays ainsi que la British Bankers Association. En définitive, seuls quelques amendements (loin d'être négligeables) ont été obtenus individuellement par Standard Chartered et HSBC ; ou par l'entreprise de la Confederation of British Industry. Le cas britannique est d'autant plus emblématique que les banquiers de la City bénéficient habituellement de réseaux fermés d'influence auprès du gouvernement dans le cadre du « nexus » City-Treasury-Bank of England (James et Quaglia, 2017). Il montre comment une crise majeure peut, sous certaines conditions, être un facteur de remise en cause du pouvoir structurel des banques en affectant à différents égards le cadre institutionnel

national. Le cas britannique ne manque pas d'évoquer, dans une mesure certes moindre, le contexte qui a vu l'adoption du *Glass-Steagall Act*. L'impact institutionnel majeur de la crise de 1929 avait alors contribué à délégitimer le secteur financier et permis l'adoption de mesures « de rupture » parmi lesquelles la séparation des activités bancaires. La situation est certes différente après la crise de 2008, à la fois s'agissant des conséquences socio-économiques de la crise, mais aussi de remise en cause du pouvoir structurel du secteur bancaire.

En témoignent tout particulièrement les cas de la France et de l'Allemagne. La crise financière a eu un impact moins spectaculaire dans le cas de la France, au point que les banques françaises ont pu se vanter d'avoir « mieux résisté » que leurs homologues européennes. La crédibilité et le pouvoir d'influence du secteur bancaire n'a pas été entamé, ni sa capacité à se mobiliser collectivement pour faire valoir ses intérêts auprès de Bercy et du gouvernement français. L'efficacité avec laquelle la coalition bancaire française, menée par la FBF, a pu faire valoir ses arguments auprès des autorités françaises s'explique par les relations étroites entre les dirigeants des grandes banques françaises et les hauts fonctionnaires de la direction du Trésor, issus du corps de l'inspection des finances de l'ENA. Cette proximité se traduit par des convergences de vues : pour Pierre-Henri Leroy, ancien responsable du Crédit Lyonnais, à Bercy « *la mise en question du modèle de banque universelle est simplement interdite* » (**Les Echos, 2014**). Mais aussi par des trajectoires croisées, telle que celle de Nicolas Namias, énarque et fonctionnaire du Trésor, dirigeant de BPCE puis conseiller du Premier ministre Jean-Marc Ayrault sur la loi de séparation des activités bancaires. François Pérol, à la tête du groupe BPCE au moment des négociations sur la loi bancaire, est lui-même un ancien inspecteur des finances et ancien secrétaire général adjoint de l'Élysée. Un parcours similaire à Xavier Musca, directeur général délégué du Crédit agricole, ex-secrétaire général du président Sarkozy. François Villeroy de Galhau, alors directeur général délégué de BNP Paribas, depuis devenu gouverneur de la Banque de France, a également été un ancien haut fonctionnaire du Trésor et ancien directeur du cabinet de Dominique Strauss-Kahn à Bercy. Baudouin Prot, PDG de BNP Paribas est lui-aussi inspecteur des finances tout comme le patron de la Société Générale, Frédéric Oudéa, qui est également ancien conseiller de Nicolas Sarkozy, lorsqu'il était ministre du budget.

Ces relations contribuent à constituer un « nexus » FBF-Trésor-Banque de France comparable au « nexus » City-Treasury-Bank of England décrit par **James et Quaglia (2017)**, dont l'influence a permis l'élaboration d'une loi bancaire a minima, préemptant ainsi les propositions de la Commission européenne. Ces relations fusionnelles entre les grandes banques françaises et Bercy, ainsi que la dimension protectionniste des positions françaises, illustrent également le pouvoir structurel dont bénéficient les grandes banques universelles dans le cadre du modèle post-dirigiste français, attaché à la défense des champions nationaux.

Dans le cas de l'Allemagne, la situation est plus nuancée. Comme dans le cas britannique, la crise financière a sévèrement frappé le secteur bancaire allemand, même si les conséquences socio-économiques n'ont pas été spectaculaires dans la mesure où la diversité du secteur bancaire a permis aux banques « traditionnelles » de pallier à la baisse de l'offre de crédit bancaire. Si la crise a conduit à une prise de distance du gouvernement allemand avec le modèle de *market-based banking*, le secteur bancaire allemand dans son ensemble (banques privées, publiques, coopératives, publiques et de prêt hypothécaire) s'est néanmoins mobilisé contre la « menace » envers le modèle de banque universelle représentée par le projet proposé par le groupe Liikanen, dans la mesure où celle-ci affectait également les banques d'épargne, coopérative, publique, et des banques réputées plus proches des entreprises exportatrices allemandes. Cette potentielle menace sur le modèle de croissance *export-led* caractéristique de l'économie allemande (Baccaro et Pontusson, 2016) a contribué à inciter le gouvernement allemand à prendre l'initiative en suivant l'exemple de son homologue français. Le caractère défensif de la loi allemande apparaîtra par ailleurs de manière évidente avec la tentative d'aménager certaines mesures (la filialisation des activités de crédit aux *hedge funds*) jugées superflues à partir du blocage des négociations à l'échelle européenne. Des tentatives inspirées par la Deutsche Bank qui montrent par la même occasion que la première banque allemande n'a pas perdu toute sa capacité d'influer sur les débats réglementaires.

Conclusion du chapitre

L'inscription de deux mesures « de rupture » avec le néolibéralisme réglementaire et le *market-based banking* – la taxe sur les transactions financières et la séparation des activités bancaires – témoigne de l'impact de la crise financière. La première porte non seulement une remise en cause profonde du principe d'efficacité des marchés, selon lequel la liquidité des marchés financiers serait forcément utile et souhaitable, mais également d'un des instruments clés du *market-based banking* : les financements de marché via les marchés de repos. La seconde remet en question la pertinence d'une approche microprudentielle du risque associé aux activités de marché des banques. Elle s'inscrit, au contraire, dans une approche réglementaire keynésienne et constitue une remise en cause frontale du *market-based banking* par les grandes banques universelles.

La crise financière mondiale a accru la saillance des enjeux de réglementation financière, ce qui a rendu possible la mise à l'agenda de deux mesures qui, avant la crise, n'auraient pas été envisageables. Dans les années 1990, les crises successives liées aux politiques de libéralisation financière avaient déjà contribué à mettre en avant la proposition d'une taxe sur les transactions financières sous la forme de la taxe Tobin, et à d'importantes mobilisations en faveur d'une telle taxe au sein de la société civile, menée par des ONG et des associations comme Attac. Point culminant de cette série de crises financières frappant le cœur de la finance mondiale, la crise de 2008 a propulsé la TTF à l'agenda des institutions internationales et européennes. Malgré une opposition intense des Etats-Unis au plan international et du Royaume-Uni au plan européen, la mise en place de la TTF sera finalement mise à l'ordre du jour entre onze pays de l'Union européenne (dont les principaux centres financiers à l'exception du Royaume-Uni, de l'Irlande et des Pays-Bas) en février 2013.

La séparation des activités bancaires était, quant à elle, loin d'être à l'ordre du jour avant la crise de 2008. Les Etats-Unis venaient de remiser définitivement l'emblématique loi de séparation des activités bancaires du *Glass-Steagall Act* en 1999. Le modèle de banque universelle était largement dominant en Europe. Cependant, le renflouement des grandes banques nationales impliquées dans des activités de marché risquées par de nombreux pays après la crise va contribuer à pousser dans le débat public la question de la réglementation bancaire ; et des mesures à même de circonscrire le risque systémique posé par des institutions financières devenues « trop grandes pour faire faillite » par la taille de leur bilan et leur interconnexion avec de nombreux acteurs des marchés financiers. Des réformes de séparation des activités bancaires ont ainsi vu le jour aux Etats-Unis (avec la règle *Volcker* et la règle *Swaps Push-Out*) ainsi qu'au Royaume-Uni (avec le rapport *Vickers*). Ces deux initiatives vont inspirer une initiative à l'échelle de l'Union européenne, avec la mise en place du groupe d'experts de haut niveau présidé par Erkki Liikanen, et qui va tracer les contours de la proposition de règlement pour une réforme structurelle des banques formulée par la Commission en janvier 2014.

La mise à l'agenda de ces deux mesures a donné lieu à une puissance contre-offensive de l'industrie bancaire qui constitue la démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles européennes. La coalition bancaire est parvenue à rassembler le secteur privé bien au-delà des grandes banques universelles actives sur les marchés financiers, en mobilisant les acteurs du « capital patient » (banques coopératives et d'épargne, fonds de pension, assurances), mais aussi les entreprises non financières craignant que des mesures frappant les grandes banques aient pour conséquence un renchérissement du coût du capital. La centralité des grandes banques universelles a ainsi été largement mise à contribution pour constituer un rapport de force favorable vis-à-vis de la BCE et des Etats membres. Dans le cas de la TTF, les banques ont mis en avant leur rôle central, à travers les marchés de repos, dans la gestion de la liquidité et la transmission de la politique monétaire ; mais également dans le financement des Etats, à travers les marchés d'obligations souveraines ; et plus généralement dans le financement des entreprises européennes. S'agissant de la séparation des activités bancaires, l'argumentaire du secteur bancaire a largement reposé sur leur rôle « central » dans l'économie, en tant que fournisseurs de service à « l'économie réelle », et sur l'utilité de leurs activités de marché (notamment services de couverture via le commerce des produits dérivés, d'émission de titres, de fourniture de liquidité sur le marché secondaire via la tenue de marché, de transmission de la politique monétaire via les marchés de repos, ou encore en tant que spécialistes en valeur du Trésor dans le cas français).

Le pouvoir structurel des grandes banques universelles, qui s'est exprimé à travers la contre-offensive contre les projets de TTF et de séparation bancaire, est fondé institutionnellement. A l'échelle européenne, l'opposition de la Banque centrale européenne à la TTF au nom de la défense des marchés de repos comme instruments de transmission de la politique monétaire est un exemple de la manière dont le cadre institutionnel et le régime monétaire européens favorise l'hégémonie financière. Mais c'est à l'échelle nationale que la démonstration du pouvoir structurel des grandes banques universelles a été la plus spectaculaire. Les autorités françaises ont ainsi témoigné, à partir de 2013, d'une adhésion presque totale vis-à-vis des positions du secteur bancaire français, lequel a bénéficié de ses relais privilégiés au sein de la haute-administration pour faire valoir ses préférences, et largement contribué au blocage des négociations européennes dans le cas de la TTF ainsi que dans le cas de la séparation bancaire (avec, cette fois, le soutien de l'Allemagne). Dans le cas de la taxe sur les transactions financières comme dans celui de la séparation des activités bancaires, le succès de la contre-offensive du secteur bancaire, et l'attention des pouvoirs publics à l'égard de ses intérêts, n'a eu d'égal que l'absence de prise en compte d'autres préférences et d'autres voix, et notamment celle de la société civile mobilisée en faveur des deux mesures.

Si les deux cas étudiés témoignent d'une démonstration de pouvoir structurel de la part du secteur bancaire, elle rend également compte de certains revirements importants en matière réglementaire auxquels la crise financière mondiale a donné lieu. En particulier, s'agissant de l'Allemagne, on a assisté à une (relative) prise de distance des autorités vis-à-vis du modèle bancaire de *market-based banking* et en particulier de la Deutsche Bank. Attachées à la stabilité des prix et des conditions monétaires, les autorités allemandes se sont au contraire exprimées de manière critique vis-à-vis des activités de marché à caractère potentiellement spéculatif. La séparation des activités bancaires la plus ambitieuse a par ailleurs été adoptée dans un des pays fer de lance en matière de libéralisme réglementaire : le Royaume-Uni. La Commission européenne, enfin, a également témoigné d'un changement de position à l'égard du *market-based banking* suite à la crise financière mondiale. L'institution européenne a en effet exprimé une forme de scepticisme quant à l'utilité sociale d'une partie des transactions financières, alors même qu'elle avait, dans les années 2000 joué un rôle clé dans le développement des marchés de capitaux (Mügge, 2011).

Conclusion de la thèse

Notre étude de l'impact de la crise de 2007-2008 sur la production de la réglementation financière dans l'Union européenne nous permet de tirer plusieurs types d'enseignements. Les premiers résultats concernent le néolibéralisme réglementaire. Dans le **premier chapitre**, nous avons rendu compte des origines de ce paradigme, qui s'est construit en opposition avec le modèle de réglementation keynésien et a accompagné des transformations majeures dans le secteur financier et l'émergence du *market-based banking*. Nous proposons une caractérisation du néolibéralisme réglementaire, de ses approches théoriques et de ses instruments réglementaires privilégiés à travers une revue des travaux qui s'inscrivent dans la nouvelle économie institutionnelle, la théorie des incitations et le « *design institutionnel* ». D'une manière générale, ces théories prônent le recours à des mécanismes d'incitations de marché plutôt que des interventions directes de la puissance publique (interdictions réglementaires, monopoles publics, etc.). Cette caractérisation détaillée du néolibéralisme réglementaire constitue un apport original de cette thèse à la littérature institutionnaliste traitant du rôle des idées dans le changement réglementaire. Nous donnons plusieurs illustrations de la manière dont ce paradigme est mis en œuvre dans le régime international de réglementation financière qui se met en place, à partir des années 1970, sous l'égide du G7 et de la Banque des règlements internationaux.

Dans le **second chapitre**, nous montrons à travers une étude des mesures adoptées dans le cadre du programme de réforme financière adopté par l'Union européenne sur la période 2009-2014, que la crise financière mondiale n'a pas conduit, à l'échelle européenne, à une remise en cause du néolibéralisme réglementaire. On observe cependant un déplacement de l'approche réglementaire anglo-saxonne, favorable à l'autorégulation du secteur financier, vers une approche ordolibérale reposant notamment sur des exigences de transparence et de gouvernance afin d'assurer des conditions « saines » de concurrence. Pour reprendre la terminologie de **Hall (1993)**, la crise financière n'a pas provoqué de changement au niveau du paradigme de politique publique, c'est-à-dire au niveau des matrices cognitives et normatives qui déterminent la production de la réglementation, mais à des ajustements incrémentaux (changements de premier et de deuxième ordre). Pour réaliser cette étude, nous avons constitué une base de données des 51 directives et règlements proposés et/ou adoptés entre mars 2009 et novembre 2014 par l'Union européenne, portant sur les différents aspects de la réglementation financière : les mécanismes de supervision et de résolution, les normes comptables, la réglementation des intermédiaires financiers – banques, assurances, et autres intermédiaires, la réglementation des agences de notation, des opérations et produits financiers, des plateformes de négociation ainsi que les mesures visant à protéger les investisseurs et consommateurs. La constitution de cette base de données exhaustive, et la caractérisation de ces mesures au regard des principes du

néolibéralisme réglementaire nous permet de rendre compte de manière globale du programme de réformes financière de l'Union européenne. Cette approche globale constitue un apport original de cette thèse à la littérature portant sur l'économie politique de la réglementation financière dans l'Union européenne. La plupart des travaux existants adoptent en effet dans leur majorité une méthodologie basée sur des études de cas ponctuelles des processus réglementaires les plus significatifs, ou à la rigueur une approche sectorielle (comme c'est le cas pour le secteur bancaire) mais à notre connaissance il n'existe pas de travaux proposant un panorama global des réformes adoptées dans l'Union européenne.

Les résultats du second chapitre nous conduisent à une seconde interrogation qui est l'objet du troisième et du quatrième chapitre. Pourquoi la crise financière mondiale n'a-t-elle pas conduit à des changements réglementaires d'une ampleur comparable à ceux observés dans la décennie qui a suivi la crise de 1929 ou la crise de la stagflation des années 1970 ? Pour y répondre, nous proposons d'élaborer une économie politique de la réglementation financière dans l'Union européenne. Dans le **troisième chapitre**, nous nous intéressons plus particulièrement au cas du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne, et à la manière dont la diversité des capitalismes détermine les préférences nationales en matière de réglementation financière. En particulier, nous établissons une caractérisation des secteurs financiers britannique, français et allemand. Les différents faits stylisés présentés dans notre première sous-partie témoignent d'une hybridation des systèmes financiers britannique, français et allemand avec la montée en puissance de l'intermédiation de marché par les grandes banques universelles. Ils montrent cependant qu'une certaine diversité demeure entre les secteurs financiers nationaux. Cette caractérisation, mise en regard avec la diversité des modèles de capitalisme britannique, français et allemand, permet de rendre compte des préférences et approches nationales dans les débats réglementaires européens. En particulier, le Royaume-Uni est attaché à des formes « légères » de réglementation laissant une large place à l'autorégulation, ainsi qu'à la concurrence dans le secteur financier. La France et l'Allemagne sont attachées à défendre les particularités de leur secteur bancaire, les « champions nationaux » portées vers les activités de marché pour la France et les banques moyennes tournées vers le financement des entreprises exportatrices dans le cas de l'Allemagne. Enfin, nous proposons un cadre d'analyse des processus de réglementation financière dans l'Union européenne qui prenne également en compte le rôle des institutions européennes, son caractère « multi-niveau », et celui des coalitions réglementaires à l'œuvre à l'échelle européenne. La caractérisation de la diversité des secteurs financiers et des approches réglementaires britannique, française et allemande sur la base de statistiques récentes constitue un apport original de la thèse. Cette typologie s'inscrit dans une synthèse originale de la littérature existante en économie politique comparée. Elle permet également de réactualiser les

notions de pouvoir structurel du secteur bancaire (Culpepper, 2015) et de sélectivité structurelle des structures institutionnelles nationales (Offe, 1972 ; Jessop, 1990), et de fournir ainsi un cadre d'analyse des rapports de force sociaux à l'œuvre au plan national et européen en matière de réglementation financière.

Dans le **quatrième chapitre**, ces différents éclairages sont mis à profit et confrontés à deux cas de réformes emblématiques : la taxe sur les transactions financières et la séparation des activités bancaires. En nous appuyant sur le cadre d'analyse développé dans le chapitre 3, nous montrons comment la crise a contribué à la mise à l'agenda de ces deux mesures qui portent une remise en cause du néolibéralisme réglementaire et du *market-based banking*. Nous montrons également que la contre-offensive du secteur financier, menée par les grandes banques universelles, mobilise un pouvoir structurel, lié à leur position centrale et stratégique dans l'économie européenne : les banques sont des intermédiaires incontournables pour les entreprises non financières (dépendantes de leurs activités de prêts et de marché) ; pour les investisseurs institutionnels (via leurs activités de gestion de portefeuille et de liquidités) ; pour les gouvernements s'agissant des marchés obligataires ; et pour les banques centrales à travers leur rôle dans les marchés de repos, qui jouent un rôle considérable dans la transmission de la politique monétaire. Le pouvoir structurel des grandes banques universelles procède également des relations de proximité (voire fusionnelles) entretenues par les dirigeants bancaires et la haute administration dans le cas de la France (à travers le « nexus » FBF-Trésor-Banque de France) et du Royaume-Uni (à travers le « nexus » City-Treasury-Bank of England), et qui permet aux banques de bénéficier de relais de premier choix dans les débats réglementaires européens. Dans le cas de la taxe sur les transactions financière comme dans celui de la séparation des activités bancaires, le succès de la contre-offensive du secteur bancaire, et l'attention des pouvoirs publics à l'égard de ses intérêts, n'a eu d'égal que l'absence de prise en compte d'autres préférences et d'autres voix, et notamment celle des organisations de la société civile mobilisées en faveur des deux mesures.

Nos études de cas montrent cependant que les grandes banques ont connu des revers après la crise financière mondiale : dans le cas de l'Allemagne, les activités de marché des grandes banques allemandes ont été remises en cause par les autorités, ce qui apparaît tout particulièrement dans le cas de la taxe sur les transactions financières. Dans le cas du Royaume-Uni, l'adoption de *Banking Reform* et du cloisonnement bancaire constitue également une défaite pour une partie du secteur bancaire britannique. A l'inverse, malgré les changements de majorités politiques, la France s'est tenue à un soutien sans faille de ses champions bancaires nationaux, qui s'inscrit en cohérence avec sa stratégie post-dirigiste, et qui peut notamment s'expliquer par la sociologie des élites françaises et la proximité des régulateurs nationaux avec les dirigeants des grandes banques. Ces différents aspects apportent une contribution à la littérature sur le pouvoir structurel du secteur bancaire. Ils témoignent

dans l'ensemble, non pas d'une remise en cause, mais du renforcement de l'hégémonie financière après la crise.

La capacité des grandes banques universelles à bloquer les propositions les plus saillantes de réglementation financière après la crise de 2007-2008, que nous avons documentée dans notre travail, soulève un problème de société majeur. Par leurs ressources, leur centralité dans l'économie et les asymétries d'information dont elles bénéficient, les grandes banques semblent être devenues impossibles à contrôler pour la puissance publique – « trop importantes pour être réglementées ». Et pourtant, les évolutions récentes plaident pour une restructuration d'ampleur du système financier et en particulier du secteur bancaire. L'impossible remise en cause du *market-based banking*, pourtant déjà largement en cause dans la crise financière mondiale, conduit aujourd'hui à une situation où, plus de dix ans après la crise, l'instabilité financière menace et les symptômes d'une nouvelle crise financière se font ressentir. La « discipline de marché » ne s'est pas avérée synonyme d'efficacité, mais d'instabilité financière, d'extraction de rentes sur le court-terme, et d'une terrible absence de prise en considération des enjeux de long-terme. La question du réchauffement climatique, entre autres, appelle pourtant à une remise en cause urgente du modèle productif et une réorientation profonde et tournées vers des objectifs de long terme de la manière dont sont prises les décisions d'investissement.

Dans ce contexte, notre étude plaide pour la mise en œuvre de mesures permettant de réduire le pouvoir structurel dont bénéficient les grandes banques universelles, à la fois à l'échelle nationale (et tout particulièrement dans le cas français) et à l'échelle européenne. La question de la séparation des activités bancaires demeure une piste majeure dans cette direction (**Scialom, 2019**). La taxe sur les transactions financières pourrait également constituer une mesure qui remettrait en partie en cause le *market-based banking*, en pénalisant notamment la rentabilité des activités de marché. D'autres pistes, complémentaires, pourraient être envisagées. La première prendrait la forme d'une mise sous contrôle démocratique de la politique monétaire européenne, dans le cadre d'une réforme de la zone euro, qui s'accompagnerait de mesures fortes pour contraindre le secteur bancaire à une réorientation à la hauteur des enjeux actuels – dans son organisation et dans ses choix d'investissement. Une telle réforme prendrait certes à contrepied les principes du fonctionnement actuel de la zone euro, et se heurterait à des difficultés majeures, liées entre autres à des intérêts nationaux divergents. La crise de 2007-2008 et ses répercussions a cependant montré que les gouvernements pouvaient prendre des initiatives fortes et s'affranchir des contraintes communautaires lorsque l'urgence les y contraignait.

Au-delà de cette piste européenne, la situation particulière de la France appelle une autre proposition, cette fois à l'échelle nationale, pour répondre au problème posé par le pouvoir structurel des banques et impulser une réorientation majeure du secteur financier. A ces fins, une nationalisation des grandes

banques, au moins de manière temporaire, pourrait être mise en œuvre. Dans l'histoire récente, on compte plusieurs exemples de nationalisations des établissements bancaires : en France, dans les années 1980, en Suède en 1992, et plus récemment au Royaume-Uni suite à la crise financière mondiale, avec les cas de Lloyds-HBOS et de RBS. Ces nationalisations ont été conduites en vue de rétablir ou d'accroître la compétitivité de ces établissements. Dans le cas qui nous intéresse, il s'agirait, au contraire, de nationaliser le secteur bancaire afin de le réorganiser, de réduire la taille des banques, de les soustraire en partie aux contraintes concurrentielles et de mettre en œuvre les conditions d'un contrôle social sur leurs activités et leurs investissements – bref, dans un objectif de réorientation écologique et sociale de l'économie. Une telle socialisation du secteur bancaire se justifierait par la dimension de service public de nombreuses activités bancaires, y compris des activités de crédit et de l'investissement. La restructuration du secteur bancaire pourrait s'inspirer des caractéristiques d'autres modèles nationaux, par exemple du fonctionnement décentralisé du secteur bancaire allemand, de sa diversité et de sa proximité à l'économie « réelle », s'agissant particulièrement des banques coopératives, publiques, régionales. Elle pourrait être mise en œuvre, dans un premier temps, à l'échelle nationale et dans un second temps servir de modèle pour d'autres pays dans l'Union européenne et au-delà.

Nous évoquerons, pour conclure, quelques pistes pour prolonger la réflexion engagée dans notre étude. Tout d'abord, il serait intéressant, en parallèle de notre analyse sur la réglementation, de mener une étude portant sur l'impact de la crise financière mondiale sur la politique monétaire dans l'Union européenne. Comme nous l'avons vu dans notre premier chapitre s'agissant de la remise en cause du cadre institutionnel keynésien, les décisions de politique monétaire peuvent jouer un rôle crucial dans l'enclenchement d'une dynamique de changement réglementaire et institutionnel. Or la mise en place des politiques dites « non conventionnelles » par la Banque centrale européenne²⁵ constitue bel et bien une évolution majeure qui caractérise la période ouverte après la crise de 2007-2008... même si ces mesures ne se sont pas accompagnées de contraintes sur les acteurs financiers, qui en ont largement bénéficié. Une seconde piste pour poursuivre la réflexion entamée dans cette recherche consisterait à étudier les processus de réglementation financière à partir de 2014. On assiste en effet, à partir de la prise de fonction de la Commission Juncker, à un changement d'orientation spectaculaire par rapport à la période de réformes financières étudiée dans notre thèse. En témoigne notamment le nouvel objectif de la Commission d'identifier et de supprimer les « *règles compromettant la capacité de l'économie à se financer et à croître* » et autres « *charges réglementaires inutiles* » pour le secteur

²⁵ Les politiques non conventionnelles recouvrent notamment les opérations de refinancement à long terme, mises en œuvre à partir de 2010, les opérations *quantitative easing* (depuis 2016), ou encore le recours à des taux négatifs notamment sur la facilité de dépôt (depuis 2014).

financier (EC, 2015) ; ainsi que le projet d'union des marchés de capitaux, visant notamment à développer les financements de marché. Certains commentateurs ont expliqué un tel tournant par la préoccupation de « ménager » le Royaume-Uni et d'éviter le *Brexit* en incitant les autorités britanniques à rester dans l'espace européen. Avec le succès que l'on sait... Une telle réflexion pourrait également se poursuivre autour de l'impact possible du Brexit – qui demeure à ce jour encore incertain – sur la production de la réglementation financière dans l'Union européenne. Rien n'indique qu'une sortie du Royaume-Uni de l'UE conduirait mécaniquement à une nouvelle période de re-réglementation, dans un contexte de concurrence accrue sur le marché des services financiers... Quoiqu'il en soit, une telle étude pourrait tout particulièrement contribuer à compléter et enrichir le cadre d'économie politique de la réglementation ébauché dans cette thèse.

Bibliographie

ACPR (2014), « Focus Solvabilité II », Numéro spécial Omnibus II.

Adrian T. et Shin H.S. (2010), « Liquidity and leverage », *Journal of financial intermediation*, vol. 19, n°3, pp. 418-437.

AFEP (2013), « Response of AFEP to the European Commission Consultative on Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

Aglietta M. (2011), « Risque systémique et politique macroprudentielle : une nouvelle responsabilité des banques centrales », *Revue d'économie financière*, vol. 1, n°101.

Allen F. et Carletti E. (2008), « Mark-to-market accounting and liquidity pricing », *Journal of accounting and economics*, vol. 45, n°2-3, pp. 358-378.

Amable B., Regan A., Avdagic S., Baccaro L., Pontusson J. et Van der Zwan N. (2019), « New approaches to political economy », *Socio-Economic Review (Discussion Forum)*.

Andersen S. et Eliassen K. (1993), *Making Policy in Europe, the Europeification of National Policy Making*, Londres, Sage.

Arrow K. (1951), *Social Choice and Individual Values*, New York, Wiley.

Arrow K. (1970), « The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Nonmarket Allocation », in Robert Haveman et Julius Margolis (dir.), *Public Expenditure and Policy Analysis*, Chicago, Rand MacNally College Publishing Company, pp. 67-81.

Associazione Bancaria Italiana (2013), « ABI response to the DG Internal Market and Services consultation paper "Reforming the structure of the EU banking sector" ».

Attac (2014), « Lettre ouverte européenne à François Hollande : ne cédez pas au lobby des banques ! » [en ligne], <https://france.attac.org/actus-et-medias/salle-de-presse/article/lettre-ouverte-europeenne-a> (consulté le 07/07/19).

Autorités françaises et allemandes (2012), « Consultation on the recommendations of the High-level Expert Group on Reforming the structure of the EU banking sector: Joint German and French response ».

Autorités françaises et allemandes (2013), « Consultation on reforming the structure of the EU banking sector: Joint German and French response ».

Baccaro L. et Pontusson J. (2016), « Rethinking Comparative Political Economy: The Growth Model Perspective », *Politics & Society*, vol. 44, n°2.

Bache I. (2007), « Multi-level Governance », *Encyclopedia of governance*.

Baker A. (2010), « Restraining Regulatory Capture? Anglo-America, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance », *International Affairs*, vol. 86, n°3, pp. 647–663.

Baldwin R., Cave M. et Lodge M. (2012), *Understanding Regulation*, Oxford, Oxford University Press.

Banque de France (2012a), « Disintermediation or financial diversification? The case of developed countries », Document de travail, n°380.

Banque de France (2012b), « Rapport annuel 2012 ».

Banque de France (2016), « Enquête triennale BRI changes – dérivés de taux d’avril 2016. Principaux résultats de la Place de Paris ».

Barclays (2013), « Barclays Response to the European Commission’s Consultation on Reform of the EU banking sector ».

Barke R. et Riker W. (1982), « Political Economy of Regulation with some Observations on Railway Abandonments », *Public Choice*, vol. 39, pp. 73–106.

Barlev B. et Haddad J.R. (2003), « Fair value accounting and the management of the firm », *Critical perspective on accounting*, vol. 14, n°4, pp. 383-415.

Baron D. (1995), « Economics and Politics of Regulation: Perspectives, Agenda and Approaches », in Jeffrey Banks et Eric Hanushek (dir.), *Modern Political Economy: Old Topics, New Directions*, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 10-62.

Baron D. (2000), *Business and its Environment*, New Jersey, Prentice Hall.

Baron D. et Myerson R. (1982), « Regulating a monopolist with unknown costs », *Econometrica*, vol. 50, n°4, pp. 911-930.

Barth M. (1994), « Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks », *The accounting review*, vol. 69, pp. 1-25.

Basel Committee on Banking Supervision (2010), « Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring », Bank for International Settlements.

Basel Committee on Banking Supervision (2013), « Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools », Basel Committee on Banking Supervision.

Baud C. et Chiapello E. (2015), « Comment les firmes se financient : sous le marché, les règles ? Le cas de la financiarisation du crédit bancaire », *Revue Française de Sociologie*, vol. 56, n°3.

Baumol W. (1952), *Welfare Economics and the Theory of the State*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press.

BBC News (2010), « Cable Attacks Other Parties’ Lack of Banking “Vision” », 25 janvier 2010.

Becker G. (1983), « A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, pp. 371.

Benston G. (1989), *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revised and Reconsidered*, Norwell, Kluwer Academic Press.

Berger A., Herring R.J. et Szego G.P. (1995), « The role of capital in financial institutions », *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 393-430.

Bernanke B. (2009), « Financial Reform to Address Systemic Risk », Washington DC, 2009.

Bernard V., Merton R. et Papelu K. (1995), « Mark-to-Market Accounting for Banks and Thrifts: Lessons from the Danish Experience », *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n°1, pp. 1-32.

Bernou N. (2005), *Éléments d’économie bancaire : activité, théorie et réglementation*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université lumière – Lyon 2.

Bevir M. (2007), « Governance », *Encyclopedia of governance*, Thousand Oaks, SAGE Publications.

- Bieling H.-J. (2003)**, « Social Forces in the Making of the New European Economy: The Case of Financial Market Integration », *New Political Economy*, vol. 8, n°2, pp. 203–223.
- Bignon V., Couppey-Soubeyran J. et Scialom L. (2018)**, « 10 ans après... Bilan des réformes bancaires et financières depuis 2008 : avancées, limites, propositions », Terra Nova.
- BIS (2016)**, « Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets in 2016 ».
- Bloomberg Business (2013)**, « EU aides say transaction tax design hurts sovereign debt' », 2013.
- Blyth M. (1997)**, « “Any More Bright Ideas?” The Ideational Turn in Comparative Political Economy », *Comparative Politics*, vol. 29, n°2, pp. 229-250.
- Blyth M. (2002)**, *Great Transformation : Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Borio C. (2011)**, « Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism », *Capitalism and Society*, vol. 6, n°1.
- Bourdieu P. (1989)**, *La noblesse d'Etat*, Paris, Les Editions de Minuit.
- Boutillier M. et Bricongne J.-C. (2011)**, « Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés », *Revue d'économie politique*, vol. 121, n°4.
- Boyer R. (2002)**, « Variété du capitalisme et théorie de la régulation », *L'Année de la régulation*, vol. 6.
- Boyer R. (2015)**, *Economie politique des capitalismes*, Paris, La Découverte.
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2014)**, « Les crises financières », Rapport pour le Conseil d'analyse économique, n°50.
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004)**, « Les crises financières : analyse et propositions », Rapport pour le Conseil d'analyse économique.
- British Bankers' Association (2013)**, « Reforming the structure of the EU banking sector ».
- Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart C., Persaud A. et Shin H.S. (2009)**, « The fundamental principles of financial regulation », Geneva Reports on the World Economy, n°11, CEPR.
- Buchanan J., Tollison R. et Tullock G. (1980)**, *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society*, College Station, Texas A&M University Press.
- Buildings Societies Association (2013)**, « European Commission consultation on reforming the structure of the EU banking sector - Response by the Buildings Societies Association ».
- Buller J. et Lindstrom N. (2013)**, « Hedging its Bets: The UK and the Politics of European Financial Services Regulation », *New Political Economy*, vol. 18, n°3, pp. 391-409.
- Calomiris C. (2000)**, *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, New York, Cambridge University Press.
- Cartapanis A. (2009a)**, « Les Hedge Funds et le risque systémique : un réexamen après la crise des subprime », *in Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Paris, P.U.F.

Cartapanis A. (2009b), « Sous l'égide du G20 : vers une régulation macro-prudentielle des banques », in *Quelles perspectives pour les banques ?*, Paris, P.U.F.

CEIC (2017), « Capitalization: percent of GDP » [en ligne], <https://www.ceicdata.com> (consulté le 17/07/18).

Chavagneux C. et Philipponnat T. (2014), *La Capture*, Paris, La Découverte.

Chen W., Tan H.-T. et Wang E.Y. (2013), « Fair value accounting and managers' hedging decisions », *Journal of Accounting Research*, vol. 51, n°1, pp. 67-103.

Clift B. (2012), « Comparative Capitalisms, Ideational Political Economy and French Post-Dirigiste Responses to the Global Financial Crisis », *New Political Economy*, vol. 17, n°5.

Coase R. (1937), « The Nature of the Firm », *Economica*, vol. 4, n°16, pp. 386-405.

Coase R. (1960), « The problem of social cost », *Journal of Law and Economics*, vol. 3.

Coen D. et Thatcher M. (2008), « Network Governance and Multi-Level Delegation: European Networks of Regulatory Agencies », *Journal of Public Policy*, vol. 28, n°1, pp. 49-71.

Committee on the Global Financial System (2011), « Global liquidity – concepts, measurement and policy implications », n°Paper 45, Basel.

Committee on the Global Financial System (CGFS) (2018), « Structural changes in banking after the crisis », CGFS Papers, n°60.

Comotto R. (2010), « A white paper on the operation of the European repo market, the role of short-selling, the problem of settlement failures and the need for reform of market infrastructure », White paper, ICMA.

Comotto R. (2013), « Collateral damage: the impact of the Financial Transaction Tax on the European repo market and its consequences for the financial markets and the real economy », ICMA.

Confederation of British Industry (2013), « Structural reform of the banking sector: CBI submission to the European Commission ».

Corporate Europe Observatory (2013), « Robbing the Robin Hood Tax: the European Central Bank weighs in » [en ligne], <http://corporateeurope.org/financial-lobby/2013/07/robbing-robin-hood-tax-european-central-bank-weighs> (consulté le 12/12/18)

Corporate Europe Observatory (2014), « The Fire Power of the Financial Lobby » [en ligne], https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/financial_lobby_report.pdf (consulté le 04/06/19).

Council of the European Union (2015), « Council position on proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions ».

Coupey-Soubeyran J. (2003), « La supervision prudentielle des banques », *Encyclopaedia Universalis*.

Coupey-Soubeyran J. (2016), « Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ? », in *L'économie mondiale 2017*, Paris, La Découverte.

Courbis B. (1987), « Peut-on parler de désintermédiation en France », *Economie et humanisme*.

- Courbis B., Froment E. et Karlin M. (1990)**, « Banque et Finance », in *Encyclopédie économique*, Economica.
- Crédit Agricole (2013)**, « European Commission Consultative on Reforming the structure of the EU Banking Sector - Response of the Crédit Agricole Group ».
- Culpepper P. (2011)**, *Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Culpepper P. (2015)**, « Structural power and political science in the post-crisis era », *Business and Politics*, vol. 17, n°3.
- Culpepper P. et Reinke R. (2014)**, « Structural Power and Bank Bailouts in the United Kingdom and the United States », *Politics & Society*, vol. 42, n°4.
- Danielsson J., Embrechts P., Goodhart C., Keating C., Muennich F., Renault O. et Shin H.S. (2001)**, « An academic response to Basel II », *Financial Market Group, Special Paper n°130, London School of Economics*.
- Dardot P. et Laval C. (2009)**, *La nouvelle raison du monde. Essai sur la société néolibérale*, La Découverte.
- De Visscher C., Maiscocq O. et Varone F. (2008)**, « The Lamfalussy Reform in EU Securities Markets: Fiduciary Relationships, Policy Effectiveness and Balance of Power », *Journal of Public Policy*, vol. 28, n°1, pp. 19-47.
- Demsetz H. (1968)**, « Why regulate utilities? », *Journal of Law and Economics*, vol. 11.
- Den Hertog J. (2010)**, « Review of economic theories of regulation », *Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series 10-18*.
- Denord F. (2007)**, *Le néo-libéralisme à la française. Histoire d'une idéologie politique*, Marseille, Agone.
- Deutsche Bank (2013)**, « European Commission Consultative on Reforming the structure of the EU Banking Sector - Response of the Deutsche Bank AG ».
- Deutsche Kreditwirtschaft (2013)**, « Opinion to Directorate General Internal Market and Services: Consultation Paper on Reforming the Structure of the EU Banking Sector ».
- Dewatripont M. et Tirole J. (1993)**, *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, Massachusetts, MIT press.
- Diamond D. (1984)**, « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 59.
- Diamond D. et Dybvig P. (1983)**, « Bank run, deposit insurance, and liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n°3, pp. 401-419.
- Dixon K. (2005)**, *Un abécédaire du blairisme*, Bellecombe-en-Bauges, Le Croquant.
- Donnelly S. (2007)**, « The International Accounting Standards Board », *New Political Economy*, vol. 12, n°1, pp. 117-125.
- Donnelly S. (2010)**, *The Regimes of European Integration*, Oxford, Oxford University Press.

Downs A. (1957), *An Economic Theory of Democracy*, New York, Harper and Row.

D'Souza C., Gravelle T., Engert W. et Orsi L. (2010), « Contingent Capital and Bail-In Debt: Tools for Bank Resolution », *Bank of Canada Financial System Review*.

Durand C. (2015), *Le capital fictif. Comment la finance s'approprie notre avenir*, Paris, Les prairies ordinaires.

Durand C. et Keucheyan R. (2015), « Financial hegemony and the unachieved European state », *Competition and Change*, vol. 19, n°2.

Dyson K. et Quaglia L. (2010), *European Economic Governance and Policies. Volume II: Commentary on Key Policy Documents*, Oxford, OUP.

Eichengreen B. (2015), *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the Uses-and Misuses-of History*, Oxford, Oxford University Press.

Elliott D., Salloy S. et Oliveira Santos A. (2012), « Assessing the Cost of Financial Regulation », IMF Working papers, IMF.

Euronext (2018), « Reports and Statistics ».

European Association of Cooperative Banks (2013), « EACB Response on the European Commission Consultative Document Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

European Association of Public Banks EAPB (2013), « EAPB Response on the European Commission Consultative Document Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

European Banking Authority (EBA) (2017), « G-SII Disclosure 2017 ».

European Banking Authority (EBA) (2018), « G-SII Disclosure 2018 ».

European Banking Federation (2013a), « EBF Response to the European Commission Consultation on Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

European Banking Federation (2013b), « Joint letter to Michael Noonan, Minister of Finance of the Republic of Ireland ».

European Banking Federation (EBF) (2017), « EBF Facts and Figures 2017 ».

European Banking Federation (EBF) (2018), « EBF Facts and Figures 2018 ».

European Central Bank (2002), « Main features of the repo market in the Euro Area ».

European Central Bank (2013), « Enhancing the monitoring of shadow banking », ECB Monthly Bulletin.

European Central Bank (ECB) (2018), « Base de données CBD2 (Consolidated Banking Data) ».

European Commission (2011a), « Economic Governance in the European Union », Eurobarometer 74.

European Commission (2011b), « Impact Assessment accompanying the proposals for MiFID and MiFIR », Staff Working Paper.

European Commission (2012), « European Financial Stability and Integration Report ».

European Commission (2013a), « Impact assessment: enhanced cooperation in the area of financial transaction tax », Commission Staff Working Document.

European Commission (2013b), « Impact assessment. Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax ».

European Commission (2013c), « Reforming the Structure of the EU Banking Sector: Consultation Paper ».

European Commission (2014a), « Implementing enhanced cooperation in the area of Financial Transactions Tax », Non-paper by DG TAXUD.

European Commission (2014b), « Proposal on banking structural reform ».

European Commission (2015), « Call for evidence : EU regulatory framework for financial services », Consultation paper.

European Savings Banks Group (2013), « ESG Response on the European Commission Consultative Document Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

Expert Group on the IAS regulation (2014), « An overview of the literature on the role of IFRS in the financial crisis ».

Fama E. (1965), « Random walks in stock market prices », *Financial Analysts Journal*.

Fama E. (1970), « Efficient capital market: a review of theory and empirical works », *Journal of finance*, vol. 25.

Federal Deposit Insurance Corporation (2014), « Selected sections of the Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ».

Fédération bancaire française (2013), « French Banking Federation Response on the European Commission Consultative Document Reforming the structure of the EU Banking Sector ».

Figuière C. et Rocca M. (2012), « Gouvernance : mode de coordination innovant ? Six propositions dans le champ du développement durable », *Innovations*, vol. 3, n°39, pp. 169-190.

Finance Watch (2012), « Investing not betting », Position paper on MiFID 2/MiFIR.

Finance Watch (2015), « Statuts coordonnés suite aux modifications statutaires décidées au cours de l'assemblée générale du 8 avril 2015 ».

Finance Watch (2017), « Too-big-to-regulate: The EU's bank structural reform proposal failed ».

Financial Stability Board (2011), « Shadow Banking: Scoping the Issues ».

Financial Stability Board (2012), « Global shadow banking monitoring report ».

Financial Stability Board (2014), « Structural Banking Reforms. Cross-border consistencies and global financial stability implications », Report to G20 Leaders for the November 2014 Summit.

Financial Stability Board (FSB) (2018), « Global Shadow Banking Monitoring Report 2017 ».

Financial Times (2012), « France unveils bank reforms », 19 décembre 2012.

Financial Times (2013a), « Banks call on BoE to oppose financial transaction tax », 2013.

Financial Times (2013b), « German companies weigh in against tobin tax », 2013.

- Financial Times (2013c)**, « Funds hit at planned European transactions tax », 30 avril 2013.
- Financial Times (2015)**, « EU finance ministers back drive to tackle ‘too big to fail’ banks », 19 juin 2015.
- Financial Times Deutschland (2010)**, « Deutschlands machtloser Bankenverband », 21 juillet 2010.
- Fioretos O. (2001)**, « The Domestic Sources of Multilateral Preferences: Varieties of Capitalism in the European Community », in *Varieties of Capitalism*, Oxford, Oxford University Press.
- Francis J. (1993)**, *The Politics of Regulation: A Comparative Perspective*, Cambridge, Blackwell.
- Friedman M. (1968)**, « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, n°1.
- FTT Working Party on Tax Questions-Indirect Taxation (2013)**, « Implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax questions to the Commission from the working level ».
- FTT Working Party on Tax Questions-Indirect Taxation (2014)**, « Technical questions related to definition and scope ».
- Futures Industry Association (2018)**, « Total 2017 volume 25.2 billion contracts, down 0.1% from 2016 ».
- G20 (2009)**, « G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit ».
- Gabor D. (2016)**, « A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking », *Journal of European Public Policy*, vol. 23, n°6.
- Gallup (2013)**, « European Countries Lead World in Distrust of Banks ».
- Gambacorta L. et Van Rixtel A. (2013)**, « Structural Bank Regulation Initiatives: Approaches and Implications », BIS Working Paper, n°412.
- Gamble A. (2009)**, *The Spectre at the Feast: Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Basingstoke, Palgrave.
- Ganderson J. (2018)**, « Breaking Up the Banks: A Comparative Analysis of Banking Structural Reforms in Three European Countries », ECPR Joint Sessions, Nicosia, 2018.
- Gauthier C., Lehar A. et Souissi M. (2010)**, « Macroprudential Regulation and Systemic Capital Requirements », *Bank of Canada Working Paper*.
- Giddens A. (2007)**, *Le Nouveau Modèle européen*, Paris, Hachette Littératures.
- Goldman Sachs (2013)**, « Financial transaction tax: how severe? », Goldman Sachs Global Investment Research.
- Grossman E. (2004)**, « Bringing Politics Back In: Rethinking the Role of Economic Interest Groups in European Integration », *Journal of European Public Policy*, vol. 11, n°4, pp. 637-654.
- Groupe De Larosière (2009)**, « Rapport du groupe de haut niveau sur la supervision financière au sein de l’UE », Bruxelles, Commission européenne.
- Gunningham N. (1995)**, « Environment, self-regulation and the chemical industry: Assessing responsible care », *Law & Policy*, vol. 17, n°1, pp. 57-109.

- Guttman R. (2015)**, *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Gyunther R. (1967)**, « Accounting Concepts and Behavioral Hypotheses », *The accounting review*, vol. 42, n°2, pp. 274-290.
- Hackethal A., Schmidt R. et Tyrell M. (2006)**, « The transformation of the German financial system », *Revue d'économie politique*, vol. 116, n°4, pp. 431-456.
- Haldane A.G. et Madouros V. (2012)**, « The dog and the Frisbee ».
- Hall P. (1989)**, *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across nations*, Princeton, Princeton University Press.
- Hall P. (1993)**, « Policy Paradigms, Social Learning and the State: The Case of Economic Policy-Making in Britain », *Comparative Politics*, vol. 25, pp. 275-296.
- Hall P. et Soskice D. (2002)**, « Les variétés du capitalisme », *L'Année de la régulation*, vol. 6, pp. 47-124.
- Hancher L. et Moran M. (1989)**, *Capitalism, Culture and Regulation*, Oxford, Clarendon Press.
- Hantke-Domas M. (2003)**, « The Public Interest Theory of Regulation: Non-Existence or Misinterpretation? », *European Journal of Law and Economics*, vol. 15, pp. 165–194.
- Hardie I. et Howarth D. (2013a)**, *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press.
- Hardie I. et Howarth D. (2013b)**, *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press.
- Hardie I. et Macartney H. (2016)**, « EU Ring-Fencing and the Defence of Too-Big-to-Fail Banks », *West European Politics*, vol. 39, n°3.
- Harnay S. et Scialom L. (2015)**, « The influence of the economic approaches to regulation on banking regulations : a short history of banking regulations », *Cambridge Journal of Economics*.
- Hauser A. (2013)**, « The future of repo: “too much” or “too little”? », Londres, 13 juin 2013.
- Helleiner E. (2010)**, « A Bretton Woods Moment? The 2007–2008 Crisis and the Future of Global Finance », *International Affairs*, vol. 86, n°3, pp. 619–636.
- Hellwig M. (2009)**, « Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage financial crisis », *De Economist*, vol. 157, n°2.
- Hirshleifer J. (1976)**, « A Comment », *Journal of Law and Economics*, vol. 19, pp. 241–4.
- Hood C. (1991)**, « A public management for all seasons? », *Public Administration*, vol. 6, n°1, pp. 3-19.
- Hood C., Rothstein H. et Baldwin R. (2001)**, *The Government of Risk*, Oxford.
- Hooghe L. et Marks G. (2000)**, *Multi-level governance and European integration*, London, Rowman & Littlefield.
- House of Lords (2014)**, « ‘Bank Structural Reform’, Correspondence with Minister ».

Howarth D. et Quaglia L. (2016), *Political Economy of European Banking Union*, Oxford, Oxford University Press.

IASB (1989), « Conceptual framework », IFRS Foundation.

IMF (2009), « IMF to assess G-20 progress on recovery, mulls financial levy ».

IMF (2010), « Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Background Material », IMF.

IMF (2012), « France: 2012 Article IV Consultation – Staff Report », IMF.

IMF (2014), « Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets », World Economic and Financial Surveys.

IMF (2016), « World Economic Outlook Database ».

Independent commission on banking (2011), « Independent commission on banking: final report ».

ITUC (2012), « ITUC global poll 2012 - how banks can contribute to society: very strong popular support for financial transactions tax ».

Jabko N. (2006), *Playing the Market: A Political Strategy for Uniting Europe, 1985-2005*, Ithaca, Cornell University Press.

Jacobsen J.K. (1995), « Much Ado About Ideas. The Cognitive Factor in Economic Policy », *World Politics*, vol. 47, n°1, pp. 283–310.

Jaggi B., Winder J. et Lee C.-F. (2010), « Is There a Future for Fair Value Accounting After the 2008–2009 Financial Crisis? », *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies*, vol. 13, n°3, pp. 469-493.

James S. (2017), « The structural-informational power of business: credibility, signalling and the UK banking reform process », *Journal of European Public Policy*.

James S. et Quaglia L. (2017), « Brexit and the Limits of Financial Power in the UK », GEG Working Paper, n°129.

Jeffers E. et Plihon D. (2012), « Le Shadow banking et la crise financière », *Cahiers français*, vol. 375.

Jensen M. (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n°2, pp. 323-329.

Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.

Jessop B. (1990), *State Theory: Putting the capitalist state in its place*, University Park, Penn State University Press.

Jessop B. (2002), « Governance and Metagovernance: On Reflexivity, Requisite Variety, and Requisite Irony », *Discussion paper, Department of Sociology, Lancaster University*.

Joskow P. et Noll R. (1981), « Regulation in Theory and Practice: An Overview », in *Studies in Public Regulation*, Cambridge, The MIT Press, pp. 1-66.

Kashyap A. et Stein J. (s. d.), « Cyclical Implications of Basel-II Capital Standards », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, vol. 28, pp. 18-31.

- Kastner L. (2018)**, « Business lobbying under salience – financial industry mobilization against the European financial transaction tax », *Journal of European Public Policy*, vol. 25, n°11.
- Katzenstein P.J. (1978)**, *Between Power and Plenty*, Madison, University of Wisconsin Press.
- Kerr M. (1984)**, *A History of the Eurobond Market: The First 21 Years*, London, Euromoney Publications.
- Keynes J.M. (1936)**, *The General theory of Employment, Interest and Money*, Londres, MacMillan.
- Khurana I. et Kim M.-S. (2003)**, « Relative value relevance of historical cost vs. fair value : evidence from bank holding companies », *Journal of accounting and public policy*, vol. 22, pp. 19-42.
- Kroszner R. et Rajan R. (1994a)**, « Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before 1933 », *American Economic Review*, vol. 84, n°4, pp. 810-832.
- Kroszner R. et Rajan R. (1994b)**, « Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the US experience with universal banking before 1933 », *American Economic Review*, vol. 84.
- La Tribune (2012a)**, « Jean Peyrelevade prône la séparation des activités bancaires », 11 janvier 2012.
- La Tribune (2012b)**, « La taxe sur les transactions financières votée par une commission du Parlement européen », 25 avril 2012.
- Labye A. (2013)**, « Quel avenir pour la banque universelle ? Une analyse empirique appliquée à la zone euro », *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*, vol. 89, n°1.
- Laffont J.-J. et Tirole J. (1986)**, « Using Cost Observation to Regulate Firms », *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 614-641.
- Laffont J.-J. et Tirole J. (1993)**, *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge, MIT Press.
- Landau J.-P. (2004)**, « Les Nouvelles Contributions financières internationales », La Documentation française.
- Laurens S. (2015)**, *Les courtiers du capitalisme. Milieux d'affaires et bureaucrates à Bruxelles*, Marseille, Agone.
- Laux C. et Leuz C. (2009)**, « The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate », *Accounting, Organizations, and Society*, vol. 34, pp. 826-834.
- Lemoine B. (2016)**, *L'ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte.
- Les Echos (2010)**, « 2009, année de récession mondiale », 16 février 2010.
- Les Echos (2014)**, « Rémunérations de Dexia : Bercy, premier serviteur des banques ? », 31 janvier 2014.
- Levy B. et Spiller P. (1994)**, « The Institutional Foundations of Regulatory Commitment: A Comparative Analysis of Telecommunications Regulation », *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 10, n°2, pp. 201-246.
- Lewis M.K. (1992)**, « Modern banking in theory and practice », *Revue Economique*, vol. 43, n°2.
- L'Expansion (2012)**, « Réforme bancaire : des lobbys très investis », 5 décembre 2012.

L'Expansion (2013), « Hollande et la finance : “La collusion entre banquiers et politiques est toujours aussi forte” », 19 juillet 2013.

Liberal Democrats (2010), « Liberal Democrat Manifesto - 2010 ».

Llewellyn Consulting (2012), « Financing European growth: the challenges for markets, policy makers and investors ».

London Stock Exchange (LSE) (2018), « Stock market reports and statistics ».

Lordon F. (2015), *Imperium : Structures et affects des corps politiques*, Paris, La Fabrique.

Lucas R. (1972), « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, vol. 4, n°2.

Macartney H. (2009), « Variegated Neo-liberalism: Transnationally Oriented Fractions of Capital in EU Financial Market Integration », *Review of International Studies*, vol. 35, n°2, pp. 451-480.

MacKenzie D. et Millo Y. (s. d.), « Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, vol. 109, n°1.

Magnan M. (2009), « Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor? », *CIRANO scientific publications*, n°27.

Magnan M. et Thornton D. (2009), « Fair Value Accounting », *CIRANO scientific publications*, n°47.

March J. et Olsen J. (1984), « The New Institutionalism: Organisational Factors in Political Life », *American Political Science Review*, vol. 78.

Marianne (2018), « Comment l'Europe s'apprête à noyer la taxe sur les transactions financières », 6 décembre 2018.

Markowitz H. (1952), « Portfolio selection », *Journal of Finance*, vol. 7, pp. 77-91.

Maskin E. et Tirole J. (2004), « The Politician and the Judge. Accountability in Government », *American Economic Review*, pp. 1034-1054.

Mbaye S., Moreno Badia B. et Chae K. (2018), « Global Debt Database: Methodology and Sources », IMF Working papers, IMF.

McCubbins M., Noll R. et Weingast B. (1987), « Administrative Procedures as Instruments of Political Control », *Journal of Law, Economics and Organisation*, vol. 3, pp. 243-286.

McKinnon R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., Brookings Institution.

McNamara K. (1998), *The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union*, Ithaca, Cornell University Press.

Meltzer A. (1967), « Major issues in the regulation of financial institutions », *Journal of Political Economy*, vol. 75, n°4, pp. 482-501.

Milner H. (1992), « International Theories of Co-operation of Nations: A Review Essay », *World Politics*, vol. 44, n°3, pp. 466-496.

Mingus M. (2007), « Global Civil Society », *Encyclopedia of governance*.

- Mitchell W. et Simmons R. (1994)**, *Beyond Politics: Markets, Welfare and the Failure of Bureaucracy*, Boulder, Westview Press.
- Modigliani F. et Miller M. (1958)**, « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- Molyneux P. (2017)**, « Are Banks Public Utilities? Evidence from Europe », *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 20, n°3.
- Monnet E. (s. d.)**, *Politique monétaire et politique du crédit en France pendant les Trente Glorieuses 1945-1973*, Thèse de doctorat, Ecole des hautes études en sciences sociales.
- Moravcsik A. (1998)**, *The Choice for Europe: Social Purpose and State Power from Messina to Maastricht*, Ithaca (NY), Cornell University Press.
- Moret-Bailly J., Ruiz Fabri H. et Scialom L. (2017)**, « Les conflits d'intérêts, nouvelle frontière de la démocratie », Terra Nova.
- Morgan J.P. / Reuters (1996)**, « RiskMetrics – Technical Document, , 4. Ed, New York and London ».
- Morin F. (1998)**, « Le modèle français de détention et de gestion du capital - Analyse, prospective et comparaisons internationales », Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.
- Mügge D. (2006)**, « Reordering the Marketplace: Competition Politics in European Finance », *Journal of Common Market Studies*, vol. 44, n°5, pp. 991–1022.
- Mügge D. (2011)**, « From Pragmatism to Dogmatism. EU Governance, Policy Paradigms, and Financial Meltdown », *New Political Economy*, vol. 16, n°2, pp. 185–206.
- Muller J. (2013)**, « An accounting revolution ? The financialisation of standard », *Critical perspectives on accounting*, vol. 25, n°7.
- Natixis (2011)**, « Séparation de la banque de détail et de la banque d'investissement : attention aux effets pervers », Flash Economie, n°825.
- Nesvetailova A. et Palan R. (2010)**, « The End of Liberal Finance? The Changing Paradigm of Global Financial Governance », *Millennium*, vol. 38, n°3, pp. 1-29.
- Newman O. (1980)**, *The Challenge of Corporatism*, London, Macmillan.
- Nölke A. (2010)**, « The Politics of Accounting », in *Global Finance in Crisis*, Londres, Routledge, pp. 37-55.
- North D. (1981)**, *Structure and Change in Economic History*, New York, Norton.
- North D. (1990)**, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Offe C. (1972)**, *Strukturprobleme des kapitalistischen Staates*, Frankfurt, Suhrkamp.
- Ogus A. (2004)**, *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, Oxford, Hart Publishing.
- Olson M. (1965)**, *The Logic of Collective Action. Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge, Cambridge, Harvard University Press.
- Olson M. (1982)**, *The rise and decline of nations*, New Haven, Yale University Press.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2018), « Value added by activity (indicator) », OCDE Data.

Osborne D. et Gaebler T. (1993), *Reinventing government: how the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*, New York, Plume.

Ostrom E. (1986), « An Agenda for the Study of Institutions », *Public Choice*, vol. 48.

Pagliari S. et Young K. (2013), « The wall Street–main street nexus in financial regulation: business coalitions inside and outside the financial sector in the regulation of OTC derivatives », in *Great Expectations, Slow Transformations: Incremental Change in Financial Governance*, Colchester, ECPR Press.

Pagliari S. et Young K. (2017), « Capital united? Business unity in regulatory politics and the special place of finance », *Regulation and Governance*, vol. 11, n°1.

Palier B. et Surel Y. (2005), « Les « trois I » et l'analyse de l'État en action », *Les « trois I » et l'analyse de l'État en action*, vol. 55, pp. 7-32.

Peltzman S. (1976), « Towards a More General Theory of Regulation », *Journal of Law and Economics*, vol. 19, pp. 211-240.

Peltzman S. (1993), « George Stigler's Contribution to the Economics of Regulation », *Journal of Political Economy*, vol. 101, pp. 818-832.

Persaud A. (2008), « Regulation, valuation and systemic liquidity », *Financial stability review*, n°12, pp. 75-83.

Persaud A. (2013), « Europe should embrace a financial transaction tax », *Financial Times*, 28 mai 2013.

Plantin G., Sapra H. et Song Shin H. (2008), « Marking-to-market: Panaceas or Pandora's box? », *Journal of Accounting Research*, vol. 46, n°2, pp. 435-460.

Plihon D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, Paris, La découverte.

Plihon D. et Miotti L. (2001), « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Economie internationale*, vol. 85, pp. 3-36.

Plihon D. et Rousseaux A. (2015), *Le livre noir des banques*, Paris, Les Liens qui Libèrent.

Porter T. (2005), *Globalization and Finance*, Cambridge, Polity Press.

Posner E. (2005), « Sources of institutional change: The supranational origins of Europe's new stock markets' », *World Politics*, vol. 58.

Posner E. (2009), « Making Rules for Global Finance: Transatlantic Regulatory Cooperation at the Turn of the Millennium », *International Organization*, vol. 63, pp. 665–699.

Posner E. et Véron N. (2010), « The EU and financial regulation: Power without purpose? », *Journal of European Public Policy*, vol. 17, n°3.

Posner R. (1974), *Theories of Economic Regulation*, Bell Management Science.

Posner R. (1981), *The Economics of Justice*, Cambridge, Harvard University Press.

- Poszar Z. (2011)**, « Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System », IMF Working Paper, n°190.
- Potters J. et Sloof R. (1996)**, « Interest groups: A survey of empirical models that try to assess their influence », *European Journal of Political Economy*, pp. 403-442.
- Przeworski A. et Wallerstein M. (1988)**, « Structural Dependence of the State on Capital », *American Political Science Review*, vol. 82, n°1.
- Quaglia L. (2008)**, « Committee Governance in the Financial Sector in the European Union », *Journal of European Integration*, vol. 30, n°3, pp. 565-580.
- Quaglia L. (2010)**, « Completing the Single Market in Financial Services: The Politics of Competing Advocacy Coalitions », *Journal of European Public Policy*, vol. 17, n°7, pp. 1007–1022.
- Quaglia L. (2012)**, « The ‘old’ and ‘new’ politics of financial services regulation in the European Union », *New Political Economy*, vol. 17, n°4, pp. 515-535.
- Quaglia L., Howarth D. et Liebe M. (2016)**, « The Political Economy of European Capital Markets Union », *Journal of Common Market Studies*, vol. 54.
- Reinhardt C. et Rogoff K. (2009)**, *This time is different – Eight centuries of Financial folly*, Princeton, Princeton University Press.
- Reuters (2014)**, « EU bank trading plan stops short of U.S. Volcker Rule », 6 juin 2014.
- Rhodes R. (1997)**, *Understanding Governance: Policy Networks, Governance, Reflexivity and Accountability*, Buckingham, Open University Press.
- Röpke W. (1946)**, *Civitas humana ou les Questions fondamentales de la Réforme économique et sociale*, Paris, Librairie de Médicis.
- Rowley C., Tollison R. et Tullock G. (1988)**, *The Political Economy of Rent-Seeking*, Boston, Kluwer Academic Publishers.
- Royal Bank of Scotland (2013)**, « European Commission consultation on reforming the structure of the EU banking sector - Response by RBS Group plc ».
- Rüffer R. et Stracca L. (2006)**, « What is global excess liquidity, and does it matter? », n°Working Paper 696, ECB.
- Sabatier, P. et Jenkins-Smith, H. (dir.) (1993)**, « Policy Change and Learning: An Advocacy Coalition Approach », in Boulder, Westview Press, pp. 29-30.
- Sargent T. (1973)**, « Rational Expectations, the Real Rate of Interest, and the Natural Rate of Unemployment », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2.
- Schmid M. et Walter I. (2009)**, « Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 18.
- Schmidt R. et Tyrell M. (2003)**, « What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular? », Working Paper, J.W.Goethe Universität Frankfurt.
- Scholte J.A. (2013)**, « Civil Society and Financial Markets: What Is Not Happening and Why ».
- Schotter A. (1981)**, *The Economic Theory of Social Institutions*, New York, Cambridge University Press.

- Schulmeister S. (2009)**, « A general financial transaction tax: a short cut of the pros, the cons and a proposal », n°WIFO Working Paper344/2009, WIFO.
- Schulmeister S. (2015)**, « The struggle over the Financial Transactions Tax. A politico-economic farce », *Revue de l'OFCE*, vol. 141.
- Schulmeister S., Schratzenstaler M. et Picek O. (2008)**, « A General Financial Transaction Tax – Motives, Revenues, Feasibility and Effects », Study of the Austrian Institute of Economic Research, WIFO.
- Scialom L. (2011)**, « Stratégies et instruments d'une régulation macroprudentielle », *Revue d'économie financière*, vol. 3, n°103.
- Scialom L. (2016)**, « Union bancaire inachevée : danger ! », Terra Nova.
- Scialom L. (2019)**, *La fascination de l'ogre : ou comment desserrer l'étau de la finance*, Paris, Fayard.
- Scialom L. et Ondo-Ndong S. (2009)**, « Northern Rock: the anatomy of a crisis, the prudential lessons », in *Financial institutions and markets, vol 2, 2007-08 The year of crisis*, Palgrave.
- Scialom L. et Tadjeddine Y. (2014)**, « Banques hybrides et réglementation des banques de l'ombre », Terra Nova.
- Self P. (1985)**, *Political Theories of Modern Government*, London, George Allen and Unwin.
- Shaw E. (1973)**, *Shaw E.S. (1973) Financial Deepening in*, New York, Oxford University Press.
- Shepsle K. (1986)**, « Institutional Equilibrium and Equilibrium Institutions », in *Political Science : The Science of Politics*, New York, Agathon, pp. 51-81.
- Shepsle K. et Weingast B. (1987)**, « The Institutional Foundations of Committee Power », *American Political Science Review*, vol. 81.
- Standard Chartered (2013)**, « European Commission consultation on reforming the structure of the EU banking sector - Response by Standard Chartered Bank ».
- Stigler G. (1971)**, « The theory of economic regulation », *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, pp. 3.
- Stigler G. (1974)**, « Free Riders and Collective Action: an Appendix to Theories of Economic Regulation », *Free Riders and Collective Action: an Appendix to Theories of Economic Regulation*, vol. 5, pp. 359-366.
- Stigler G. et Friedland C. (1962)**, « What can regulators regulate? The case of electricity », *Journal of Law and Economics*, vol. 5.
- Stoker G. (1999)**, *The New Management of British Local Governance*, London, Macmillan.
- Stolz S. et Wedow M. (2010)**, « Extraordinary measures in extraordinary times: Public measures in support of the financial sector in the EU and the United States », Discussion Paper Series 1: Economic Studies, n°13, Deutsche Bundesbank.
- Story J. et Walter I. (1997)**, *Political Economy of Financial Integration in Europe: The Battle of the Systems*, Manchester, Manchester University Press.

Strange S. (1996), *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*, New York, Cambridge University Press.

Süddeutsche Zeitung (2014), « Klinkenputzen für die Frankfurter », 13 mars 2014.

Surel Y. (2000), « The Role of Cognitive and Normative Frames in Policy-Making », *Journal of European Public Policy*, vol. 7, n°4.

The Telegraph (2009), « City is too big and socially useless, says Lord Turner », 26 août 2009.

The Telegraph (2011), « Archbishop of canterbury Rowan Williams calls for new tax on bankers », 2011.

Tooze A. (2018), *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Viking.

Tullock G. (1967), « The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies and Theft », *Western Economic Journal*, vol. 5, pp. 224-232.

Tullock G. (1978), *Le Marché politique. Analyse économique des processus politiques*, Paris, Economica.

Tullock G. (1993), *Rent Seeking*, Aldershot, Edward Elgar.

Ul Haq, M., Kaul, I. et Grunberg, I. (dir.) (1996), *The Tobin Tax : Coping With Financial Volatility*, Oxford, Oxford University Press.

Underhill G. (1997), « The Making of the European Financial Area: Global Market Integration and the EU Single Market for Financial Service », in *The New World Order in International Finance*, London, London.

Underhill, G., Blom, J. et Mügge, D. (dir.) (2010), *Global Financial Integration Thirty Years On*, Cambridge, Cambridge University Press.

UniCredit (2013), « UniCredit reply to the European Commission's consultation on the Structural Reform of the Banking Sector ».

Véron N. (2014), « Defining Europe's Capital Markets Union », Bruegel Policy Contribution, n°Working Paper No. 2014/12.

Wahl P. (2014), « The European civil society campaign on the financial transaction tax », Working Paper, n°20, Global Labour University project 'Combating Inequality'.

WEED (2009), « International financial transaction tax on the Pittsburgh agenda ».

Whittington G. (2008), « Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View », *Abacus*, vol. 44, n°2, pp. 139-168.

Widmaier W., Blyth M. et Seabrooke L. (2007), « Exogenous Shocks or Endogenous Constructions? The Meanings of Wars and Crises », *International Studies Quarterly*, vol. 51, n°4, pp. 747-759.

Williamson O. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economic of Internal Organization*, New York, The Free Press.

Wilson J. (1980), *The Politics of Regulation*, New York, Basic Books.

Wood D. (2005), *Governing Global Banking*, Aldershot, Ashgate.

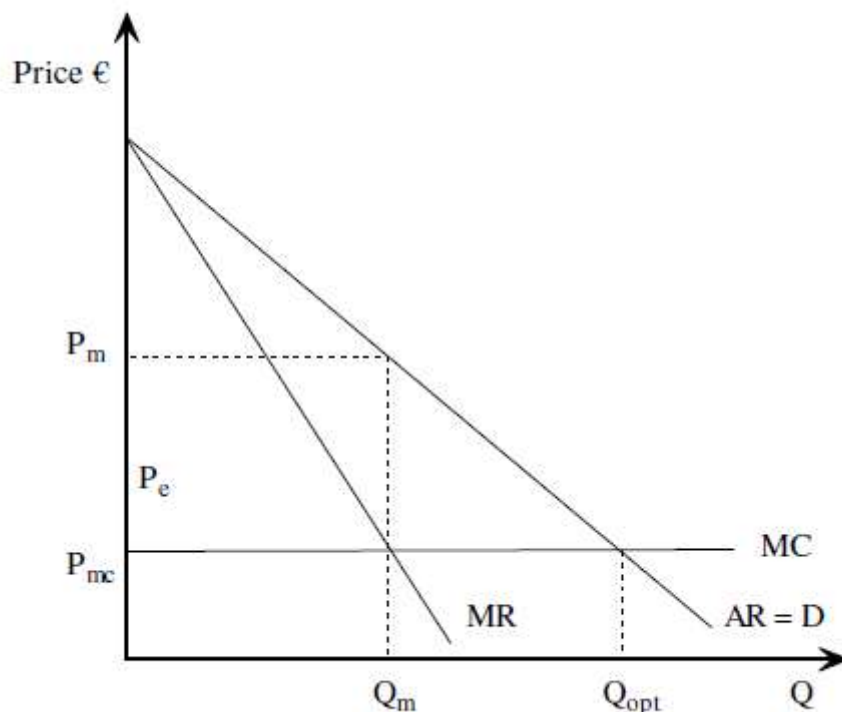
World Federation of Exchanges (WFE) (2018), « Market Statistics ».

Zhang Y. et Andrew J. (2014), « Financialisation and the conceptual framework », *Critical perspectives on accounting*, vol. 25, n°2, pp. 17-26.

Annexes

Annexe 1 : Le cas du monopole dans le modèle des intérêts spéciaux de Peltzman

Peltzman propose un modèle basé sur la réglementation des prix, où les prix élevés bénéficient à l'industrie (et génèrent davantage de soutien de la part des cartels) et où les prix bas bénéficient aux consommateurs. Le régulateur souhaite obtenir le prix qui maximise le soutien politique, de sorte que les gains électoraux liés à un transfert de richesse vers l'industrie compensent les pertes liées à l'augmentation des prix. Il examine le cas d'une entreprise en situation de monopole en se basant sur un modèle classique en micro-économie où le coût marginal de production de l'entreprise en situation de monopole est considéré constant, et où la demande décroît de manière linéaire par rapport à la production.



Graphique 28 : modèle de réglementation de Peltzman

Le prix qui maximise le bien-être social est $P_{mc}=MC$, à la rencontre de la courbe de demande et du coût marginal. Le prix qui maximise le profit de l'entreprise en monopole se trouve à la rencontre de la courbe du coût marginal et du revenu marginal, noté P_m .

Contrairement à la théorie de Stigler, Peltzman suggère que le régulateur ne va pas choisir le prix P_m qui maximise le profit de l'entreprise en situation de monopole, mais un prix P_e , qui diffère donc du prix de marché, à partir duquel l'augmentation des profits du monopole, et donc de son soutien politique, ne suffit plus à compenser les pertes de votes liées à l'augmentation du prix.

Annexe 2 : Les justifications théoriques de la réglementation de capital

Dans la littérature néo-institutionnaliste, on justifie la réglementation bancaire par le fait que la discipline de marché serait par ailleurs en partie inefficace pour empêcher les banques d'adopter des comportements risqués. Pour **Jensen et Meckling 1976**, il existe en effet des asymétries d'information entre les managers des banques et leurs actionnaires (liées au fait que l'information sur le portefeuille de crédit est une information privée) qui empêchent ces derniers d'exercer un contrôle adéquat. Ceux-ci étant les premiers à subir les pertes d'une éventuelle faillite, ils seraient pourtant, en théorie, les mieux à même de contrôler les risques pris par les banques. En particulier, la mise en place d'une garantie publique des dépôts est justifiée par le fait que les activités de transformation de maturité des banques les rendent vulnérables aux paniques bancaires (**Diamond et Dybvig, 1983**). Avec un passif liquide (dépôts qui peuvent être retirés à tout instant) et des actifs illiquides (prêts), les banques sont sous la menace de retraits massifs des dépôts qui revêtent un caractère auto-réalisateur.

La mise en place d'une réglementation de capital, visant à contraindre les banques à conserver un niveau de capitaux propres suffisant pour financer leurs activités, est quant à elle justifiée de différentes manières. Dans les conditions « parfaites » de marché décrites par **Modigliani et Miller (1958)**, la proportion du financement des banques sous forme de capital ou de dette devrait être indifférente ; mais on trouve dans la littérature plusieurs facteurs expliquant que les banques seraient incitées à prendre des risques, et en particulier à favoriser le financement par la dette plutôt que par le capital. A commencer par les asymétries d'information (**Jensen 1986**) ou des problèmes d'agence. Les prises de risques de la part des banques sont d'autant plus importantes que les actionnaires et les managers ont intérêt à maximiser la valeur de leurs actions, à adopter un comportement à risque voire à dissimuler les difficultés. A l'inverse, les déposants, moins informés, sont dépourvus des moyens de contrôler efficacement les banques (**Dewatripont et Tirole, 1993**). La préférence pour l'endettement peut aussi s'expliquer par la fiscalité, les intérêts pouvant généralement être déduits des impôts (**Berger et al. 1995**). Les mécanismes de garantie des dépôts conduisent par ailleurs à des comportements opportunistes de la part des banques (aléa moral). Ils réduisent l'intérêt d'une augmentation de capital pour les actionnaires (solvabilité accrue) par ailleurs désavantageuse en termes de retour sur investissement. Les travaux de **Laffont et Tirole (1986, 1993)** en théorie de l'agence modélisent la réglementation de capital comme un problème Principal-Agent entre un système d'assurance-dépôts et une banque privée. Il convient de contraindre les banques à conserver un niveau de capitaux propres suffisant pour financer leurs activités, dans la mesure où les managers sont incités à augmenter leur levier, et recourant au financement par la dette plutôt que par le capital. Ces différentes raisons expliquent pourquoi les réglementations bancaires de Bâle imposent un taux minimum de capitaux propres afin de diminuer les prises de risque de la part des banques.

Annexe 3 : Brève revue de littérature sur l'accord de Bâle III

Bâle III introduit des exigences de capital supplémentaires (redéfinition des capitaux propres, augmentation de la pondération des risques liés aux dérivés et à la titrisation, introduction des tampons contracycliques). La crise financière a montré que les banques devaient détenir davantage de capitaux propres. **Les exigences minimales de capital** sont augmentées dans le cadre de Bâle III, avec une définition plus stricte des fonds propres. La pondération des risques augmente substantiellement en comparaison avec Bâle II, en particulier sur les actifs détenus pour compte propre (*trading account assets*). C'est en particulier le cas pour les établissements financiers d'importance systémiques (EFIS) qui se verront par ailleurs appliquer une **surcharge de capital réglementaire** allant jusqu'à 3,5 points pour les EFIS prenant le plus de risques (**Gauthier et al. 2010**).

La réglementation prudentielle s'est par ailleurs avérée incapable de prendre en compte des risques liés aux **dérivés et à la titrisation**. Bâle III augmente la pondération des risques concernant les opérations sur dérivés dans le portefeuille de négociation. Le traitement du risque de contrepartie est renforcé, avec une mesure plus rigoureuse des expositions et une incitation à recourir aux contreparties centrales. Les opérations hors contreparties centrales devront s'accompagner de marges de sécurité supérieures. En ce qui concerne la **titrisation**, Bâle III rehausse la pondération des risques des produits titrisés (en particulier les titrisations complexes) et prévoit une analyse plus rigoureuse de la qualité de crédit des expositions de titrisation des banques.

La crise financière a montré qu'il était nécessaire de réduire la pro-cyclicité du système financier. C'est pourquoi Bâle III propose la mise en place d'un **buffer contracyclique** compris dans une fourchette de 0–2,5 % et constitué d'actions ordinaires. Ce volant est imposé par les autorités lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit entraîne une augmentation du risque systémique (par exemple grâce à un indicateur tel que l'endettement total sur le PIB). Un tel instrument a été proposé par **Kashyap et Stein (2004)** et **Brunnermeier et al. (2009)**.

Bâle III propose par ailleurs que les instruments de fonds propres comprennent une clause permettant – à la discrétion de l'autorité compétente – de les annuler ou de les convertir en actions ordinaires si la banque est jugée non viable (« **bail-in rules** »). Ce principe est censé accroître la participation du secteur privé à la résolution des futures crises bancaires, et réduit, ce faisant, le risque subjectif ou aléa moral (**D'Souza et al. 2010**).

Aux exigences de capital se sont ajoutées, depuis l'accord de Bâle III, des exigences de liquidité, qui doivent entrer progressivement en application d'ici 2019. La crise a mis en avant le danger que représentait le risque de liquidité, accélérant la contagion au sein du système bancaire et sur l'ensemble des marchés financiers. Les banques ont intérêt à se procurer des actifs liquides en période

de faible croissance de l'économie, afin de réduire la probabilité de crise de liquidité (**Adrian et Shin 2010**). C'est pourquoi le comité de Bâle a proposé la mise en place de deux ratios de liquidité, le *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) et le *Net Stable Funding Ratio* (NSFR).

Le LCR consiste en un ratio « stress test » de la capacité d'une institution financière à soutenir une crise de liquidité sur 30 jours. Ses « actifs liquides de haute qualité » doivent permettre de couvrir ses besoins de liquidité (sorties de fonds nettes) sur cette période. Les sorties de fonds nettes sont calculées dans le scénario d'une crise de liquidité (calcul « stressé »). Le NSFR vise quant à lui à couvrir le risque lié à une trop forte inadéquation de maturité entre le passif et l'actif. Les ressources financières à long-terme (au-delà d'un an) doivent être supérieures aux engagements à long-terme.

Un autre débat est posé avec Bâle III : celui des limites des modèles de risque. La généralisation des modèles de risque, basés sur la Valeur à Risque, impacte le comportement des acteurs du marché et favorise des comportements pro-cycliques en temps de crise, comme ce fut le cas lors de la crise asiatique de 1997 (**Danielsson, 2001**). Les modèles de risque ne prennent pas en compte le risque macro-prudentiel, au contraire : ils contribuent à l'accroître en homogénéisant les portefeuilles des banques (**Brunnermeier et al., 2009**). Selon certains travaux, la complexité des modèles de risque auraient même permis aux banques de diminuer artificiellement la charge de capital réglementaire (**Haldane & Madouros 2012**).

Une chose est sûre : l'utilisation des modèles de risque n'a pas permis d'empêcher le développement d'un levier excessif dans l'ensemble du système financier. Bâle III introduit ainsi un **ratio de levier** censé prémunir contre « *l'illusion de la mesurabilité du risque* » (**Hellwig 2009**). Il s'agit, selon le comité de Bâle, « *de mettre en place des garde-fous supplémentaires contre le risque de modèle et l'erreur de mesure, en complétant la mesure fondée sur le risque par une mesure simple, transparente et indépendante du risque.* » (**BCBS 2010**). Le total des engagements et actifs ne doit pas dépasser 33 fois le capital réglementaire, quelle que soit leur pondération (soit un ratio de levier de 3%).

Les normes mises en place par le comité de Bâle à travers les différents accords, de Bâle I à Bâle III, s'inscrivent dans une conception micro-économique de la réglementation, conception qui est conforme à la doctrine néolibérale évoquée précédemment. Même si l'on constate un infléchissement après la crise financière de 2007-2008, qui est notable dans certaines mesures de l'accord de Bâle III (ratios de liquidité, coussins contracycliques), on est encore loin d'une approche globale, macroprudentielle, des risques, à même de prévenir le risque systémique (**Harnay et Scialom, 2015**).

Annexe 4 : La réglementation financière dans l'Union européenne, de l'Acte Unique (1986-1999) au plan d'action sur les services financiers (1999-2008)

On distingue deux grandes périodes dans l'élaboration de la réglementation financière dans l'Union européenne avant la crise financière mondiale : la première correspond aux premières étapes de l'élaboration d'un marché unique des services financiers dans le cadre de l'Acte Unique européen ; la seconde correspond au plan d'action pour les services financiers dans les années 2000. Ces périodes ont fait l'objet de différents travaux en économie politique de la réglementation financière de l'UE, portant sur le rôle de différents acteurs qui interviennent dans les processus réglementaires : les Etats membres, les acteurs supranationaux, au premier rang desquels la Commission européenne ; ou encore celui des acteurs privés et des réseaux de superviseurs. Nous y revenons dans cette annexe.

L'Acte Unique européen, adopté en 1986, visait à mettre en place le Marché Unique européen dès 1992, à travers la suppression des obstacles au commerce entre les Etats membres de la Communauté économique européenne. Même si le programme de mesures annoncé était loin d'être complété à la date prévue, des mesures emblématiques de libéralisation ont été adoptées fin 1980 et début 1990. Dans le cas du secteur financier, elles ont accru l'intégration financière en particulier dans le secteur bancaire, et dans une moindre mesure dans le secteur des marchés de titres financiers et des fonds d'investissement et des assurances (**Story et Walter 1997**).

Dans les années 1970 les directives européennes en matière de réglementation financière se contentaient de stipuler que les autorités nationales de régulation étaient en charge de la supervision des activités des institutions financières (y compris étrangères) sur le territoire national, conformément au droit international classique et au Concordat de 1975 du comité de Bâle, évoqué dans la partie précédente. L'adoption de l'Acte unique en 1986 va donner une première impulsion vers une plus grande intégration financière, censée contribuer à la constitution du Marché unique. Trois séries de directives vont être adoptées dans ce cadre :

- **La directive Ratios de solvabilité (1989)** a harmonisé les standards de fonds propres pour les banques dans l'UE, implémentant l'accord de Bâle I, tandis que la **directive sur l'adéquation des fonds propres (1993)** a mis en place des normes minimales pour les banques et les sociétés de placement ;
- **La seconde directive bancaire (1989), la directive Investment Services (ISD, 1993) et la troisième directive assurance vie et non-vie (1992)** ont établi le droit pour les institutions financières de fournir leurs services dans l'UE sur la base d'une licence unique ;
- **La directive OPCVM – Organismes de placement collectif en valeurs mobilières – (1985)** a facilité les activités des fonds d'investissement dans l'UE, tandis que les **directives Prospectus**

et Offre public initiale (OPI) ont harmonisé les informations que les entreprises doivent fournir lorsqu'elles émettent des titres.

Dans la période de l'Acte Unique, l'intégration financière dans l'Union européenne reposait sur une approche « **d'harmonisation minimale** » basée sur deux principes : reconnaissance mutuelle des réglementations nationales et contrôle du pays d'origine. Dans le cas du secteur bancaire, le principe du pays d'origine, au cœur de la révision de 1983 du Concordat du comité de Bâle, stipulait que les entreprises financières pouvaient opérer dans l'Union européenne sur la base des règles et sous la supervision des autorités nationales de régulation du pays où se situait leur siège social (**Story et Walter 1997**). Le principe de reconnaissance mutuelle signifiait que, au-delà des dispositions minimales stipulées dans les directives européennes concernant l'accès à la profession bancaire ainsi que l'exercice et le contrôle des activités bancaires, chaque Etat membre acceptait de reconnaître la réglementation bancaire des autres Etats membres comme équivalente à la sienne. Cette approche a permis, jusqu'à 1999, d'établir les bases d'un marché unique européen des services financiers, même si la réglementation et la supervision financières demeuraient essentiellement des prérogatives nationales. En particulier, les marchés de titres au sein de l'UE restaient considérablement fragmentés à la fin des années 1990, l'intégration étant plus développée dans le secteur bancaire.

Les années 1990 ont également été marquées par la préparation de la mise en place de l'Union monétaire. La réglementation et l'intégration des systèmes de paiement, considérés comme étant essentiel pour la conduite d'une politique monétaire unique par la BCE (**Dyson et Quaglia 2010**). En 1999, la réglementation et la supervision des systèmes de paiement interbancaires est devenue la responsabilité exclusive de la BCE via l'Eurosystème dans la zone euro. L'achèvement de l'Union monétaire et la mise en place de la BCE n'a cependant pas eu d'effet direct sur la réglementation du secteur bancaire, étant donné que la compétence pour la réglementation et la supervision bancaires n'a, alors, pas été transférée à la BCE. La responsabilité pour la supervision restait à l'échelle nationale.

L'intégration financière s'est accélérée dans l'Union européenne à partir des années 2000, sous l'impulsion de la Commission européenne et avec le soutien de la BCE. Les deux institutions considéraient que l'approfondissement de l'intégration financière permettrait de rendre tangibles les bénéfices de l'adoption de la monnaie unique (en 1999) et de la constitution du marché unique (**Jabko 2006 ; Posner 2005**). Posner évoque les « initiatives bureaucratiques intentionnelles ou non » de la Commission dans la création de nouveaux marchés de titres en Europe dans les années 1990. Jabko montre quant à lui comment la Commission a réussi à « construire » le marché unique en mettant en avant différentes significations du terme « marché » auprès de différentes audiences, formant une coalition en faveur de réformes financières à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Ces

deux apports ont cependant tendance parfois à surestimer le rôle de la Commission dans la mise en place de la réglementation financière, un domaine réglementaire qui est toujours largement gardé sous contrôle des Etats membres.

L'industrie financière était également très favorable à l'intégration financière, anticipant les retombées positives d'un tel approfondissement. Plusieurs travaux se focalisent sur le rôle du secteur privé dans la promotion de l'intégration financière européenne (**Bieling 2003 ; Mügge 2006, 2010 ; Macartney 2009 ; Underhill, Blom et Mügge 2010**). Ces travaux portent plus particulièrement soit sur le pouvoir structurel du capital transnational, soit sur les activités de lobbying des institutions financières qui « capturent » les autorités publiques de différentes manières. La capture peut prendre plusieurs formes : une capture « économique » ou « matérielle », qui renvoie à la taille et l'importance du secteur financier dans certains pays et les ressources mises en œuvre par l'industrie pour le lobbying ; ou encore la capture « intellectuelle », basée sur le haut niveau d'expertise et de connaissances techniques dont dispose le secteur privé, souvent mise à contribution par les régulateurs eux-mêmes (**Baker 2010**). Cette littérature tend quant à elle à sous-estimer le fait qu'au sein de l'industrie financière, y compris parmi les acteurs transnationaux, il existe des intérêts divergents, articulés par les gouvernements nationaux, qui demeurent le principal canal de lobbying vis-à-vis de la réglementation de l'UE (**Grossman 2004**).

Ce contexte a contribué à l'adoption, en 1999, d'un plan d'action pour les services financiers (PASF), programme législatif ambitieux qui visait à éliminer les obstacles à la circulation des capitaux et des services financiers d'ici à 2005. Ce programme a connu un succès impressionnant : en 2005, 41 des 42 mesures prévues étaient mises en œuvre. Le rôle de la Commission a été décisif pour surmonter les blocages politiques entre Etats membres et également entre le Parlement et le Conseil sur de nombreux aspects (les directives étant adoptées en codécision). Elle a néanmoins pu s'appuyer sur un consensus fort sur la nécessité de l'approfondissement de l'intégration financière dans l'Union européenne. Le PASF a été approfondi après 2005 dans le cadre d'un livre blanc sur les services financiers, notamment sur les services financiers de détail et la gestion d'actifs qui restaient relativement fragmentées. Les principales directives qui ont été adoptées dans le cadre de ce plan sont :

- Les directives **solvabilité** de 2002 qui encadrent les activités des compagnies d'assurance et de réassurance et les directives sur les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (**IORP**) de 2003 ;

- La directive « **marchés d’instruments financiers** » (**MiFID**) de 2004, qui remplace la directive ISD et redéfinit le cadre réglementaire pour les activités des courtiers, les échanges, et la plupart des sociétés de placement et d’échanges de titre ;
- La directive « **fonds propres réglementaires** » (**CRD I**) adoptée en 2006, qui implémente l’accord de Bâle II.

Une grande partie des mesures proposées dans le PASF visaient à compléter le marché unique des marchés de titres, et en particulier la directive Prospectus (2003), la directive Abus de marché (2003), la directive Transparence (2004) et la directive MiFID (2004). La nécessité de réglementer ce secteur apparaissait d’autant plus important que des innovations financières accroissait le potentiel de commerce transfrontalier de titres (**Underhill 1997**). Enfin, le secteur des marchés de titres ne faisait pas l’objet, contrairement au secteur bancaire avec les accords de Bâle, d’une réglementation internationale consistante.

Le PASF a introduit une nouveauté majeure dans la réglementation des services financiers, désignée sous le terme de processus Lamfalussy. Ce processus visait à permettre la convergence des pratiques de supervision et de l’implémentation de la législation mise en place dans le cadre du PASF, et ainsi de rompre avec le caractère national et fragmenté de la réglementation financière dans les secteurs bancaires, des titres financiers et des assurances à la fin des années 1990. La principale innovation introduite reposait sur la constitution de comités associant les différents acteurs de la réglementation et de la supervision des activités financières à différents niveaux du processus d’implémentation des mesures :

- L’adoption des mesures législatives (directives, règlements) par les institutions européennes selon les procédures standards constituait le premier niveau de ce processus de « comitologie » ;
- Les comités dits de niveau 2, en collaboration avec les autorités de régulation des états membres, concevait les détails techniques liés à la mise en œuvre de la réglementation, qui étaient portés au vote des états membres ;
- Les comités de régulateurs nationaux (comités de niveau 3) coordonnaient les travaux de mise en œuvre des textes européens, et pouvaient adopter des normes et lignes directrices non légalement contraignantes à cet égard, de sorte que les réglementations nationales divergent le moins possibles. Certains de ces comités sectoriels, comme le *Committee of European Securities Regulators* (CESR) traitant des marchés de titres, ont acquis une certaine autorité et une légitimité auprès des acteurs publics et privés du fait de leur composition, de leur expertise, et consultations auprès des acteurs du marché (**Posner et Véron 2010**) ;

- En dernier lieu, la commission européenne vérifiait la conformité des réglementations nationales ; avec à la clé d'éventuelles sanctions si des lacunes étaient constatées dans la transposition des mesures.

Le processus Lamfalussy accroît davantage l'importance des réseaux de superviseurs dans la production de la réglementation financière dans l'Union européenne. Plusieurs travaux s'y sont intéressés (**Coen et Thatcher 2008 ; De Visscher et al. 2008 ; Quaglia 2008**). Cette approche a cependant moins de pertinence s'agissant de la législation cadre ou de niveau 1, du fait que les autorités « techniques » (les superviseurs financiers) sont seulement consultés pendant le processus législatif, tandis que la législation elle-même est proposée par la Commission en co-décision entre le Parlement européen et le Conseil des ministres. L'approche par les réseaux est plus adaptée à la législation de niveau 2 où les comités de superviseurs, récemment transformés en agences de l'UE, sont les acteurs principaux.

Cette rationalisation du processus de réglementation devait permettre d'approfondir l'intégration du marché unique des services financiers en réduisant considérablement la marge d'appréciation des Etats membres, à travers la comitologie et la production de normes et de lignes directrices très précises pour l'implémentation des mesures. A « l'harmonisation minimale » succède « l'harmonisation maximale » : les règles proposées ne peuvent pas être adaptées, ou substituées à des règles plus protectrices dans les droits nationaux, et la transposition des règles se réduit presque intégralement à un recopiage des textes européens. La mise en œuvre du PASF représente un tournant important dans l'intégration financière européenne. Il ne s'agissait plus de permettre l'ouverture des marchés nationaux, mais de se doter de réglementations communes ; c'est-à-dire de passer d'une intégration « négative » à une intégration « positive ». Les changements réglementaires ont particulièrement porté sur le secteur des marchés de titres, où l'intégration était moins aboutie.

Annexe 5 : Directives et règlements adoptés sur la période étudiée

Nom de l'acte législatif	Date de proposition	Date d'adoption	Référence
Directive Systèmes de garantie des dépôts (DGS)	15/10/2008	11/03/2009	2009/14/EC
Règlement ESRB	13/07/2009	24/11/2010	1092/2010
Règlement EBA	23/09/2009	24/11/2010	1093/2010
Règlement EIOPA	23/09/2009	24/11/2010	1094/2010
Règlement ESMA	23/09/2009	24/11/2010	1095/2010
Règlement BCE/ESRB	23/09/2009	24/11/2010	1096/2010
Directive Omnibus I	26/10/2009	24/11/2010	2010/78/EU
Directive Omnibus II	20/07/2011	26/06/2013	2014/51/EU
Règlement mécanisme de supervision unique (1022)	01/09/2012	15/10/2013	1022/2013
Règlement mécanisme de supervision unique (1024)	01/09/2012	22/10/2013	1024/2013
Directive Systèmes de garantie des dépôts	12/07/2010	16/04/2014	2014/49/EU
Directive redressement et résolution des établissements de crédit	06/06/2012	15/05/2014	2014/59/EU
Règlement mécanisme de résolution unique	10/07/2013	15/07/2014	806/2014

Tableau 25 : directives et règlements en matière de supervision et résolution

Nom de l'acte législatif	Date de proposition	Date d'adoption	Référence
Directive Solvabilité 2	10/07/2007	25/11/2009	2009/138/EC
Directive CRD III	13/07/2009	24/11/2010	2010/76/EU
Règlement Fonds d'investissement alternatifs (AIFM)	30/04/2009	08/06/2011	2011/61/EU
Directive Conglomérats financiers (FICOD)	16/08/2010	16/11/2011	2011/89/EU
Règlement sur les fonds d'entrepreneuriat social européens (EuSEF)	07/12/2011	17/04/2013	346/2013
Règlement sur les fonds d'investissement de capital risque européen (EuVECA)	07/12/2011	17/04/2013	345/2013
Directive CRD IV	20/07/2011	26/06/2013	2013/36/EU
Règlement CRR	20/07/2011	26/06/2013	575/2013
Directive OPCVM (UCITS)	03/07/2012	23/07/2014	2014/91/EU
Règlement fonds d'investissement à long-terme	26/06/2013	29/04/2015	2015/760
Directive distribution d'assurances (IMD)	03/07/2012	20/01/2016	2016/97/EU
Directive IRP 2	01/03/2014	14/12/2016	2016/2341
Règlement fonds monétaires (shadow banking)	04/09/2013	14/06/2017	2017/1131

Tableau 26 : directives et règlements en matière d'intermédiaires financiers

Nom de l'acte législatif	Date de proposition	Date d'adoption	Référence
Règlement Agences de notation (CRA 2009)	12/11/2008	16/09/2009	1060/2009
Règlement Agences de notation (CRA 2013)	15/11/2011	21/05/2013	462/2013
Règlement Dépendance excessive à l'égard des notations de crédit	15/11/2011	21/05/2013	2013/14/EU
Règlement MiFIR	20/10/2011	15/05/2014	600/2014
Directive MiFID 2	20/10/2011	15/05/2014	2014/65/EU
Règlement sur le règlement de titres et dépositaires centraux de titres (CSDR)	07/03/2012	23/07/2014	909/2014

Tableau 27 : directives et règlements en matière d'agences de notation et d'infrastructures de marché

Nom de l'acte législatif	Date de proposition	Date d'adoption	Référence
Règlement Vente à découvert	15/09/2010	14/03/2012	236/2012
Règlement EMIR	15/09/2010	04/07/2012	648/2012
Règlement opérations de cessions temporaires de titres (SFTR)		25/11/2015	2015/2365
Directive crédit hypothécaire	31/03/2011	04/02/2014	2014/17/EU
Règlement Abus de marché	20/10/2011	16/04/2014	596/2014
Directive Abus de marché	20/10/2011	16/04/2014	2014/57/EU
Règlement produits d'investissement de détail (PRIIPs)	03/07/2012	26/11/2014	1286/2014
Règlement indices de référence	18/09/2013	08/06/2016	2016/1011

Tableau 28 : directives et règlements en matière d'opérations et produits financiers, d'abus de marché et de protection des investisseurs

Nom de l'acte législatif	Date de proposition	Date d'adoption	Référence
Règlement SEPA	16/12/2010	14/03/2012	260/2012
Directive interconnexion des registres centraux, du commerce et des sociétés	24/02/2011	13/06/2012	2012/17/EU
Directive comptabilité	25/10/2011	26/06/2013	2013/34/EU
Directive transparence	25/10/2011	22/10/2013	2013/50/EU
Directive Audit	30/11/2011	16/04/2014	2014/56/EU
Règlement Audit	30/11/2011	16/04/2014	537/2014
Directive comptes courants	08/05/2013	23/07/2014	2014/92/EU
Directive reporting non financier	16/04/2013	22/10/2014	2014/95/EU
Directive blanchiment de capitaux	05/02/2013	20/05/2015	2015/849
Règlement blanchiment de capitaux	05/02/2013	20/05/2015	2015/847
Directive services de paiement (PSD2)	24/07/2013	25/11/2015	2015/2366/EU

Tableau 29 : autres directives et règlements

Annexe 6 : Brève revue de littérature sur la comptabilité en juste valeur

Le recours à la juste valeur comme norme comptable repose sur l'**hypothèse des marchés efficients** selon laquelle les prix de marché reflètent toujours pleinement l'information disponible (**Fama, 1970**). De manière générale, cela suppose que les prix de marché fournissent des informations précises permettant la meilleure allocation des ressources. L'hypothèse sous-jacente à la comptabilité en juste valeur est que les prix provenant de transactions de marché dans des conditions de concurrence normale reflètent des analyses efficaces de toutes les informations nécessaires pour créer une évaluation pertinente (**Zhang et Andrew, 2014**). L'information en juste valeur est considérée comme plus informative pour les investisseurs que le coût historique (**Khurana et Kim, 2003**). Plusieurs études montrent que la comptabilité en juste valeur est pertinente pour les investisseurs car elle fournit une information plus transparente, fiable et comparable sur la valeur des actifs (**Bernard, Merton, et Papelu, 1995 ; Jaggi, Winder, et Lee, 2010 ; Magnan et Thornton, 2009**). L'étude de **Bernard, Merton, et Papelu (1995)** montre empiriquement que la comptabilité en valeur de marché produit une estimation plus fiable de la valeur (mesurée par le prix d'achat des actions) des banques danoises que les valeurs au coût historique produites par des banques aux États-Unis. Quant à **Jaggi, Winder, et Lee (2010)**, ils montrent à partir de la comparaison des avantages et inconvénients de la juste valeur que celle-ci reste pertinente pour les investisseurs et permet d'obtenir des informations transparentes, fiables et précises sur la valeur des actifs, en particulier dans des conditions de marché stables. Contrairement à l'évaluation en valeur historique qui reflète la valeur passée de la firme et qui peut être manipulée par la politique d'amortissements et de provisions, la juste valeur permettrait d'obtenir régulièrement une information actualisée correspondant à la valeur en temps réel du patrimoine de l'entreprise, et d'améliorer le contenu de l'information financière (**Barth, 1994 ; Magnan, 2009**) dans la mesure où elle reflèterait toute l'information disponible sur la valeur de la firme.

Le recours à la juste valeur est également justifié par des travaux en théorie de l'agence. Elle permettrait de réduire l'asymétrie informationnelle entre investisseurs (principal) et managers (agents) (**Gyunther, 1967 ; Muller, 2013 ; Whittington, 2008**). Elle contribue à diminuer les conflits entre ces deux parties ainsi que les coûts d'agence, et permet ainsi une gestion plus efficace des entreprises (**Barlev et Haddad, 2003**).

Au contraire, les opposants à la comptabilité en juste valeur, soulignent que ce modèle d'évaluation est non pertinent et potentiellement trompeur pour les actifs détenus sur des périodes longues. Selon certains travaux, les valorisations de marché peuvent être erronées du fait de l'inefficience des marchés (comme les bulles spéculatives) et conduire à un système financier procyclique (**Expert Group on the IAS regulation 2014**). D'autres études montrent que la comptabilité en juste valeur introduit une volatilité excessive dans les états financiers, cette dernière représentant les variations de marchés

et non les variations de performances de la firme (**Barlev et Haddad, 2003 ; Chen, Tan, et Wang, 2013 ; Plantin, Sapra, et Song Shin, 2008**). Une troisième série de travaux considère que la juste valeur conduit à rendre le système financier plus vulnérable et les crises financières plus sévères en accentuant les phases haussières et baissières des marchés, dans la mesure où cette méthode d'évaluation est pro-cyclique (**Allen et Carletti, 2008 ; Bernanke, 2009 ; Laux et Leuz, 2009 ; Persaud, 2008**).

Annexe 7 : La mise en œuvre des mesures de l'accord de Bâle 3

La crise financière de 2008 a montré les limites de la réglementation prudentielle bancaire internationale, notamment l'insuffisance des exigences de fonds propres réglementaires, l'absence de dimension macro-prudentielle, de prise en compte du risque de liquidité, et la pro-cyclicité des règles prudentielles. Pour y subvenir, le nouvel accord de Bâle 3, publiés à la fin de l'année 2010 par le Comité de Bâle, introduit une série de propositions relatives aux capitaux propres, à la liquidité et au levier qui doivent entrer progressivement en vigueur d'ici 2019.

Les exigences de fonds propres

La crise financière a montré que les capitaux réglementaires étaient insuffisants au regard des risques pris par les banques. La possibilité pour les banques d'inclure dans le capital réglementaire des titres de dette subordonnée, et le faible ratio de capital de « cœur » (*Common Equity Tier 1 – CET1*) a contribué à dégrader la qualité des fonds propres des banques et leur capacité à absorber les pertes dans une situation d'intense stress économique. C'est pourquoi, l'accord de Bâle III impose une augmentation des exigences minimales de capital. Le ratio de fonds propre reste à hauteur de 8% des actifs pondérés des risques. Mais la part du capital Tier 1 est portée à 6% (au lieu de 4%) et la part du capital constitués d'actions ordinaires (*Common Equity Tier 1 – CET1*) est portée de 2% à 4,5%. Cette hausse des exigences s'accompagne d'une redéfinition plus stricte des instruments de fonds propres de niveau 1 (« *Tier 1* ») et de niveau 2 (« *Tier 2* »). A ces nouvelles exigences de fonds propres s'ajoutent deux *buffers* contracycliques qui visent à réduire la procyclicité de la réglementation prudentielle :

- Un volant de conservation des fonds propres (« *capital conservation buffer* ») constitué d'actions ordinaires à hauteur de 2,5 % des actifs pondérés des risques (APR). Ce volant s'ajoute aux 4,5% du CET1 et porte à 7 % le niveau total des fonds propres de cette qualité. Des restrictions s'appliquent aux distributions discrétionnaires (bonus, dividendes...) si l'exigence de 7 % n'est plus respectée. En dessous des 4,5% du CET1, les banques peuvent passer sous le contrôle des régulateurs.
- Un second volant contracyclique compris dans une fourchette de 0–2,5 % et constitué d'actions ordinaires. Ce volant est imposé par les autorités lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit entraîne une augmentation du risque systémique.

Ce renforcement des exigences de fonds propres s'accompagne également d'une surcharge de capital réglementaire de niveau 1 augmenté de 1% à 2,5% aux 29 des institutions financières²⁶ identifiées comme établissements financiers ayant une importance systémique mondiale (EFIS), conformément

²⁶ Dans cette liste, 17 établissements sont basés en Europe, 8 aux U.S. et 4 en Asie. Y figurent quatre banques françaises: Société Générale, [Crédit Agricole](#), BNP Paribas et BPCE.

aux recommandations du *Financial Stability Board* en juillet 2011. Enfin, les instruments de fonds propres comprendraient dans leurs conditions contractuelles une clause permettant – à la discrétion de l'autorité compétente – de les annuler ou de les convertir en actions ordinaires si la banque est jugée non viable (« *bail-in rules* »). Ce principe est censé accroître la participation du secteur privé à la résolution des futures crises bancaires, et réduit, ce faisant, le risque subjectif ou d'aléa moral.

Enfin, ce renforcement des exigences de fonds propres concerne la couverture des risques, la crise ayant révélé une prise en compte insuffisante des risques liés aux dérivés et à la titrisation. Pour cette dernière, Bâle III rehausse la pondération des risques des produits titrisés pour les maturités plus longues sans distinction des différents types de titrisation et pour les titrisations complexes) et prévoit une analyse plus rigoureuse de la qualité de crédit des expositions de titrisation des banques. A l'instar du *Dodd-Frank Act* aux Etats-Unis, le règlement CRR/CRD IV introduit des règles de rétention, autrement dit, les fournisseurs de crédits titrisés devront conserver une partie des crédits titrisés (5%) afin d'aligner leurs intérêts à ceux des acheteurs. Il en va de même pour les opérations sur dérivés dans le portefeuille de négociation. Le traitement du risque de contrepartie est renforcé, avec une mesure plus stricte du risque de contrepartie : Bâle III introduit une surcharge de capital pour les produits dérivés en fonction des pertes mark-to-market relatives aux risques d'ajustement de valeur de crédit, et une incitation à recourir aux contreparties centrales. Les opérations hors contreparties centrales devront s'accompagner de marges de sécurité supérieures.

L'accord de Bâle 3 prévoit que la mise en place des nouvelles exigences de fonds propres se fasse de manière progressive à partir du 1^{er} janvier 2013 :

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ratio minimum Common Equity Tier 1 (CET1)	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Ratio minimum Tier 1	4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Total ratio minimum de fonds propres	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

Tableau 30 : mise en œuvre de la nouvelle définition du capital réglementaire (source : BCBS)

Les deux *buffers* contracycliques sont prévus pour être progressivement introduits à partir du 1^{er} janvier 2016 pour une mise en application au 1^{er} janvier 2019 :

	2016	2017	2018	2019
Minimum Contracyclical Buffers	0.625%	1.25%	1.875%	2.50%

Tableau 31 : Mise en œuvre progressive des tampons contracycliques (source : BCBS)

La mise en œuvre de la surcharge de capital pour les établissements financiers d'importance systémique (EFIS) est prévue au 1^{er} janvier 2019 avec introduction progressive à partir du 1^{er} janvier 2016. Les nouvelles normes de fonds propres et les tampons contracycliques sont implémentés dans le cadre des directive et règlement sur les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV) adoptés en 2013.

La proposition de « *bail-in rules* » a été intégrée dans la directive européenne sur le redressement et la résolution des crises bancaires (BRRD) adoptée en 2014 et entrée en vigueur en janvier 2015 dans l'Union européenne.

Les propositions en matière de couverture de risque formulées dans l'accord de décembre 2010 sont prévues pour application au 1^{er} janvier 2013. Elles ont toutefois été légèrement modifiées par un amendement publié en juin 2011 par le comité de Bâle, suite à une étude d'impact. La pondération est réduite pour les contreparties faiblement notées, dans le calcul de l'ajustement de valeur de crédit. Ces recommandations ont été mises en œuvre dans l'Union européenne dans le cadre de CRR/CRD IV. Plusieurs autres projets sont menés par le comité de Bâle dans le cadre l'agenda de Bâle III :

- La **revue du cadre de titrisation** (« *securitisation framework* ») et de la **prise en charge du risque de marché** (« *review of the trading book* »). Ces deux projets ont chacun donné lieu à deux consultations en 2012 et 2013. La revue du cadre de titrisation a abouti à la publication de recommandations en décembre 2014, pour une mise en œuvre prévue en janvier 2018.
- La mise en œuvre des recommandations en matière de prise en charge des expositions aux **contreparties centrales** est prévue au 1^{er} janvier 2017, après une consultation en juin 2013 et la publication de recommandations en avril 2014.
- Les **exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement** seront mise en œuvre progressivement sur quatre ans à partir de décembre 2015, après la tenue de deux consultations en juillet 2012 et février et la publication de recommandations en septembre 2013.
- Les exigences de fonds propres liées aux **investissements des banques dans le capital de fonds** seront mises en œuvre au 1^{er} janvier 2017 suite à la tenue d'une consultation en juillet 2013 et la publication de recommandations en décembre.

Les ratios de liquidité LCR et NSFR

Dans la mesure où la crise de 2008 a mis en exergue les limites des mécanismes d'assurance dépôts pour prévenir le risque de liquidité pouvant accélérer la contagion au sein du système bancaire et sur l'ensemble des marchés financiers, le nouvel accord impose des exigences liées à la liquidité. Ainsi, à l'automne 2008, peu après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire s'est trouvé totalement paralysé : les banques n'acceptaient plus de se prêter mutuellement du fait de l'incertitude

quant à leur santé financière. D'autant que, avec la comptabilité *mark to market*, un resserrement de la liquidité de marché peut se transformer en contraction de la base de capitalisation des intermédiaires financiers. Il y a une interaction dynamique entre la liquidité et la solvabilité des institutions financières (**Adrian et Shin, 2008**). Sans l'intervention des banques centrales, qui ont assoupli les conditions du refinancement des banques, la crise de liquidité aurait pu causer l'effondrement du secteur bancaire. C'est pourquoi, pour obliger les banques à veiller à leur liquidité, le comité de Bâle a proposé la mise en place de deux ratios de liquidité.

Le Liquidity Coverage Ratio (LCR) consiste en un ratio « stress test » de la capacité d'une institution financière à soutenir une crise de liquidité sur 30 jours (ratio à court terme). Il définit un *buffer* constitué d'actifs liquides de haute qualité (HQLA) qui doivent couvrir ses besoins de liquidité (sorties de fonds nettes) sur cette période. Les HQLA doivent permettre de couvrir les besoins de liquidité sur 30 jours. Ils sont définis de la manière suivante (**propositions du comité de Bâle de janvier 2013**) :

- **Les actifs de niveau 1** sont reconnus à 100%, il s'agit du cash, de la dette souveraine des pays dont la pondération est de 0% (dont l'ensemble des pays de la zone euro) et les dépôts à la BCE. Ils doivent compter pour au moins 60% des HQLA.
- **Les actifs de niveau 2A** sont reconnus à 85%, il s'agit de la dette souveraine des pays notés en dessous de AA-, des obligations de sociétés et obligations sécurisées notées au moins AA-
- **Les actifs de niveau 2B**, il s'agit des obligations de sociétés non financières notées entre BBB- et A+ et certaines actions non grevées avec une pondération de 50%, ainsi que les titres adossés à des hypothèques résidentielles (RMBS) avec une pondération de 25%. Les actifs ne niveau 2B sont éligible pour 15% des HQLA.

Les sorties de fonds nettes sont calculées dans le scénario d'une crise de liquidité (calcul « stressé »). Elles sont égales à la différence entre les sorties et entrées de fonds. Ainsi sont retenues pour les sorties de fonds (non exhaustif) :

- 100% des paiements sur les 30 jours ;
- 3% des dépôts de détail ;
- 40% des dépôts d'entreprises non financières et d'entités publiques ;
- 100% des dépôts d'autres institutions financières ;
- Entre 0% et 15% des financements sécurisés avec les HQLA ;
- 10% des lignes de crédit aux entreprises, Etats et secteur public ;
- 30% des lignes de liquidité aux entreprises, Etats et secteur public ;

- 100% des lignes de crédit aux autres institutions financières.

A ces sorties sont soustraites les entrées de fonds (non exhaustif) :

- 50% des remboursements de prêts de contreparties non financières ;
- 100% des remboursements de prêts par les institutions financières ;
- 100% des remboursements d'obligations.

Le **Net Stable Funding Ratio (NSFR)** vise quant à lui à couvrir le risque lié à une trop forte inadéquation de maturité entre le passif et l'actif (ratio à long terme). Les ressources financières à long-terme (au-delà d'un an) doivent être supérieures aux engagements à long-terme. Sont notamment reconnus comme financements « stables » (**propositions initiales du comité de Bâle de décembre 2010**) :

- Fonds propres et passif d'une maturation supérieure à un an ;
- 90% des dépôts de détail ;
- 50% des dépôts d'entreprises non financières et d'entités publiques.

Comptent parmi les engagements de long-terme :

- 5% de la dette souveraine de long-terme des pays dont la pondération est de 0% avec une maturité supérieure à un an ;
- 20% des obligations de sociétés non financières ou sécurisées avec une notation d'au moins AA- et une maturité de plus d'un an ;
- 50% des obligations de sociétés non financières ou sécurisées avec une notation entre A- et A+ et une maturité de plus d'un an ;
- 50% des prêts aux entreprises non financières et au secteur public ;
- 65% des prêts hypothécaires résidentiels avec une maturité supérieure à 1 an ;
- 5% des lignes de crédit et de liquidité non utilisées hors-bilan.
- Et 100% de tous les autres actifs de maturité supérieure à 1 an.

Selon la littérature, ces deux ratios de liquidité doivent contribuer à la stabilité financière en s'assurant que les banques disposent de liquidité pour faire face à des crises de liquidité. Dans le même temps, ils imposeront des coûts aux banques qui ne satisferont pas les exigences, les obligeant à augmenter la durée moyenne de leur passif, se recapitaliser, raccourcir la maturité de leur actif, se tourner vers des actifs de meilleure qualité ou diminuer leurs activités. Par ailleurs, peu de données et de littérature sont disponibles quant à l'impact de ces ratios sur la capacité de transformation de maturité des banques, et cela rend difficile l'estimation des coûts des exigences de liquidité (**Elliott, Salloy et Santos 2012**).

L'introduction du ratio de liquidité à long terme (NSFR) est prévue au 1^{er} janvier 2018, après une période d'études préliminaires. Le comité de Bâle a publié une consultation sur le NSFR en janvier 2014. Concernant le LCR, le comité de Bâle a abouti à des propositions détaillées en janvier 2013, complétées par la publication en janvier 2014 de recommandations concernant les normes de publication du ratio et de la prise en charge de la fourniture de liquidité par les banques centrales. L'introduction progressive du LCR est prévue entre le 1^{er} janvier 2015 et le 1^{er} janvier 2019. Une période d'observation doit permettre au comité de Bâle de calibrer dans le détail ses propositions.

	2015	2016	2017	2018	2019
Exigences minimales LCR	60%	70%	80%	90%	100%

Tableau 32 : Mise en place progressive du LCR (source : BCBS)

En octobre 2014, la Commission européenne a publié un acte délégué au règlement CRR concernant la mise en place du ratio LCR, qui comprend des différences avec les propositions du comité de Bâle, notamment dans la définition des actifs liquides de haute qualité (HQLA en anglais) qui constitue le tampon du LCR. Dans la version de la commission, les HQLA incluent certains produits de titrisation « de haute qualité ».

Le ratio de levier

Un autre enseignement de la crise tiré par le comité de Bâle concerne le danger que constitue un levier excessif dans le système bancaire. La pondération en risque des exigences de fonds propres ne permet pas forcément de s'en prémunir. **Scialom et Ondo-Ndong (2009)** expliquent ainsi que UBS et Crédit Suisse, les deux plus grandes banques suisses étaient parmi les mieux capitalisées des grandes banques internationales selon Bâle II. Elles étaient parmi les moins capitalisées selon un critère de levier simple (total des actifs sur capital tier 1). Fin 2007, UBS atteignait un levier de 53 c'est - à - dire bien plus élevé que Lehman Brothers au moment de sa faillite (levier de 30,7). De la même manière, Northern Rock considérée comme très bien capitalisée selon Bâle II et qui avait obtenu fin juin 2007 une dérogation pour utiliser les approches les plus avancées pour la gestion de son risque de crédit et le calcul de son capital réglementaire affichait au même moment un ratio de levier simple de 58,2.

C'est pourquoi, le nouvel accord de Bâle prévoit une limite de levier : le total des engagements et des actifs des banques ne doit pas dépasser 33 fois le capital réglementaire, indépendamment de leur pondération (soit un ratio de levier de 3%). Non manipulable, ce ratio est censé prémunir contre « l'illusion de la mesurabilité du risque » inhérente à l'utilisation des modèles internes de calcul de risque (**Hellwig 2008**). La mise en place du ratio de levier a commencé au 1^{er} janvier 2013 pour mise en œuvre effective au 1^{er} janvier 2018. Dans la période du 1^{er} janvier 2013 au 1^{er} janvier 2015, les banques doivent soumettre aux superviseurs des rapports concernant leur ratio de levier. A partir du

1^{er} janvier 2015, le ratio de levier sera communiqué publiquement. Des ajustements ou calibrages sont envisagés d'ici à 2017. Une consultation a été publiée en juin 2013, qui a débouché sur des recommandations concernant les modalités de publication des informations concernant le ratio de levier en janvier 2014. Au plan de l'Union européenne, un acte délégué au règlement CRR a été publié en octobre 2014.

Annexe 8 : Les différentes plateformes de négociation et marchés opaques dans MiFID 1

MiFID 1 a défini différentes catégories de plateformes de négociation, correspondant à différentes exigences de transparence :

- **Les marchés réglementés** sont soumis aux exigences « classiques » en matière de transparence, qui correspondent à celles qui sont observées par les bourses « traditionnelles » : transparence pré-négociation (publication des prix à l'achat et à la vente, ainsi que des volumes disponibles en temps réel et de manière continue) ; transparence post-négociation (publication des prix, des volumes de transaction en temps réel dans la mesure du possible) ; exécution non discrétionnaire des ordres ; accès non discriminatoire à la plateforme de négociation ; surveillance de marché et dispositions pour éviter les conflits d'intérêts.
- **Les systèmes multilatéraux de négociation (SMN)** constituent des marchés boursiers alternatifs gérés par des entreprises de marché (comme Euronext) ou des prestataires de services d'investissement agréés par les autorités. Ils sont soumis à un régime moins contraignant, notamment en matière de conflits d'intérêt, de surveillance de marché et des obligations moins contraignantes en matière d'information financière pour les sociétés cotées. Le recours à une chambre de compensation n'est pas obligatoire. Les SMN doivent néanmoins garantir la transparence pré et post-négociation et l'exécution non discrétionnaire des ordres.
- **Les internalisateurs systématiques** (*systematic internaliser* aussi appelés *market makers*) sont des prestataires de services d'investissement agréés qui exécutent eux-mêmes les ordres de leurs clients en se portant contrepartie en compte propre. Il peut notamment s'agir de banques qui souhaitent proposer ce service à leurs clients. Ils ne sont soumis qu'aux exigences de transparence pré et post-négociation, et peuvent restreindre l'accès à leurs cours.

MiFID 1 a également contribué au développement exponentiel des transactions opaques via les bassins opaques de liquidité (*dark pools*) ou les opérations de gré à gré :

- MiFID 1 prévoit des dérogations aux obligations de transparence pré-négociation pour les ordres supérieurs à la taille normale des marchés (afin d'éviter de perturber les cours), les ordres passés à un prix de référence « importé » d'un marché transparent, les transactions négociées ou certains ordres placés dans le système de gestion des ordres avant leur diffusion au marché. Les **dark pools** sont des plateformes de négociation (marché réglementé ou système multilatéral de négociation) qui recourent à ces dérogations.
- MiFID 1 prévoit la possibilité de **transactions de gré à gré** pour les transactions « *ad hoc et irrégulières* » entre institutions financières d'un montant « *supérieur à la taille normale des*

transactions de marché » (texte de la directive). Ces transactions non soumises aux obligations de transparence étaient considérées initialement comme des exceptions (transactions importantes ou complexes); mais en l'absence d'une définition stricte, elles se sont développées et généralisées au point d'inclure tous types de transactions.

- Les transactions de gré à gré ont permis le développement de **réseaux de courtage** (*broker-crossing networks*) mis en place entre courtiers et négociants, sortes de « clubs privés » qui leur permettent de se répartir les ordres de leurs clients sur une base multilatérale, puis d'exécuter les transactions sous forme de transaction de gré à gré.

Selon **Finance Watch (2012)**, les transactions de gré à gré et transactions via réseaux de courtage représentaient 71% des transactions « opaques » (contre 21% pour les *dark pools*) en 2011, et 40% de l'ensemble du volume des transactions de titres dans l'Union européenne en 2010. Cela s'explique notamment par le fait que les grandes institutions financières utilisent les marchés opaques et peu surveillés afin de bénéficier pleinement des asymétries d'information sur ces marchés. Les marchés opaques permettent d'éviter les impacts sur les marchés liés aux transactions de grande envergure ; mais également afin de mettre en échec les stratégies prédatrices liées aux algorithmes de trading haute-fréquence, qui exploitent les informations publiques sur les marchés non opaques.

Annexe 9 : Les dirigeants des grandes banques (juillet 2018)

Les dirigeants des grandes banques françaises :

- **BNP Paribas :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
Président (2014-...)	Jean Lemierre	FR	Directeur du Trésor (1995-2000), Club de Paris (1999), BERD (2000-2008), IIF	ENA (IGF)
Directeur général (2011-...)	Jean-Laurent Bonnafé	FR	Ministère de l'industrie (1990-1993) puis BNP FBF (2013, 2017)	Polytechnique (Mines)
Directeur général (2003-2011) Président (2011-2014)	Baudouin Prot	FR	Ministère de l'industrie (1983) puis BNP ; FBF (2005, 2009), IIF	ENA (IGF)
PDG (2000-2003) Président (2003-2011)	Michel Pébereau	FR	Ministère de l'économie (1970-1982) puis CCF, puis BNP (1993)	Polytechnique ENA (IGF)

- **Société Générale :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
Président (2015-...)	Lorenzo Bini Smaghi	IT	Institut monétaire européen (1994-1998), Ministère de l'Economie italien (1998-2001), Directoire BCE (2005-2011), Morgan Stanley (2013)	UCL, Université de Chicago
PDG (2009-2015) Directeur général (2007-2008, puis 2015-...)	Frédéric Oudéa	FR	Cabinet du ministère du budget (1993-1995) puis Société Générale ; FBF (2011, 2015)	Polytechnique ENA (IGF)
PDG (1997-2008) Président (2007-2008)	Daniel Bouton	FR	Directeur de cabinet ministère du budget (1986-1988) puis directeur du budget (1988-1991) puis Société Générale ; FBF (2004,2007), IIF	ENA (IGF)

- **Groupe BPCE :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
Président (2018-...)	Laurent Mignon	FR	Banque Indosuez (1986-1996), AGF (1997-2007), Natixis (2009-2018) FBF (2018)	HEC
Président (2009-2018)	François Pérol	FR	Direction du Trésor (1996-2002), Club de Paris (1999-2001), cabinet du ministère de l'économie (2002-2005), Banque Rothschild (2005-2007), SG adjoint Elysée (2007-2009) puis BPCE ; FBF (2010, 2014)	HEC, ENA (IGF)
Directeur général de Natixis (2018...)	François Riahi	FR	Direction du budget, puis Elysée (2007-2009) puis BPCE	ECP, ENA (IGF)

- **Crédit Agricole SA :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
Président (2015-...)	Dominique Lefebvre	FR	Agriculteur puis sociétaire du Crédit Agricole	Brevet de technicien supérieur agricole
Président (2010-2015)	Jean-Marie Sander	FR	FDSEA (1985) puis chambre régionale d'agriculture d'Alsace (1989-1993), puis promotion interne au Crédit Agricole	Agriculteur
Directeur général (2015-...)	Philippe Brassac	FR	Promotion interne au Crédit Agricole ; FBF (2016)	ENSAE
Directeur général (2010-2015)	Jean-Paul Chifflet	FR	Promotion interne au Crédit Agricole	IHFI

Les dirigeants des grandes banques britanniques :

- **Barclays :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2015-...)	Jes Staley	EU	JPMorgan (1979-2013) CEO JPMorgan Asset Management (2001-2009) Board de UBS (2015), IIF	Bowdoin College
CEO (2012-2015)	Anthony Jenkins	RU	Carrière à Barclays, puis à Citigroup, puis à Barclays (2006)	Oxford
Chairman (2015-...)	John McFarlane	RU / AUS	Citibank (1975-1993) Membre du Bank of England Financial Law Review Panel (1992) Directeur exécutif de Standard Chartered (1993), ANZ (1997), puis membre du board de RBS (2008) ; Chairman Aviva plc (2013-2015) ; Chairman TheCityUK	University of Edinburgh, LBS
Chairman (2012-2015)	David Walker	RU	HM Treasury (1961-1977), IMF (1970-1973), Bank of England (1977-1993), Morgan Stanley (1994-2000) G30 (1993-...)	Cambridge

- **HSBC :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2018-...)	John Flint	RU	Carrière au sein de HSBC (1989-...)	Portsmouth Polytechnic
CEO (2011-2018)	Stuart Gulliver	RU	Carrière au sein de HSBC (1980-...)	Oxford
Chairman (2017-...)	Mark Tucker	RU	Prudential plc (1986-2009), AIG (2009-2017), directeur de Goldman Sachs (2013)	University of Leeds
Chairman (2010-2017)	Douglas Flint	RU	KPMG (1988-1995) et HSBC (1995-...)	University of Glasgow, Harvard

- **Standard Chartered :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2015-...)	Bill Winters	EU/RU	JPMorgan (2004-2009) Renshaw Bay (2011-2015)	University of Pennsylvania
CEO (2006-2015)	Peter Sands	RU	McKinsey (1988-2002), Standard Chartered (2002-2015) British bank rescue plan architect (2008)	Oxford, Harvard
Chairman (2016-...)	José Viñals	ES	Stanford University (1981-1986), Bank of Spain (1986-2006), IMF (2009-2016)	LSE, Harvard
Chairman (2009-2016)	John Peace	RU	GUS plc (1970-2006) Experian plc (1996-2014) Chairman of the board of Burberry Group plc (2002-2018)	Royal Military Academy Sandhurst

- **RBS :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2013-...)	Ross McEwan	NZ	Axa NZ (1996-2002), Commonwealth Bank of Australia (2003-2011)	Massey University, Harvard
CEO (2008-2013)	Stephen Hester	RU	Crédit Suisse (1982-2001), Abbey National (2002-2004), British Land (2004-2008)	Oxford
Chairman (2015-...)	Howard Davies	RU	Treasury, McKinsey (1982-1987), Bank of England (1995-1997), FSA (1997-2003), director of LSE (2003-2011), International advisory Board of the China Securities Regulatory Commission (2012-...)	Oxford, Stanford
Chairman (2009-2015)	Philip Hampton	RU	Lazard Freres (1981-1990), British Steel plc (1990-1995), British Gas plc (1995-1997), BG group (1997-2000), British Telecom (2000-2002), Lloyds TSB (2002-2004), Sainsbury plc (2004-2009)	Oxford, INSEAD

Les dirigeants des grandes banques allemandes :

• **Deutsche Bank :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2018-...)	Christian Sewing	ALL	Promotion interne au sein de la Deutsche Bank (1989-...)	Frankfurt School of Finance and Management
CEO (2016-2018) Co-CEO (2015-2016)	John Cryan	RU	S.G.Warburg (1987-2008), UBS Group (2008-2011), Temasek (2012-2015)	Cambridge
Co-CEO (2012-2016)	Jürgen Fitschen	ALL	Citibank (1975-1987), Deutsche Bank (1987-...), président de l'association des banques allemandes (2013-2016)	University of Hamburg
Co-CEO (2012-2015)	Anshu Jain	RU / IND	Kidder, Peabody & Co. (1985-1988) Merrill Lynch (1988-1995), Deutsche Bank (1995-2016)	University of Delhi, University of Massachussets
CEO (2002-2012)	Josef Ackermann	SUI	Crédit Suisse (1977-1996), Deutsche Bank (1996-2012), membre du G30	University of St. Gallen

• **Commerzbank :**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2016-...)	Martin Zielke	ALL	Dresdner Bank (1990-2000), Deutsche Bank (2000-2001), Commerzbank (2002-...)	Université de Göttingen
CEO (2009-2016)	Martin Blessing	ALL	McKinsey (1989-1996), Dresdner Bank (1997-200), Advance Bank (2000-2001), Commerzbank (2001-2016) puis UBS	University of Frankfurt, University of Chicago
CEO (2001-2008)	Klaus-Peter Müller	ALL	Commerzbank (1966-...)	Apprentissage à la Bankhaus Friedrich Simon KGaA

• **DZ Bank (mutualiste)**

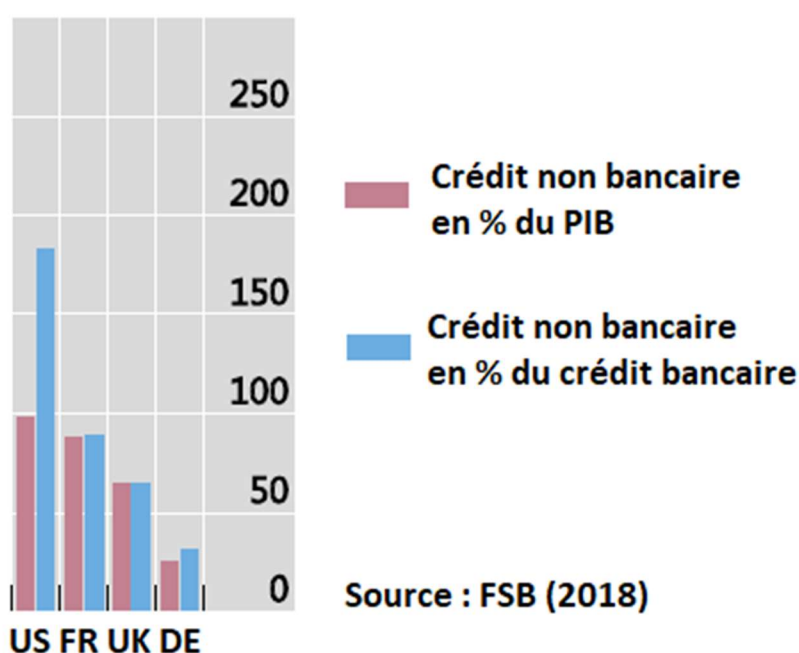
Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
CEO (2006-...)	Wolfgang Kirsch	ALL	Deutsche Bank (1981-2002), DZ Bank (2002-...)	Université de Cologne
CEO (2001-2006)	Ulrich Brixner	ALL	DG Bank / SGZ Bank / GZB Stuttgart / GZ Bank (1969-2001)	Universités de Saarbrücken et Mannheim

• **KfW Bankengruppe (publique)**

Poste	Nom	Nat	Éléments de parcours	Formation
Chairman (2008-2017)	Ulrich Schröder	ALL	Westdeutsche Landesbank (1985-2008) KfW group (2008-2017)	Université de Münster
Chairman (2018-...)	Günther Bräunig	ALL	Commerzbank (1984-1986), Airbus (1986-1989), KfW (1989-...) IKB Deutsche Industriebank AG (2007-2008)	Universités de Mayence et de Dijon

Annexe 10 : Crédit non bancaire

Une autre approche de l'activité des intermédiaires non bancaires dans le système financier consiste à rendre compte du crédit non-bancaire au secteur privé non financier (prêts et obligations) détenu par les compagnies d'assurances, fonds de pension, AIF ou ménages. Cet indicateur est obtenu en retranchant le crédit bancaire (prêts et obligations des banques nationales et étrangères) de la valeur totale des crédits au secteur non-financier. Cette approche macroéconomique permet de rendre compte toutes les sources de crédit non bancaire au secteur privé non financier (FSB, 2018). Le crédit non bancaire est représenté dans le graphique ci-dessous :



Graphique 29 : importance du crédit non bancaire, en pourcentage du PIB et du crédit bancaire en 2017 (FSB, 2018)

Cette approche macro a le désavantage de rassembler différents types de financement (obligations, prêts titrisés, prêts non bancaires), et d'inclure le rôle des institutions financières et prêteurs captifs. Ces institutions ont vocation à organiser les flux financiers au sein d'un même groupe, gérer la trésorerie ou à réunir des fonds sur les marchés et les redistribuer au sein du groupe, le tout par l'octroi de crédit. Ces opérations « gonflent » le montant du crédit non-bancaire mais n'impliquent pas d'intermédiation de crédit.

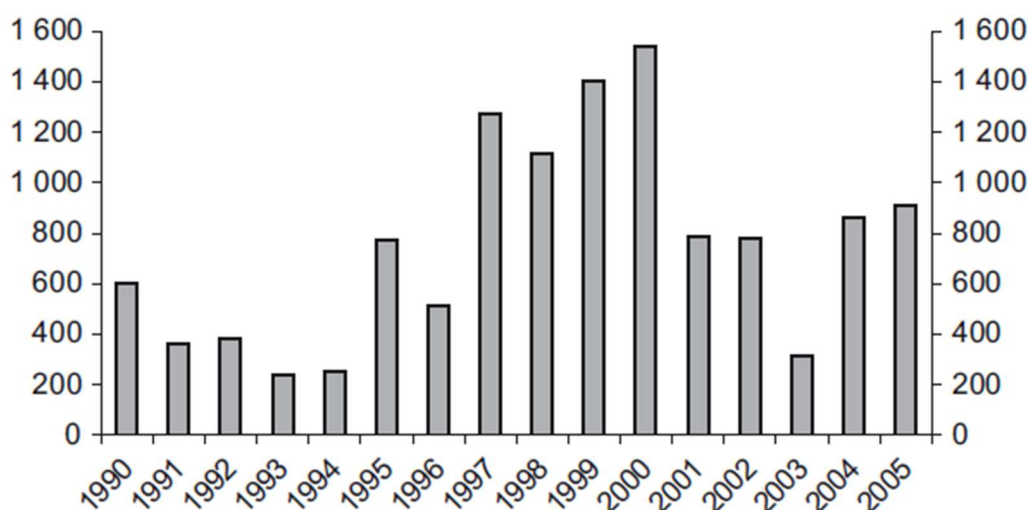
Annexe 11 : Fusions et acquisitions bancaires en Europe

La mise en pratique à partir de 1992 de la première directive bancaire de 1977 a introduit le principe d'une continuité nationale de la réglementation applicable aux banques implantées dans un autre pays membre de l'Union européenne, de la levée des obstacles à la circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux entre pays membres. Elle a amorcé l'harmonisation des réglementations prudentielles dans les États de l'Union européenne.

La mise en pratique, à partir de 1994, de la seconde directive bancaire de 1989 a, quant à elle, libéralisé les activités bancaires dans l'Union européenne, notamment par l'établissement d'une licence bancaire unique, dans l'ensemble des pays membres (le « passeport européen »). Elle a également permis d'uniformiser les règles prudentielles entre États membres, notamment en termes de capital minimum (**ACPR, 1999**).

La directive sur les services d'investissements (DSI) de 1996 harmonise les règles relatives à l'agrément et au contrôle des activités d'investissement tant des entreprises d'investissement non bancaires que des banques universelles, et facilite l'ouverture à la concurrence étrangère des secteurs financiers nationaux.

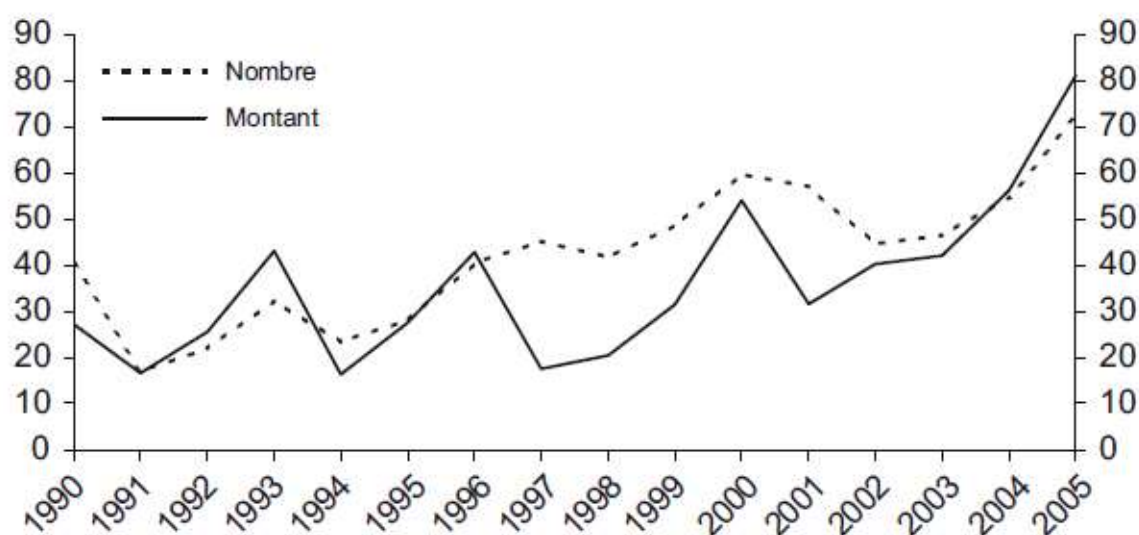
On observe, en conséquence de ces changements réglementaires majeurs, une accélération des opérations de fusions-acquisitions à partir de 1996, l'émergence de géants bancaires à l'échelle nationale, le développement des opérations de type paneuropéennes et la constitution de conglomérats financiers européens.



Graphique 30 : évolution du montant moyen des fusions-acquisitions bancaires en Europe.

Source : **Pujals, 2009**

Tout au long de la décennie 1990 et jusqu'en 2008, les opérations de F&A se sont principalement réalisées au niveau domestique. Au niveau domestique, les fusions et acquisitions aboutissent à la formation de plusieurs géants bancaires nationaux, notamment au Royaume-Uni (Lloyds Bank et TSB en 1995, RBS et NatWest en 2000, Halifax et Bank of Scotland en 2001) et en France (BNP et Paribas en 1999, Crédit Agricole et Crédit Lyonnais en 2002, Natexis Banques populaires et CDC Ixis en 2006), mais également en Allemagne (Commerzbank et Eurohypo en 2005, puis Dresdner Bank en 2008 ; Deutsche Bank, Berliner Bank et Norisbank en 2006, puis Postbank à partir de 2008) en Italie (BMPS et Banca Antonveneta en 2007, , Banca Intesa et Sanpaolo IMI en 2006, Unicredit et Capitalia en 2007) ou en Suisse (UBS et SBS en 1997). Il faudra attendre le début des années 2000 pour voir le mouvement de consolidation de l'Europe bancaire changer de visage. Pour autant, la véritable montée en puissance des opérations transfrontalières s'est produite à partir du milieu des années 2000 :



Graphique 31 : évolution de la part des F&A transfrontalières.

Source : Pujals, 2009

Le durcissement des conditions d'activité à l'échelle nationale, en raison d'un niveau élevé de concentration et d'une intensification de la concurrence sur des marchés arrivés à maturité, combiné à des évolutions réglementaires et des politiques favorables (Union économique et monétaire, Plan d'action pour les services financiers, élargissements à l'Est...) a fortement poussé les établissements bancaires à rechercher des relais de croissance hors de leurs frontières (**Pujals, 2013**).

Les opérations paneuropéennes et transatlantiques arrivent assez largement en tête des principales F&A transfrontalières réalisées par des banques européennes jusqu'en 2007 (52,8%). Quant aux transactions à destination des pays émergents, elles sont en forte croissance sur la fin de la période, mais affichent des montants très largement inférieurs. Au sein des pays émergents, il ressort que les

cibles situées dans les pays d'Europe centrale et orientale (40,3%) et en Amérique latine 33%) ont été privilégiées par les établissements bancaires du Vieux continent (**Pujals, 2013**).

La crise des *subprimes* a eu un impact majeur sur les opérations de F&A bancaires en Europe. À partir de 2008, nous constatons en effet une inversion de la tendance observée depuis plusieurs années dans ce secteur. Les F&A bancaires sont en nette baisse tant en nombre qu'en valeur. En 2012, la valeur totale des F&A bancaires impliquant des acteurs privés a même atteint son niveau le plus bas depuis dix ans (**PwC, 2013**). À partir de 2008, les transactions ne sont plus motivées par un objectif offensif de « course à la taille » ou de pénétration de nouveaux marchés à l'international, comme cela était le cas lors de la période précédente. Confrontées à une situation de crise sans précédent depuis celle de 1929, les banques européennes ont plutôt poursuivi un objectif défensif visant à consolider leur part de marché domestique et à renforcer leur solidité financière dans l'attente de jours meilleurs. Dès lors, elles ont cherché à améliorer leur niveau de fonds propres, au détriment de la croissance de leurs actifs, et délaissé les marchés étrangers au profit des marchés nationaux. Nous observons ainsi une très forte baisse des F&A transfrontalières à compter de 2008 et, dans le même temps, une forte progression des opérations domestiques (**Pujals, 2013**).

Date d'annonce	Acquéreurs (pays)	Cibles (pays)	Montant de l'opération (en Md\$)
Oct. 2008	Lloyds TSB (R-U)	HBOS (R-U)	21,7
Oct. 2008, puis mars 2009	BNP Paribas (France)	Actifs de Fortis en Belgique et au Luxembourg	13,2
Août 2008	Commerzbank (Allemagne)	Dresdner Bank (Allemagne)	8,6
Juil. 2008	Crédit mutuel (France)	Citibank Deutschland (Allemagne)	6,6
Fév. 2011	Banco Santander (Espagne)	BZ WBK (Pologne)	5,6
Sept. 2008	Deutsche Bank (Allemagne)	Postbank (Allemagne)	3,6
Fév. 2008	Banques populaires (France)	Actifs de HSBC en France	3,3
Juil. 2008	Santander (Espagne)	Alliance & Leicester (R-U)	2,3
Sept. 2008	Barclays (R-U)	Actifs de Lehman Brothers aux États-Unis	1,8
Nov. 2011	Virgin Money (R-U)	Northern Rock (R-U)	1,6
Mars 2012	Caixa Bank (Espagne)	Banca Civica (Espagne)	1,2
Oct. 2008, puis fév. 2009	Caisses d'épargne (France)	Banques populaires (France)	nc

nc = non communiqué.

Graphique 32 : principales opérations de F&A bancaires en Europe (Pujals, 2013)

Titre : La réglementation financière empêchée – L’Union européenne après la crise de 2008 – 2009

Mots clés : Crise, Réglementation, Finance, Banque, Market-based banking, Néolibéralisme, Economie politique, Union européenne, Taxe sur les transactions financières, Réforme structurelle du secteur bancaire.

Résumé : Cette thèse analyse la production de la réglementation financière dans l’Union européenne après la crise de 2007-2008. Elle repose sur une étude globale des réformes financières introduites dans l’UE entre mars 2009 et novembre 2014 (n=51), ainsi que sur deux études de cas portant sur la proposition de taxe sur les transactions financières (TTF) et la proposition de réforme structurelle du secteur bancaire. Notre thèse montre que la crise financière mondiale n’a pas conduit, à l’échelle européenne, à une remise en cause du néolibéralisme réglementaire. On observe cependant, dans les différentes réformes étudiées, un déplacement de l’approche réglementaire anglo-saxonne, favorable à l’autorégulation du secteur financier, vers une approche ordolibérale reposant notamment sur des exigences de transparence et de gouvernance afin d’assurer des conditions « saines » de concurrence. La crise a par ailleurs conduit à la mise à l’agenda de deux mesures de rupture, la TTF et la séparation des activités bancaires. Notre recherche met cependant en évidence le pouvoir structurel mobilisé par les grandes banques universelles afin d’obtenir l’abandon ou la mise en suspens des deux mesures. Ce pouvoir structurel est fondé institutionnellement à l’échelle européenne et à l’échelle nationale.

Title: Financial Regulation Crippled – The European Union after the 2007-2008 crisis

Keywords: Crisis, Regulation, Finance, Bank, Market-based banking, Neoliberalism, Political economy, European Union, Financial transaction tax, Banking structural reform.

Abstract: This thesis analyses the production of financial regulation in the European Union after the 2007-2008 crisis. It is based on a global study of EU financial reforms introduced between March 2009 and November 2014 (n=51), and on two case studies on the proposal of a financial transaction tax (FTT) and the proposal on banking structural reform. Our thesis shows that the global financial crisis has not led, at the European level, to a shift away from regulatory neoliberalism. However, it highlights a shift from an Anglo-Saxon regulatory approach, based on autoregulation of the financial sector, towards an ordoliberal approach based on transparency and governance requirements, aiming at ensuring a level playing field. The crisis also led to put two groundbreaking measures to the agenda, the FTT and banking separation. Our research however highlights the structural power displayed by large universal banks so as to put pressure on EU institutions and governments not to adopt these measures. This structural power is institutionally based at the European level as well as at the national level.

CEPN – UMR 7234 CNRS – Université Paris 13

Université Paris 13 – Campus de Villetaneuse

99, avenue Jean-Baptiste Clément

93 430 VILLETANEUSE