

LA REVUE DES JURISTES DE SCIENCES PO



Direction scientifique :

Anne MARÉCHAL

Rédacteurs en chef :

Romy KHONEISSER et Louis NOIRAULT

FÉVRIER 2023 - **N°23**

14^e ANNÉE - ISSN 2011-4293

► Dossier thématique

La régulation financière après la crise de 2008 : bilan et enjeux

► ACTUALITÉS

2 > p. 4

Critique du droit bureaucratique

par Joël Moret-Bailly, professeur de droit privé
et sciences criminelles, Université de Lyon (Saint-Étienne)

► DOSSIER THÉMATIQUE

3 > p. 9

La régulation financière

par Florian Abadie, Duncan Alford, Andrew Bernstein, David Blache,
Jérôme Chacornac, Benjamin Degoul, Edouard Fernandez-Bollo,
Arthur Gautier, Benoît Gourisse, Eoin Jackson, Arut Kannan,
Hélène Kouyaté, Dominique Legeais, Anne Maréchal, Mailis Pachebat,
Daphnée Papiasse, Jean-Baptiste Poulle, Clément Saudo,
Pedro Schilling de Carvalho, Steven Schwarcz, Nicolas Spitz,
Isabelle Vaillant, Sophie Vuarlot-Dignac

Sommaire

Édito

page 1

1 Romy KHONEISSER, Louis NOIRAULT

Actualités

page

2 Joël MORET-BAILLY - Critique du droit bureaucratique

Dossier thématique

page xx

- 3 Anne MARÉCHAL - Sommes-nous préparés pour faire face aux nouvelles formes que pourrait prendre une crise financière ?
- 4 Édouard FERNANDEZ-BOLLO - La régulation des banques depuis la crise de 2008
- 5 Andrew A. BERNSTEIN - More and Better Bank Capital, But Will It Really Absorb Losses ?
- 6 David BLACHE - Mettre fin au « too big to fail » dans le secteur bancaire
- 7 Florian ABADIE - La régulation prudentielle depuis 2008 : vers un grand retour en arrière ?
- 8 Duncan ALFORD - The Proliferation of Different Types of Supervisory Colleges in the European Union : Is Supervisory Coordination Becoming more Effective or too Complex ?
- 9 Mailis PACHEBAT, Benjamin DEGOUL - L'évolution des garanties requises par l'Eurosystème en matière de refinancement
- 10 Isabelle VAILLANT - The way ahead for the Banking Union : not just black or white, but a push to build real progress
- 11 Jean-Baptiste POULLE, Nicolas SPITZ, Arut KANNAN, Arthur GAUTIER - Regards croisés sur l'évolution de la réglementation financière depuis la crise de 2008
- 12 Steven L. SCHWARCZ - Post-Crisis Derivatives Regulation : What went Right (and what went Wrong)
- 13 Benoît GOURISSE - The role of derivatives in the Global Financial Crisis
- 14 Sophie VUARLOT-DIGNAC - Regulating Financial Services – A European perspective
- 15 Dominique LEGEAIS - La blockchain ne sauvera peut-être pas la finance, ou comment le rêve peut se transformer en utopie
- 16 Clément SAUDO - Règlement Régime Pilote : les infrastructures de marché autorisées à tester les technologies de registre distribué
- 17 Daphnée PAPIASSE, Pedro SCHILLING DE CARVALHO - The Regulatory « Plumbing » of Innovation-Enablers : A Case for Accountability Mechanisms
- 18 Jérôme CHACORNAC - Une régulation financière en crise ? Nouveaux objectifs vs vieux postulats
- 19 Hélène KOUYATÉ - L'appréhension des enjeux environnementaux par la réglementation bancaire
- 20 Eion JACKSON - Transitioning from a Voluntary to a Mandatory Green Bond Standard : Justifications, Challenges and the Path Forward for EU Sustainable Finance Regulation

1 Édito



Romy KHONEISSER,
Rédactrice en chef,
Étudiante au sein de l'École de droit



Louis NOIRAUT,
Rédacteur en chef,
Étudiant au sein de l'École de droit

Chères lectrices, Chers lecteurs,
C'est avec fierté que nous vous présentons ce numéro de la *Revue des Juristes de Sciences Po* dédié à la régulation financière après la crise dite des « *subprimes* ». Les crises financières sont le plus souvent suivies de vagues de régulations visant à éviter la survenance d'un autre épisode similaire. En théorie politique, Baumgartner et Jones parlent d'un « équilibre ponctué » selon lequel un environnement réglementaire est marqué par de longues périodes statiques, durant lesquelles le *statu quo* demeure et ce n'est que lorsque des secousses ponctuelles arrivent que s'ensuit un changement dans les règles. La question cruciale n'est alors pas seulement de savoir si les réglementations émergeant de cette secousse auraient permis d'éviter la crise dont elles sont issues, mais plutôt de savoir si elles permettent d'éviter la prochaine. Roberta Romano dénonce un phénomène de « *quack legislation* », par lequel la réaction aux crises est un terreau fertile aux décisions politiques peu judicieuses. Son collègue John C. Coffee, au contraire, considère que ces périodes permettent de surmonter la force de certains groupes d'intérêts. Selon cette approche, l'adage attribué à Churchill de « ne jamais gâcher une bonne crise » prend tout son sens. L'après-crise est donc un moment de la régulation incertain dont il convient d'évaluer les effets de manière critique. C'est ce à quoi se sont attelés avec grande

finesse les auteurs de ce numéro. Ce numéro va bien au-delà d'une redite du bilan classique du paysage réglementaire post-Lehman Brothers. Il envisage dans un premier temps les aspects prudentiels mais dispose également du recul de la crise liée au COVID-19 dont les précédents ne pouvaient bénéficier. Il se tourne ensuite vers les marchés financiers dans une perspective européenne aussi bien qu'états-unienne. Ce numéro marque en effet une ouverture sur l'international de la *Revue des Juristes de Sciences Po*, qui était évidemment nécessaire au traitement d'un phénomène à la portée aussi globale. Le troisième volet est dédié à des problématiques contemporaines qui pourraient être sources d'instabilité future : les crypto-actifs et les enjeux environnementaux. Il ne s'agit évidemment pas de désigner ces domaines comme les sources certaines de risque(s) systémique(s) futur(s). Ce volet met surtout en exergue l'idée qu'il ne faut pas se contenter de refaire les batailles du passé, mais aussi être à l'affût de phénomènes nouveaux, qui, dans le monde de la finance, sont en constante évolution. Les contributeurs comptent aussi bien des praticiens privés, des régulateurs, et des chercheurs. La diversité de perspectives et d'opinions est un atout central à la richesse de la réflexion que propose le numéro.

En vous souhaitant une excellente lecture ! ■

Revue des Juristes de Sciences Po

REVUE SEMESTRIELLE

Directrice scientifique :
Anne Maréchal

Rédacteurs en chef :
Romy Khoneisser
Louis Noirault

Membres du Comité de rédaction :
Vanessa Abdeen
Laure Blanchez
Giorgio Gugliotta
Arij Hamouda
Raphaël Hanus
Iskander Harhouz
Bogyung Hwang

Octavie Jacquet
Guillemette Joubert
Faye Lamrani
Aurore Paquet
Aurélien Péchère
Aurora Pinelli
Quentin Pitthois
Xiaoyue Wang

Membres du Comité Scientifique :
Bernard Stirn (Président),
Président de section honoraire
au Conseil d'Etat, membre de
l'Institut

Emmanuelle Mignon, Conseiller
d'Etat, Associée du pôle Public,
Réglementaire Environnement
du cabinet August Debouzy
Reinhard Dammann, Associé
Fondateur du cabinet Dammann
Anne Maréchal, Avocate associée
chez De Gaulle Fleurance et
associés
Aurélien Hammelle, Directeur
juridique du groupe TotalEnergies
Julie Klein, Docteur en
droit de l'Université Paris
II Panthéon-Assas (2010),
agrégée de droit privé (2011).

Codirectrice scientifique de la
spécialité EMR du Master Droit
Économique de Sciences Po
Pierre-Louis Périn, Avocat
associé du cabinet Bersay,
Professeur affilié à l'École
de Droit de Sciences Po
Selma Ghodri, Diplômée de
l'École de droit de Sciences Po
Rémi Gambino, Diplômé de
l'École de droit de Sciences Po
Directeur de la publication :
Anass El Wardi

Photo de couverture :
© Marta Nascimento / Sciences Po
Origine du papier : Allemagne
Taux de fibres recyclées : 6 %
Certification : 100 %
Impact sur l'eau : $P_{TOT} = 0,01 \text{ kg/tonne}$



Imprimerie :
Evoluprint
Parc Industriel Euronord
10 rue du Parc - 31150 Bruguères

LES AUTEURS

Joël MORET-BAILLY est professeur de droit privé, spécialiste de droit pénal, de déontologie (directeur de la collection Droit & Déontologie, PUF) et de théorie du droit. Derniers ouvrages : (avec E. Rubi-Cavagna), *Droit pénal, la contre-Révolution silencieuse*, LGDJ-Lextenso, coll. Forum, 2021, 296 pages ; (avec D. Truchet), *Introduction à la déontologie*, PUF, coll. Droit & Déontologie, 2022, 252 pages.

Anne MARÉCHAL Ancienne élève de l'ENA (Promotion Gambetta), Anne Maréchal est titulaire d'une maîtrise de droit privé de l'Université Lyon III et d'un DEA de droit communautaire et européen de Paris I Sorbonne. Au cours de sa carrière partagée entre les secteurs public et privé, Anne Maréchal a développé une expertise reconnue en droit boursier et financier ainsi qu'en fusions-acquisitions. Administrateur civil au ministère de l'Économie et des finances de 1997 à 1999, elle a ensuite exercé la profession d'avocat au sein de grands cabinets d'avocats d'affaires français et anglo-saxons durant près de 15 ans notamment comme associée chez DLA Piper en charge de la pratique de droit boursier et financier. De retour dans le secteur public de 2013 à 2022, elle a occupé le poste de Directrice des affaires juridiques de l'Autorité des marchés financiers où elle a contribué activement à l'élaboration de la réglementation sur les actifs numériques au sein de la loi Pacte. Précurseur en la matière, ce cadre juridique a inspiré le projet de règlement européen MiCA. Elle a rejoint le cabinet d'avocats De Gaulle Fleurance en septembre 2022 en qualité d'associée pour y développer une pratique de conseil en matière d'actifs numériques, de blockchain et de métavers.

Edouard FERNANDEZ-BOLLO Membre du conseil de surveillance prudentielle de la Banque centrale européenne. Ancien élève de l'École normale supérieure de Saint-Cloud, agrégé de philosophie, Edouard Fernandez-Bollo est entré à la Banque de France en 1988. Il y a occupé diverses fonctions liées à la réglementation et aux agréments bancaires, à l'harmonisation européenne et aux questions de résolution bancaire. Edouard Fernandez-Bollo est devenu Directeur des affaires juridiques de la Commission Bancaire, l'autorité de surveillance française, en 2004 et Secrétaire général adjoint en 2008. Il a été Président du groupe d'experts du Comité de Bâle sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme de 2007 à 2020. De 2010 à 2013, il a été Secrétaire général adjoint, puis de 2014 à août 2019, Secrétaire général de la nouvelle Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Il a également été membre du conseil d'administration de l'Autorité Bancaire Européenne et membre du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Depuis septembre 2019, Edouard Fernandez-Bollo est membre du conseil de surveillance prudentielle du mécanisme de surveillance unique de la Banque centrale européenne.

Andrew BERNSTEIN is Senior Counsel at Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, resident in Paris. For more than 25 years his practice has focused on capital markets transactions for major French banks and companies, as well as international transactions and disputes for sovereigns. He is a member of the Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (High Financial Markets Law Committee of Paris) and a former member of the Wolters Kluwer Securities Advisory Board.

David BLACHE est expert financier senior pour le département Monetary and Capital Markets du Fonds monétaire international, dans la Division Financial Crisis Preparedness and Management. Précédemment, il était Adjoint au Directeur de la Résolution de l'autorité de résolution française (ACPR). Il a été Adjoint au Directeur des Affaires internationales et européennes de la Banque de France et Chef du Service des Relations européennes. Il était juriste à la Banque centrale européenne lors de l'introduction de l'euro (1999). Il est diplômé de Sciences Po Paris, Ecofi 1995, mention lauréat, et d'un DEA en Droit des affaires (1995).

Florian ABADIE est conseiller en politique économique pour le groupe des Verts au Parlement européen. Après une formation en droit et économie à l'École Normale Supérieure de Cachan, il s'est spécialisé dans la régulation financière au sein de différentes institutions publiques françaises et européennes.

Duncan ALFORD joined the faculty of the University of South Carolina School of Law in April 2007 and currently serves as Professor of Law and as Associate Dean and Director of the Law Library. Professor Alford received his J.D. with Honors from the School of Law of the University of North Carolina at Chapel Hill. He received his B.A. with High Distinction in Economics and French from the University of Virginia. Professor Alford practiced law in Atlanta and Charlotte, NC, prior to entering academia. Before attending law school, Professor Alford was a Business Analyst with McKinsey & Company, Inc. He has held research fellowships at the Swiss Institute of Comparative Law, the Chinese University of Hong Kong, the American Academy in Rome, the College of Europe in Bruges, Belgium, and was a Fulbright Specialist at the University of Mkar, Benue State, Nigeria. He is admitted to practice law in South Carolina, North Carolina, and Georgia.

Mailis PACHEBAT Avocat au barreau de Paris, Associée en réglementation bancaire et financière au sein du cabinet White & Case LLP.

Benjamin DEGOUL Avocat au barreau de Paris, Associée en Debt finance au sein du cabinet White & Case LLP.

Isabelle VALLANT is responsible for delivering the EBA's prudential and resolution policy work as well as for overseeing the implementation of the standards with a view to ensuring a harmonised supervisory and resolution set of approaches across the EU. From 2011 to 2018, Isabelle was responsible for the production of the EBA regulatory work. Prior to this appointment, she was Head Inspector for on-site examinations at the French Financial Markets Authority. Between 1996 and 2010, Isabelle held several positions within Banque de France, including Deputy Director of the European and International Relations Directorate, Head of the Large International Credit Institutions Supervisory Department, Head of the International Regulation Department and Head of the European Regulation Division. Isabelle Vaillant graduated in Political Sciences at the Institute of Political Studies of Paris and completed a postgraduate MSc in Economics and Econometrics at the University of Paris X Nanterre.

Jean-Baptiste POULLE Avocat associé et docteur en droit, il assiste les institutions financières françaises et étrangères en matière de réglementation bancaire et financière tant en conseil qu'en contentieux disciplinaire. Il est diplômé de Sciences Po, de l'ESSEC et de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne.

Nicolas SPITZ Avocat associé et docteur en droit, il est un spécialiste de la réglementation bancaire et financière en conseil et en contentieux. Il intervient également en matière de produits dérivés. Il est diplômé de Sciences Po, de la London School of Economics et de l'Université Paris II Panthéon-Assas.

Arut KANNAN Avocat associé, il dispose d'une grande expérience des questions juridiques, réglementaires et de conformité liées au secteur bancaire et financier. Il intervient également en matière de financements structurés et de produits dérivés. Il est diplômé de l'Université de Londres et de Nice Sophia-Antipolis. Il est également solicitor en Angleterre, au Pays de Galles et à Singapour.

Arthur GAUTIER Avocat collaborateur, il conseille des institutions financières françaises et étrangères en matière de réglementation bancaire et financière. Arthur intervient aussi en matière de produits dérivés. Il est diplômé de l'École de Droit de Sciences Po et de l'Université Paris II Panthéon-Assas.

Steven L. SCHWARCZ is a chaired distinguished professor of law & business at Duke University and has been a partner at two of the world's leading law firms. He also has served as a distinguished visiting professor at Oxford and other top universities and has been a senior advisor to, or is a fellow of, numerous international organizations of thought-leading experts in law, finance, and insolvency.

Benoît GOURISSE has worked for ISDA for nearly 12 years. He has served as Senior director, European Public Policy, then Deputy Head, European Public Policy and was appointed Head of Asia Pacific in April 2021.

He headed European ISDA work streams on MiFID 2/ MiFIR framework, Commodities, Non-cleared margin rules, Recovery and resolution framework for CCPs, CCP supervision, Market Abuse and was the ISDA primary contact to the International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

He now heads ISDA public policy workstreams in Asia Pacific, covering the whole region except Japan.

Prior to ISDA, Mr. Gourisse spent five years at the French Banking Federation in Paris, where he was deputy director of Corporate and Investment bank activities. In this role he advised the executive management of French banks in every issue relating to financial markets, corporate services, custodian activities, asset management and distribution of financial instruments to retail investors.

He also worked for the French Savings banks as head of legal department in the Savings Banks of Brittany, and for Société Générale as compliance officer.

Mr. Gourisse has a Masters Degree in Tax and Business Law from Paris XI University.

Sophie VUARLOT-DIGNAC has over 20-year experience as a French and European financial regulator. Currently Head of legal & Enforcement at the European Securities and Markets Authority (ESMA), Sophie began her career at the Banque de France in 1998, following graduation from Sciences Po (Paris). She worked for the Committee of European Banking Supervisors in London and held a number of managerial posts at the French Prudential Supervisory and Resolution Authority (ACPR) before joining ESMA in 2013.

Dominique LEGEAIS est professeur à l'Université de Paris depuis 35 ans. C'est un spécialiste du droit bancaire. Il est l'auteur d'un traité des opérations de crédit et co-dirige la Revue de Droit Bancaire et Financier. Ses travaux récents concernent la blockchain et la crypto-économie. Son ouvrage consacré à la blockchain et aux actifs numériques a reçu le prix Montesquieu.

Clément SAUDO Adjoint au directeur juridique de l'Autorité des marchés financiers en charge du pôle marchés ; Diplômé d'un Master 2 Droit Bancaire et Financier de l'Université Paris II Panthéon Assas, d'un DEA Droit des Affaires et d'un Magistère d'Etude Juridique Anglo-Américaine (après des études à la New England School of Law à Boston) de l'Université Paris X Nanterre. Avocat en droit financier au sein des cabinets Gide Loyrette Nouel, Jones Day puis Allen & Overy en 2013 où il devient Counsel en 2017. Il est chargé d'enseignement dans le master 2 droit des affaires de l'Université Paris X Nanterre.

Daphnée PAPIASSE is a PhD student at the LSE's European Institute (LSE) working on the regulation of FinTech in the European Union with a specific focus on FinTech regulations in France and Germany. Her PhD investigates how financial regulators manage uncertain developments in their field, under the supervision of Professor Waltraud Schelkle (EI) and Professor Martin Lodge (Government Department). She is equally a research associate at the Cambridge Center for Alternative Finance (Judge Business School), a research student at the Center for the Analysis of Risk and Regulation (LSE), and a member of the European Banking Institute's Young Researcher Group (EBI).

Pedro SCHILLING DE CARVALHO is a PhD student at the Faculty of Law, University of Cambridge, working on the financial regulation of fragmented markets with a specific focus on FinTech and Sustainable Finance, under the supervision of Professor Eilís Ferran. He is also a consultant at the Legal Vice Presidency of the World Bank Group and a research affiliate at the Cambridge Centre for Alternative Finance (Judge Business School). Previously, he has been a Visiting Scholar at Harvard Law School, at the Max Planck Institute for Comparative and International Private Law, and held teaching and research appointments at the University of Cambridge, London School of Economics (LSE), and the University of Edinburgh. He is a member of the European Banking Institute's Young Researcher Group (EBI).

Jérôme CHACORNAC À l'issue d'une thèse consacrée à l'information en droit financier, Jérôme Chacornac a été recruté à l'université Paris-Panthéon-Assas où il enseigne le droit des affaires. Spécialiste de droit des sociétés et des marchés financiers et de droit du commerce international, il s'intéresse tout particulièrement au développement de la RSE, des FinTechs et à la compliance. Il enseigne également le droit maritime, le droit de l'arbitrage et le droit des contrats et dirige le Diplôme d'Université en Contract Management.

Hélène KOUYATÉ est Counsel au sein de l'équipe « Réglementation financière » de Clifford Chance Europe LLP. Elle est avocate, membre du barreau de Paris, et docteur en droit. Elle conseille les entités réglementées françaises et internationales en ce qui concerne les exigences réglementaires applicables notamment en matière de capital prudentiel, gouvernance et résolution. Hélène est également chargée d'enseignements au sein du Master 2 Droit International Economique à l'Université Paris I Panthéon – Sorbonne.

Eoin JACKSON is an LLM Candidate at Harvard Law School. He holds a First-Class Honours Degree in Law from Trinity College Dublin and was awarded the Trinity Foundation Scholarship. He is a former Managing Editor of the Trinity College Law Review and the Dublin University Journal of Criminology.

Actualités



2 Critique du droit bureaucratique



Joël MORET-BAILLY,
Professeur de droit privé et sciences criminelles,
Université de Lyon (Saint-Étienne),
CERCRID UMR-CNRS 5137

1 - L'idée sous-jacente à cet article est que chaque forme historique, tribale, féodale, d'Ancien Régime, totalitaire, etc., génère un type particulier de droit. Son hypothèse est qu'on peut opposer, dans le droit français contemporain, deux types de droit, un droit « moderne » et un droit « bureaucratique ».

Le droit moderne¹, largement hérité de la philosophie des Lumières, est né entre la fin du XVIII^e et le début du XIX^e siècle et se trouve en partie traduit, dans les pays de droit continental, par une dynamique de codification et une place importante du juge dans l'application (et l'interprétation) des énoncés juridiques. Le droit bureaucratique s'est, quant à lui, largement développé après la Seconde Guerre mondiale, notamment en lien avec l'extension du champ d'intervention de l'État, selon des modalités que nous allons préciser².

Dans cette perspective, la bureaucratie ne désigne pas (contrairement à un usage courant) les seules organisations publiques : les grandes organisations privées (entreprises ou associations), notamment les entreprises transnationales, les compagnies d'assurances, de transport, de distribution de courrier ou les banques constituent, à l'instar des administrations, des archétypes d'organisations bureaucratiques.

D'un point de vue historique, le modèle d'organisation bureaucratique naît et devient un objet de théorisations dès le milieu du XIX^e siècle chez Marx, Weber, et pendant environ un siècle chez nombre de sociologues des organisations, notamment March, Simon, Mintzberg et en France Crozier et Friedberg.

Le développement de la bureaucratie répond, selon les travaux fondateurs de Max Weber, à un certain nombre de raisons et d'objectifs. Ainsi, la bureaucratie se veut un mode d'organisation rationnel, fondé sur la règle, rompant avec l'« arbitraire » parce qu'impersonnel (donc d'application uniforme), et tendant à assurer la prévisibilité de la prise de décision (notamment par le fait que ses procédures sont écrites dans le but d'éviter toute ambiguïté dans le cadre de leur mise en œuvre)³.

Précisons que le droit bureaucratique ne concerne pas que certaines branches, mais, au contraire, l'ensemble du droit contemporain : droit pénal, administratif, des contrats, immobilier, du travail, bancaire, des assurances, commercial, de la sécurité

sociale, financier, etc. De nombreux contrats intègrent notamment des dispositions proprement bureaucratiques en ce qu'elles déterminent, par exemple, l'adresse (du bureau) à laquelle les courriers de résiliation devront être envoyés, en ce qu'elles prévoient des procédures d'instruction avant-contrat (prêts) selon des critères objectivés, ou en ce que ces contrats renvoient à des conditions générales largement standardisées, produites indépendamment des situations particulières⁴.

Précisons encore qu'il ne s'agit pas d'opposer ici deux modèles et deux réalités qui se succèderaient, le droit bureaucratique remplaçant le droit moderne, mais d'identifier deux idéaux-types, qui correspondent certes largement à des formes historiques, mais qui coexistent dans le droit contemporain (même si le droit bureaucratique a sans doute tendance à se développer au détriment du droit moderne).

Le droit bureaucratique peut, plus précisément, être analysé, d'une part en référence à son style, notamment caractérisé par l'abondance de normes disciplinaires (1), d'autre part en ce qui concerne sa mise en œuvre, qui tend largement à substituer des processus internalisés aux procédures (2), permettant de souligner certaines conséquences de son développement (3).

1. Le style : l'abondance des normes disciplinaires

2 - C'est un lieu commun que d'insister sur la quantité de règles étatiques (pour ne parler que d'elles) applicables en droit positif, le volume du droit consolidé en vigueur représentant, en 2019, environ 85 000 articles législatifs et 233 000 articles réglementaires, pour environ 40 lois, 50 ordonnances et 1 500 textes réglementaires nouveaux promulgués chaque année (pour les seuls textes publiés au Journal officiel)⁵. On pourrait ajouter que le droit français compte aujourd'hui une cinquantaine de Codes dits « administratifs », notamment destinés à rassembler les règles relatives à un secteur social donné (communication, santé publique, blé, vin, sécurité sociale, relations entre l'administration et les usagers, monnaie, impôts, etc.).

Cette abondance de règles⁶ peut facilement être reliée à l'extension du rôle de l'État (et du pouvoir exécutif) depuis la Seconde Guerre mondiale. C'est ainsi un truisme que de rappeler que

1. Pour reprendre un vocable usuel, par exemple, P. Deumier, *Introduction générale au droit*, LGDJ, 5^e ed., 2019, n° 161 et 173.

2. De manière générale, cf. M. Weber, *Économie et société*, tome 1 : *Les catégories de la sociologie* (1^{re} édition, en allemand, 1921), Pocket, 2003 ; C. Colliot-Thélène, *La sociologie de Max Weber*, La Découverte, coll. Repères, chapitre IV ; M. Crozier, *Le phénomène bureaucratique. Essai sur les tendances bureaucratiques des systèmes d'organisation moderne et sur leurs relations en France avec le système social et culturel*, Le Seuil, 1963 ; C. Castoriadis, *La société bureaucratique*, tome 2, *La Révolution contre la bureaucratie*, Paris, UGE, coll. 10/18, 1973, 439 pages ; D. Graeber, *Bureaucratie*, Les liens qui libèrent, 2015, 297 pages (et la recension de J. Caillousse, *Pourquoi et comment la bureaucratie fait loi*, *Droit et société*, 2016/3 (n° 94), pages 677 à 690) ; B. Hibou, *La bureaucratisation du monde à l'ère néolibérale*, La Découverte, 2012, 223 pages ; H. Mintzberg, *Structure et dynamique des organisations*, Les éditions d'organisation, 1982 ; J. March et H. Simon, *Organizations 2nd edition*, Wiley-Blackwell, 1993, 300 p.

3. C. Colliot-Thélène, *Op. cit.*, chapitre IV.

4. On peut distinguer à ce propos le formalisme, qui consiste à prévoir une forme à des fins de validité ou de preuve, et la bureaucratie, qui consiste à renvoyer à une logique de contenus obligatoires et prédéterminés, l'un n'excluant d'ailleurs pas l'autre.

5. [https://www.vie-publique.fr/en-bref/23812-lactivite-legislative-et-la-production-de-normes-en-2018] ; pour une réflexion sur les causes et les méthodes de comptage de cette production, Conseil d'État, *Mesurer l'inflation normative*, Étude présentée en assemblée générale le 3 mai 2018.

6. Ayant même donné lieu à une proposition de loi constitutionnelle afin de lutter contre elle, [https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/dossiers/lutte_sur-reglementation] ; pour une proposition de mesure de la nécessité des incriminations pénales, M. Delmas-Marty, *Pour des principes directeurs de législation pénale*, RSC 1985, p. 225-229, ici 227-228.

l'article 34 de la Constitution du 4 octobre 1958 ne détermine que de manière limitative le domaine de la loi et que, selon son article 37, « Les matières autres que celles qui sont du domaine de la loi ont un caractère réglementaire », sans compter le rôle des ordonnances, et le fait que près des trois quarts des lois résultent de projets de loi émanant du gouvernement, et non de propositions de loi émanant des parlementaires. Il en est évidemment de même en ce qui concerne la production des règles de l'Union européenne, qui donne un rôle central à son organe exécutif, la Commission. En bref, l'administration est très largement à l'origine du droit (en forme légiférée) produit depuis quelques décennies⁷.

Les règles produites obéissent en outre elles-mêmes à une dynamique d'extension. Par exemple, les règles relatives au secret professionnel comptaient 64 mots dans le Code pénal de 1810, 165 dans le Code pénal 1994, et 465 de ce même code en 2021, soit 7 fois plus qu'en 1810. Encore faut-il ajouter à ces dispositions les multiples règles, qui n'existaient pas en 1810, relatives au secret de différents professionnels, par exemple, en ce qui concerne les seuls professionnels de la santé et du secteur médico-social, les règles de l'article 1110-4 du Code de la santé publique, qui comptent 800 mots – soit quasiment deux fois plus que le Code pénal – portant le total à 20 fois plus de mots aujourd'hui qu'en 1810 pour ces professionnels. Cet exemple est même particulièrement intéressant en ce qu'il illustre la transformation de la modalité d'écriture d'une même question, consistant en outre en une sorte d'hybridation entre droit moderne (pour les principes) et droit bureaucratique (pour le détail des conséquences).

On peut, dans la même logique, avancer que si la plupart des règles des articles 1582 et suivants du Code civil relatives au contrat de vente sont inchangées depuis 1804, celles-ci sont enrichies d'autres règles, pour certains des contrats de vente, par exemple dans le Code de la consommation à propos des obligations d'information ou de différentes garanties applicables dans le champ de ce dernier, qui en augmentent significativement le nombre. Il est également acquis que les contrats de vente immobilière contiennent aujourd'hui un nombre important d'annexes techniques qui n'existaient pas il y a quelques dizaines d'années, permettant de constater que l'augmentation du nombre de normes gagne également les actes authentiques.

Le style du droit bureaucratique réside, au-delà de son abondance, dans sa construction « en silos », les énoncés normatifs reproduisant schématiquement l'organisation des bureaux. Par exemple, l'une des caractéristiques frappantes des directives européennes est que les définitions qu'elles contiennent sont usuellement précédées de la formule « au sens de la présente directive (...) », ou « aux fins de la présente directive, on entend par : (...) »⁸. On peut évidemment comprendre cette modalité de rédaction à partir du fait que le droit de l'Union traite de questions nouvelles en son sein, obligeant à la définition des notions mobilisées. Cette modalité de rédaction « auto-limitative » est cependant notable, comme si les définitions ne pouvaient passer les limites du bureau qui les avait portées. Elle doit en outre être distinguée du renvoi d'un texte à un autre (le second renvoyant alors à une définition prévue par le premier) qui étend, quant à lui, le champ d'application du texte désigné, et crée des liens entre les textes, en opposition à la logique du silo.

Cette modalité de rédaction implique encore que le même mot puisse avoir un sens différent dans deux ensembles textuels. Si la chose n'est pas nouvelle en ce qu'un même mot peut évidemment désigner deux concepts juridiques différents – par exemple le dol

(civil ou pénal), le délit (*idem*), la faute, le lien de causalité, ou la responsabilité – selon les champs du droit, la formulation analysée ici semble plutôt renvoyer à une organisation bureaucratique au sens propre, chaque bureau élaborant les règles applicables dans sa sphère d'administration. On rejoint ici un élément classique de l'analyse du fonctionnement des bureaucraties, selon lequel celles-ci constituent, bien évidemment, des lieux de pouvoir vis-à-vis de l'extérieur, mais également à l'intérieur desquelles différents pouvoirs, et notamment chaque bureau, cherchent à défendre leurs domaines de compétence, si ce n'est leur pré carré. À chaque bureau « ses » notions, « ses » définitions.

Un élément connexe, souvent mis en exergue, réside dans la spécialisation induite par l'organisation bureaucratique, que l'on pourrait illustrer, du point de vue des enseignements universitaires, par la multiplication des « matières », souvent appuyées sur des ensembles de règles pour partie autonomes (renvoyant usuellement à un code « administratif ») et pouvant être exposées en fonction de leurs logiques propres⁹.

Ces différents éléments peuvent alors être rapprochés des principes censés gouverner le droit moderne. On se souvient en effet (pour en rester à des exemples connus), que Portalis, dans son discours préliminaire, estimait que le Code civil devait « fixer les maximes générales du droit ; (...) établir des principes féconds en conséquences », car « Tout prévoir est un but qu'il est impossible d'atteindre »¹⁰. Le style du droit moderne ne pouvait donc qu'être général, systématique, ouvert, appelant intrinsèquement compléments et interprétation (nous y reviendrons), privilégiant, enfin, les formes brèves¹¹. On peut, pour tenter de mesurer cette opposition entre style moderne et style bureaucratique sur un mode plus plaisant, poser deux questions n'appelant pas réponse : 1) comment serait écrite la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 en style bureaucratique ? 2) Est-il imaginable d'écrire aujourd'hui dans un Code « en fait de meubles, possession vaut titre » ?

Ces différences entre droit moderne et droit bureaucratique renvoient bien évidemment à des philosophies essentiellement différentes. Ainsi a-t-il été montré, dans le champ pénal, que le développement d'un « droit pénal administratif », se développant après la Seconde Guerre mondiale essentiellement en dehors du Code pénal – et représentant aujourd'hui plus de 97 % des incriminations – impliquait une rupture radicale dans l'écriture des règles et de la philosophie pénales : alors que le droit pénal moderne est construit selon une grammaire de la liberté, qui se contente d'associer une peine à un comportement préalablement décrit, dans l'espoir que le citoyen s'abstienne de commettre l'infraction¹², le droit pénal bureaucratique s'appuie sur des normes administratives qui prédéterminent ce qu'il faut faire, et assortit l'irrespect de ces normes de sanctions, dans une logique disciplinaire¹³. La différence entre les deux modèles est cruciale : le premier laisse implicitement la liberté d'adopter le comportement décrit par le texte d'incrimination et prévoit des sanctions si tel est le cas ; le second intime de respecter une norme¹⁴. L'un est fondé sur la liberté, l'autre sur l'obéissance. Témoigne sans doute d'une étape supplémentaire dans la même logique l'avènement,

7. Dans le même sens, J. Chevallier, La place de l'administration dans la production des normes, *Droit et société* 2011/3 (n° 79), pages 623 à 636, particulièrement le « II. L'emprise bureaucratique sur la production des normes ».

8. Par exemple, directive (ue) 2019/1937 du parlement européen et du conseil du 23 octobre 2019 sur la protection des personnes qui signalent des violations du droit de l'Union, article 5, Directive (UE) 2018/958 du parlement européen et du conseil du 28 juin 2018 relative à un contrôle de proportionnalité avant l'adoption d'une nouvelle réglementation de professions, article 3.

9. A. Jeammaud, « La part de la recherche dans l'enseignement du droit », *Jurisprudence Revue critique*, 2010, p. 186.

10. J.-E. Portalis, Discours préliminaire sur le projet de Code Civil, 1801, [http://classiques.uqac.ca/collection_documents/portalis/discours_1er_code_civil/discours.html].

11. Amenant Stendhal, selon une anecdote souvent rapportée, à écrire à Balzac le 30 octobre 1840, « En composant *La Chartreuse*, pour prendre le tour, je lisais chaque matin deux ou trois pages du Code civil, afin d'être toujours naturel : je ne veux pas, par des moyens factices, fasciner l'âme du lecteur ».

12. M. Villey, De l'indicatif dans le droit, in *Critique de la pensée juridique moderne*, Dalloz, 1976, p. 51-84.

13. C. Barberger et P. Lascombes, *Le temps perdu à la recherche du droit pénal, analyse de cinq années de textes comportant des dispositions pénales 1983-1987*, Paris, GAPP-CNRS, 1991, 211 pages.

14. *Idem*.

ces dernières années, d'un droit dit de la « conformité », ou de la « *compliance* » (dont font notamment partie les dispositifs « anti-blanchiment », « anticorruption », les réglementations relatives au « lancement d'alertes », au règlement général sur la protection des données (RGPD), ou encore à la lutte contre différentes formes de discrimination...), dont l'un des moyens d'action réside dans la construction de processus internes aux organisations publiques et privées visant au respect des règles et à l'évitement de la commission d'infractions.

Précisons, pour terminer, qu'on peut parfaitement se réjouir, d'un point de vue politique, de la protection des consommateurs, qui implique mécaniquement la création de règles supplémentaire par rapport à un système dénué de cette protection, ou du fait que le contrat de travail, voire le Code du travail, soit plus protecteur des travailleurs que le contrat de louage d'ouvrage. Il n'en reste pas moins que ces évolutions se traduisent, dans un système bureaucratique, par un droit du même tonneau, qui transporte des caractéristiques liées à la bureaucratie elle-même. Notamment, les analystes de la bureaucratie soulignent, depuis Max Weber, la tendance de cette dernière à l'extension de son pouvoir, même sans nécessité réelle, la conduisant quasi-mécaniquement à multiplier les normes (justifiant en outre et par là-même son existence). On trouverait là l'une des explications à l'augmentation du nombre de règles dont nous avons précédemment fait état ¹⁵.

L'opposition du droit bureaucratique au droit moderne est également flagrante en ce qui concerne sa mise en œuvre.

2. La mise en œuvre : processus internalisés contre procédures

3 - Pour résumer à gros traits les apports de l'analyse de Max Weber, les normes bureaucratiques sont essentiellement écrites, prévoyant à l'avance les situations factuelles auxquelles elles doivent s'appliquer ainsi que les résultats à atteindre, les intéressés en étant informés en amont dans le but de prévenir autant que faire se peut d'éventuelles violations des normes édictées, cet objectif impliquant en outre de réduire les marges d'interprétation des normes. Témoigne de manière archétypale de ces différentes caractéristiques la mise à disposition du public des circulaires administratives ¹⁶.

Cette logique emporte différentes conséquences. La priorité est notamment donnée, dans la régulation bureaucratique, à la prévision, l'anticipation, la préqualification des situations, ainsi qu'à l'évitement, autant qu'il est possible, de l'interprétation (cette dernière étant susceptible de modifier *ex post* l'ordonnancement préétabli). Correspond quasi parfaitement à cette définition le *rescrit*, procédure permettant de demander par avance à l'administration de prendre formellement position au regard du droit quant à une situation particulière ¹⁷. En constituant depuis fort longtemps un avatar les contrats d'adhésion. Participe également de cette logique la création de barèmes, ou encore d'amendes forfaitaires.

Cette logique vise également, par principe, à la fois à exclure le recours à un tiers extérieur et à circonscrire les possibilités d'interprétations « dissidentes » : les difficultés doivent être traitées en interne et la seule interprétation légitime est l'interprétation hiérarchique.

L'opposition entre cette logique et celle du procès est patente. Le procès constitue, en effet, un espace de discussion construit en référence à l'idée selon laquelle le fait de trancher une cause ne peut pertinemment s'opérer que dans un cadre contradictoire, le juge ayant, qui plus est, un rôle chronologiquement second. Par exemple, dans le champ de la procédure civile, les parties sont

premières dans la détermination de l'objet du litige, le juge ne pouvant, sauf exception, déterminer ce que l'on va juger (les parties pouvant même le lier sur certains points de droit) ¹⁸. L'idée sous-jacente à cette construction est que la vérité judiciaire résulte de la nécessaire confrontation de l'ensemble des arguments des parties (y compris lorsque les explications sont provoquées par le juge). Plus encore, la vérité finale est, par hypothèse, inconnue au début du procès.

On peut alors constater, en rapprochant logique du procès et logique bureaucratique que celles-ci s'opposent point par point, la seconde étant fondée sur l'idée selon laquelle le résultat, décrit dans la norme, est prédéterminé et doit idéalement être atteint sans interprétation, au terme d'un processus (et non d'une procédure), par définition non contradictoire.

Il est même possible d'affirmer, en grossissant le trait, que le droit bureaucratique idéal est un droit sans juge, ou, en cas d'absolue nécessité, un droit dont les juges sont internalisés ou au moins proches du « bureau ». On pourrait comprendre, en ce sens, les compétences juridictionnelles attribuées à différentes autorités administratives indépendantes en plus de leurs compétences administratives (même si les compétences administratives et juridictionnelles sont, en droit contemporain, strictement séparées), de même que la double fonction, de conseil, et donc, dans cette logique, juridictionnelle du Conseil d'État. On pourrait y ajouter, en procédure administrative, au-delà du recours gracieux, le recours hiérarchique (interne) comme préalable au recours contentieux ¹⁹. En droit pénal des affaires, le mécanisme dit du « verrou de Bercy » (aujourd'hui assoupli), selon lequel la poursuite pénale de l'éventuel fraudeur fiscal est subordonnée à une autorisation administrative, en constitue une illustration particulièrement nette. Une telle perspective permet également de donner toute sa portée à la formule de Henrion de Pansey comme prémice du droit bureaucratique selon laquelle « *juger l'Administration c'est encore administrer* » ²⁰.

Ajoutons, afin d'illustrer encore cette logique d'internalisation du traitement de la contestation, la tendance de la bureaucratie à produire elle-même l'interprétation des normes qu'elle a édictées. Cette logique de l'interprétation du bureau comme seule légitime est portée à son comble en matière fiscale, la circulaire prévalant sur la loi. Il ne s'agit bien évidemment pas de revenir ici sur les notes de services ou les circulaires, indispensables à l'explicitation du droit et à la formulation de maximes d'action à destination des agents chargés de la mise en œuvre des normes, mais d'insister sur la visée paralysante de l'interprétation par des tiers portée par ces dernières. Tel est notamment le cas des motifs des directives européennes, doublant souvent le texte mais en fournissant *a priori* les clefs interprétatives à son application. Le résultat peut d'ailleurs être spectaculaire en termes quantitatifs, par exemple, dans la directive sur la protection des personnes qui signalent des violations du droit de l'Union (lanceurs d'alertes), qui comprend deux fois plus de caractères dans ses motifs que dans sa partie « normative » (si cette opposition conserve, de ce fait, encore son sens) ²¹.

On peut même, pour terminer, et afin de montrer la puissance du modèle du droit bureaucratique, estimer que celui-ci se développe même dans le cadre du procès : témoignent de cette évolution des pratiques et mécanismes tels les calendriers de procédure (définition des étapes du processus devant aboutir à la décision), la comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (évi-

15. Pour un constat parallèle à propos du droit des politiques publiques, Ch.-A. Morand, *Le droit néo-moderne des politiques publiques*, LGDJ, coll. « Droit et Société », 1999, 224 p.

16. [circulaires.gouv.fr].

17. B. Oppetit, *La résurgence du rescrit*, D. 1991, p. 105.

18. Articles 4, 5, 12 et 16 du Code de procédure civile notamment. Plus largement, L. Cadet, J. Normand et S. Amrani-Mekki, *Théorie générale du procès*, PUF, Coll. Thémis, 3^e éd, 2020, n° 222 et s.

19. En ce qui concerne le droit pénal administratif, l'utilisation du droit pénal dans un but de respect des prescriptions administratives a parfaitement été mise en lumière par P. Lascoumes et C. Barberger, *préc.*

20. *De l'autorité judiciaire en France* publié en 1818, 597 pages, <https://gallica.bnf.fr/view/3iif/ga/ark:/12148/bpt6k946938>.

21. 97 000 dans les 110 considérants des motifs contre 46 000 dans les 29 articles de la directive.

ment du débat sur les faits et la qualification), les « barémisations » diverses (anticipation des conséquences), ou l'extension des amendes forfaitaires, y compris délictuelles (évitement du débat sur la peine)²².

Or, les caractéristiques précédemment mises en exergue ne sont pas sans conséquences. Nous en soulignons trois.

3. Trois conséquences : cercle vicieux, retour paradoxal de l'arbitraire et marginalisation des juristes

4 - Michel Crozier décrivait ainsi, en 1963 le « cercle vicieux » bureaucratique : « la caractéristique essentielle du système d'organisation bureaucratique est que les difficultés, les mauvais résultats et les frustrations qui découlent de l'existence [de ses] (...) traits fondamentaux, tendent finalement à développer de nouvelles pressions qui renforcent le climat d'impersonnalité et de centralisation qui leur a donné naissance »²³.

Appliqué au droit, ce cercle vicieux signifie notamment que face à une difficulté d'interprétation ou de mise en œuvre de la règle, le réflexe bureaucratique consiste à créer de nouvelles règles afin de préciser les premières. Cette dynamique n'est cependant pas sans faire difficulté dans la mesure où l'augmentation du nombre de règles augmente corrélativement la possibilité que celles-ci se contredisent et implique, à tout le moins, qu'il faille les articuler, posant alors de nouvelles questions d'interprétation, qui pourront elles-mêmes donner lieu à des normes inédites afin de tenter de les dépasser. Cette caractéristique est notamment implicitement attestée par l'intégration au droit bureaucratique de mécanismes tels que l'erreur de droit (en droit pénal, essentiellement à propos du droit pénal dit « technique » ou « administratif »), le droit à l'erreur (relations entre les usagers et l'administration²⁴, ou de médiation, par exemple par le médiateur de la République (aujourd'hui le Défenseur des droits) censées permettre de dépasser – mais toujours « en interne » –, les contradictions et blocages produits par le système²⁵.

Un autre mécanisme de dépassement des blocages réside dans le retour (paradoxal) à l'arbitraire. En effet, pour continuer à suivre Michel Crozier, « le prix que l'organisation doit payer est celui d'une plus grande rigidité. Ceux qui décident ne connaissent pas directement les problèmes qu'ils ont à trancher ; ceux qui sont sur le terrain et connaissent ces problèmes n'ont pas les pouvoirs nécessaires pour effectuer les adaptations et pour expérimenter les innovations devenues indispensables »²⁶. Ne reste plus, dès lors, à « ceux qui sont sur le terrain » qu'à traiter des demandes spécifiques en dehors des cadres bureaucratiques, sous forme d'exceptions de fait ou de passe-droits, selon des critères mal déterminés,

bref, sous forme d'un retour à l'arbitraire. Dans cette perspective, l'anthropologue J.-C. Scott a notamment pu montrer que l'organisation bureaucratique des entreprises dans l'Allemagne de l'Est d'avant 1989, obligeait à un système d'organisation informel, parallèle au système officiel, mais indispensable à la production²⁷. Ce résultat est évidemment en opposition parfaite avec l'un des buts mêmes de la bureaucratie, censée au moins produire un traitement égal et prévisible dans l'application des normes.

L'existence du droit bureaucratique n'a cependant pas de conséquences que sur le droit : elle en a également sur les juristes, posant même la question de leur place, voire de la nécessité de leur existence en son sein. J. Chevalier a notamment pu montrer, en ce qui concerne la production des normes, que ce ne sont pas, dans l'administration française, les services juridiques qui rédigent les règles, mais les services dits « opérationnels », les services juridiques n'étant consultés qu'en cas de graves difficultés « techniques » et étant chargés, la plupart du temps, de la seule fonction contentieuse – validant en négatif l'idée rattachant le procès et donc une bonne partie des juristes au droit moderne²⁸.

Ces derniers, qui ont largement accompagné le développement de l'État et du droit modernes depuis au moins le XVI^e siècle²⁹, sont ainsi à présent largement écartés de la production et de l'application du droit bureaucratique, ou instrumentalisés, de manière secondaire voire périphérique, dans une logique elle-même bureaucratique de résolution interne d'éventuelles contradictions de la règle produite aux normes supérieures ou de gestion contentieuse en cas d'échec de la régulation bureaucratique internalisée³⁰. De manière plus générale, les juristes se trouvent « relégués » dans des fonctions professionnelles secondaires (d'un point de vue bureaucratique), magistrat, avocat, notaire, etc., liées à la prévention ou au règlement des litiges – elles-mêmes d'ailleurs de plus en plus rattrapées par des logiques bureaucratiques.

Une manière différente d'analyser la situation consisterait à considérer que, de même que le droit change, le rôle des juristes évolue, le juriste de droit contemporain étant à la fois de droit moderne et de droit bureaucratique.

*

En conclusion, les quelques éléments que nous avons pu mettre en exergue permettent de montrer que droit bureaucratique et droit moderne peuvent être articulés au moyen d'une série d'oppositions : règle/norme, procédure/processus, résultat incertain/résultat prédéterminé, juge identifié/décisionnaire anonyme, contradictoire/hiérarchie, étant précisé que, dans la réalité, au-delà de leur modélisation idéaltypique, les droits moderne et bureaucratique s'opposent, se succèdent, se complètent, se font concurrence, s'articulent, s'hybrident.■

22. Illustre cette logique à propos des procédures pénales dans l'ex-URSS, la formule de J. Rossi, « Le plus souvent, toute la procédure avait pour but de faire condamner l'accusé à une peine fixée à l'avance », J. Rossi, *Quelle était belle, cette utopie !. Chroniques du goulag*, Interférences, 2016, page 19, note 1.

23. M. Crozier, *Op.cit.*, chap. VII, 247-255.

24. [oups.fr].

25. D'après la présentation de sa mission, le « Défenseur des droits (...) peut vous aider lorsque vous avez effectué toutes les démarches pour régler votre problème auprès de l'organisme concerné et qu'aucune solution n'a été trouvée. Il peut s'agir, par exemple, d'une incompréhension, d'une absence de réponse d'une audition, d'un manque d'information de la part d'un service public, d'une erreur de décision... », [https://www.defenseurdesdroits.fr/fr/institution/competences/services-publics].

26. M. Crozier, *Le phénomène bureaucratique*, préc., chap. VII, 247-255.

27. J. C. Scott, *Petit éloge de l'anarchisme*, Lux, 2013, p. 96-98.

28. J. Chevalier, *La place de l'administration dans la production des normes*, préc., 628-629 ; adde J.-M. Weller, *Fabriquer des actes d'État. Une ethnographie du travail bureaucratique*, Economica, 2018.

29. P. Bourdieu, *Sur l'État, Cours au Collège de France (1989-1992)*, Seuil, coll. Raisons d'agir, 2012, notamment p. 413-414 et 531-534.

30. Le rapport de la Section du rapport et des études du Conseil d'État sur « La formation juridique des fonctionnaires » de 1988 (dit rapport Braibant) suggérait, en réponse, de renforcer la place des juristes dans les administrations ; adde, Jean-Marie Delarue, « Les limbes textuels ou la fabrication des textes normatifs par l'administration centrale », in *Juger l'administration, administrer la Justice. Mélanges en l'honneur de Daniel Labetoulle*, Paris : Dalloz, 2007, p. 231 et s.

Dossier Thématique



3 Sommes-nous préparés pour faire face aux nouvelles formes que pourrait prendre une crise financière ?



Anne MARÉCHAL,

Avocate associée chez De Gaulle Fleurance et associés

Après la crise financière de 2008, la plus grave depuis 1929, les gouvernements ont pris conscience des dangers d'un monde financier détaché de l'économie réelle, nourri par leurs propres politiques de dérégulation entamées dès les années 1970 aux États-Unis. Dès lors, il a fallu chercher à assainir le système financier international par une meilleure réglementation financière. Ainsi, après chaque crise financière, on revient vers plus de réglementation afin d'éviter les crises futures. L'effort important pour mettre en place de nouvelles règles accompli depuis lors permettra-t-il de se prémunir contre une nouvelle crise dont on pressent déjà qu'elle prendra d'autres formes que celle de 2008, tant les évolutions dans la finance sont rapides ?

Les deux volets de la régulation financière sont traditionnellement d'une part d'assurer la confiance dans le système bancaire, notamment à travers l'établissement de règles prudentielles, et d'autre part d'organiser le fonctionnement des marchés, en favorisant la transparence afin de réduire les asymétries d'information. Ainsi, avec la signature de Bâle III en 2010, pierre angulaire de la réglementation post-crise, les régulateurs financiers ont voulu essayer de brider les prises de positions risquées des banques en leur intimant d'avoir un certain montant de fonds propres et d'actifs liquides (notamment à travers les ratios NSFR et LCR) afin de pallier les risques d'illiquidité et d'insolvabilité. Le développement d'une politique macroprudentielle pour le secteur bancaire a ainsi constitué un volet majeur des réformes post-crise de 2008 pour limiter le risque systémique. Par ailleurs, Bruxelles a lancé

une vaste refonte de la régulation en Europe via MiFID II, qui s'est attaquée notamment à la transparence des marchés obligataires, à la rémunération des sociétés de gestion, au poids du trading haute fréquence, mais aussi à un encadrement du trading des produits dérivés. Au niveau européen, les mesures prises après la crise pour prévoir des règles plus précises et un cadre réglementaire beaucoup plus puissant, s'est traduit par des milliers de pages de réglementation nouvelle.

Ce dispositif ambitieux est-il pour autant pertinent pour nous prémunir des nouvelles crises ? Les régulateurs semblent considérer que le test de la crise liée à la pandémie a permis de vérifier que le système financier était devenu plus résilient. Le bilan semble toutefois bien difficile à établir et les constats sont généralement mitigés, tant on considère à la fois que si des progrès substantiels ont été faits, notamment en matière prudentielle et de résolution, des lacunes sont encore à déplorer. La longue chaîne complexe des produits dérivés titrisés qui distille le risque entre différents agents et forme le *shadow banking* continue en particulier à créer une finance très difficile à réguler, et ce risque s'en trouve augmenté par l'interconnexion des places financières et le poids croissant des acteurs non bancaires.

Surtout, la finance a beaucoup évolué ces dernières années et des risques totalement nouveaux sont apparus. La question qui se pose aujourd'hui avec acuité est finalement celle de savoir si les réponses apportées à la crise de 2008 sont bien adaptées aux enjeux de demain. On assiste en effet à la création d'une nouvelle finance et à l'émergence de nouveaux acteurs : comment répondre aux nouveaux défis que sont le développement de la numérisation, de la *blockchain* et des cryptomonnaies et à la croissance du risque lié à la cybersécurité qui est devenu systémique ? Ces innovations ont fait surgir de nouveaux acteurs mondiaux, qu'il s'agisse d'entreprises

technologiques qui se fondent sur la décomposition des activités des banques traditionnelles, des *Big Techs* qui disposent de ressources financières massives ou de puissantes plateformes de négociations d'actifs numériques qui se concentrent rapidement. Des crises à l'échelle mondiale sont déjà à déplorer, ainsi que le montre la récente faillite du géant américain FTX. Comment, par ailleurs, faire face au changement climatique et créer un cadre pour la finance durable, défi tout aussi majeur ?

Ces évolutions rapides dans la finance sont autant de défis pour les régulateurs car la réglementation traditionnelle n'est plus adaptée à cette finance aux multiples visages qui engendre des risques inédits. Face à ces évolutions profondes, la façon de réglementer doit se réinventer, et c'est ce que l'on constate déjà avec les initiatives particulièrement innovantes prises par la France, pionnière dans ce domaine et qui a directement inspiré la réglementation européenne MICA en matière d'encadrement des prestataires de services sur actifs numériques. Dans un monde non réglementé où les services sont rendus sur Internet, sans frontières, a été imaginée une réglementation optionnelle, concept totalement nouveau dans la réglementation financière, qui, tel un label de qualité – Jean Tirole dit qu'on est entré dans l'économie du label –, permet aux acteurs vertueux de se démarquer et de bénéficier d'un capital de confiance indispensable tout en évitant la fuite de l'innovation majeure que consti-

tue la *blockchain* en dehors de nos frontières. La France a également proposé à l'Union européenne un laboratoire numérique qui s'est traduit par le règlement européen Régime Pilote adopté au printemps dernier, pour permettre le développement des projets d'émission et de négociation de *security tokens* (instruments financiers) sur la *blockchain*, projets essentiels notamment pour les banques qui ne pourront, à défaut de s'inscrire dans cette « *sandbox* » dès mars 2023 sur autorisation de l'Autorité des marchés financiers, avancer faute de pouvoir respecter les contraintes du droit financier classique (MIF 2 et CSDR notamment). Le Règlement DORA vient également apporter une capacité de surveillance directe des prestataires informatiques critiques par les autorités européennes pour répondre au défi du risque lié à la cybersécurité. Quant à la finance durable qui se développe rapidement avec les enjeux climatiques, les législateurs européen et internationaux s'y attaquent alors que le risque de *greenwashing* croît, mais avec difficulté tant, là aussi, il faut innover pour créer une réglementation et des concepts totalement nouveaux adaptés à ces enjeux complexes et renforcer les outils des superviseurs.

Je tiens à remercier l'ensemble des contributeurs à ce numéro de la *Revue des Juristes de Sciences Po* qui apportent des éléments de réflexion très riches sur ces questions difficiles et d'une brûlante actualité. ■

Édouard FERNANDEZ-BOLLO, La régulation des banques depuis la crise de 2008 : article 4

Andrew A. BERNSTEIN, More and Better Bank Capital, But Will It Really Absorb Losses ? : article 5

David BLACHE, Mettre fin au « too big to fail » dans le secteur bancaire : article 6

Florian ABADIE, La régulation prudentielle depuis 2008 : vers un grand retour en arrière ? : article 7

Duncan ALFORD, The Proliferation of Different Types of Supervisory Colleges in the European Union : Is Supervisory Coordination Becoming more Effective or too Complex ? : article 8

Maïlis PACHEBAT, **Benjamin DEGOUL**, L'évolution des garanties requises par l'Eurosystème en matière de refinancement : article 9

Isabelle VAILLANT, The way ahead for the Banking Union : not just black or white, but a push to build real progress : article 10

Entretien avec Jean-Baptiste POULLE, **Nicolas SPITZ**, **Arut KANNAN**, **Arthur GAUTIER**, Regards croisés sur l'évolution de la réglementation financière depuis la crise de 2008 : article 11

Steven L. SCHWARCZ, Post-Crisis Derivatives Regulation : What went Right (and what went Wrong) : article 12

Entretien avec Benoît GOURISSE, The role of derivatives in the Global Financial Crisis : article 13

Sophie VUARLOT-DIGNAC, Regulating Financial Services – A European perspective : article 14

Dominique LEGAIS, La *blockchain* ne sauvera peut-être pas la finance, ou comment le rêve peut se transformer en utopie : article 15

Clément SAUDO, Règlement Régime Pilote : les infrastructures de marché autorisées à tester les technologies de registre distribué : article 16

Daphnée PAPIASSE, **Pedro SCHILLING DE CARVALHO**, The Regulatory « Plumbing » of Innovation-Enablers : A Case for Accountability Mechanisms : article 17

Jérôme CHACORNAC, Une régulation financière en crise ? Nouveaux objectifs vs vieux postulats : article 18

Hélène KOUYATÉ, L'appréhension des enjeux environnementaux par la réglementation bancaire : article 19

Eoin JACKSON, Transitioning from a Voluntary to a Mandatory Green Bond Standard : Justifications, Challenges and the Path Forward for EU Sustainable Finance Regulation : article 20

Régulation bancaire et prudentielle



4 La régulation des banques depuis la crise de 2008



Édouard FERNANDEZ-BOLLO,

Membre du conseil de surveillance prudentielle du mécanisme de surveillance unique (représentant de la BCE)

1 - La régulation bancaire que nous connaissons aujourd'hui trouve en grande partie son origine dans l'expérience de la grande dépression des années trente : elle avait donc déjà une longue histoire, non seulement nationale mais aussi – depuis les années 1980 – internationale avant la grande crise financière de 2008. On entend ici par régulation l'ensemble formé non seulement par les règles juridiques d'ordre public applicables à l'activité bancaire (la réglementation proprement dite) mais aussi par les pratiques, principalement des pouvoirs publics, mais également des membres et organes de la profession du secteur bancaire, qui visent à induire des comportements conformes aux attentes des sociétés dans lesquelles ces activités sont exercées.

Ses principales évolutions au XX^e comme au XXI^e siècle, en particulier ses renforcements, ont été chaque fois une réponse à des crises particulières et aux interventions urgentes des autorités publiques pour y remédier. En sens inverse, les mouvements qu'on a parfois qualifiés de dérégulation ont accompagné des périodes où il a pu sembler que l'activité bancaire pouvait s'auto-réguler avec un moindre besoin d'intervention des autorités publiques. Il nous semble plus approprié de parler de « libéralisation » que de « dérégulation » puisque cette étape, la trentaine d'années allant des années soixante-dix à la grande crise financière, a en fait vu la mise en place au niveau international de l'approche dite « prudentielle » de la réglementation (1), qui vise à maîtriser les risques économiques d'externalités négatives que font peser les banques sur l'économie, en en internalisant les coûts via principalement des exigences en fonds propres et la mise en place corrélative de systèmes efficaces d'identification, mesure et gestion de ces risques dans les banques.

La survenance, au sein même des pays les plus avancés dans ce domaine, de la plus grave crise financière de l'après-guerre a caractérisé un échec patent de la régulation en place, et appelé en conséquence sa révision (2). Toutefois les résultats de cette révision, loin d'être une remise en cause du principe de l'approche prudentielle, nous paraissent être un approfondissement de celle-ci, dont les effets positifs ont pu être constatés lors des récentes crises.

Il demeure que ces expériences ont également mis en évidence qu'il est essentiel non seulement d'éviter de retomber dans une approche complaisante de la régulation, mais encore d'essayer de veiller à son adaptation – à l'expérience passée comme à ce qu'on peut anticiper des défis de l'avenir (3).

1. L'approche prudentielle de la réglementation bancaire

2 - Au sens le plus large du terme, il y a eu des règles juridiques applicables aux banques dès que celles-ci ont existé comme une pratique commerciale spécifique ¹, en particulier des règles appli-

cables aux opérations comme des maxima pour les taux d'intérêt ². Toutefois il n'y a à notre sens régulation que justement là où l'on considère que l'existence d'une simple règle telle qu'un prix maximal ne suffit pas à orienter l'activité d'un secteur économique, mais qu'il faut codifier plus largement les pratiques professionnelles et assurer un contrôle de leur application. En ce sens-là, la première vague de régulation des pratiques commerciales est historiquement issue des professionnels eux-mêmes, en particulier soucieux de contrôler l'accès à leur profession : ce sont les guildes et corporations des marchands développées au Moyen-Âge qui en sont l'expression ³. Leur suppression ou large affaiblissement pour assurer l'accès libre et concurrentiel au marché est caractéristique du XIX^e siècle. Il est toutefois remarquable que dans le domaine bancaire il n'y ait jamais eu de complète suppression de cette régulation, même au cœur du XIX^e siècle, dans les juridictions plus libérales comme les États-Unis et l'Angleterre, où des formes de régulation par les règles d'accès (octroi de licence ou privilège d'émission) et d'activité (règles de capital minimum et d'encaisse spécifiques) ont subsisté, en raison des liens étroits que la pratique bancaire entretient avec la monnaie, domaine reconnu comme relevant de l'autorité publique. Leur efficacité s'est avérée néanmoins très limitée compte tenu en particulier de la faiblesse des moyens de contrôle ⁴.

C'est pourquoi la grande crise des années vingt, et en particulier son déroulement aux États-Unis, a donné lieu à un premier renforcement très marqué de cette régulation dans les trois aspects fondamentaux de la vie d'une banque : naissance, activité et mort. Concernant la naissance, les règles d'accès deviennent beaucoup plus strictes et comprennent notamment des restrictions *a priori* d'activité tant directes (interdiction de faire des activités non financières ou financières non comprises dans l'agrément, lequel aux États-Unis séparera strictement les activités de dépôts et celles de banque d'investissement, limitations territoriales), qu'indirectes (via des filiales ou d'autres entités du même groupe). Les règles d'activité comprennent en outre des règles de fixation administrative des prix, en particulier la réglementation des taux d'intérêt des dépôts. Enfin, on introduit, dans le but explicite de limiter les externalités pour l'économie de la mort d'une banque, le principe d'une assurance explicite des déposants. Ce « modèle américain » ne sera pas calqué partout dans le reste du monde ⁵, mais il devient une référence de plus en plus importante compte tenu du rôle clef des États-

1. Donc au moins depuis l'Antiquité, en Grèce et à Rome, cf. R. Bogaert, G. Kurgan van Henteryk et H. Van der Wee, *La banque en Occident*. Anvers, Fonds Mercator, 1991.

2. À Rome depuis la loi des Douze Tables en 443 av. J.-C. cf. S. Homer. et R.A. Sylla (RA), *A History of Interest Rates* 4ed. Hoboken, John Wiley, 2005.

3. J. Le Goff, *Marchands et banquiers du Moyen Âge*, Paris, Presses Universitaires de France, 2001.

4. O. Brossard, et H. Chetoui, *Histoire longue : la naissance de la réglementation prudentielle, 1800-1945*, Revue d'économie financière No73, Paris, avril 2003.

5. En particulier en Europe, l'Angleterre restera dans un modèle de régulation beaucoup plus informel basé sur des rapports personnels directs entre les banques et la Banque d'Angleterre jusqu'à la mise en œuvre de la réglementation européenne dans ce pays en 1979. L'Europe continentale est de son côté demeurée jusqu'à nos jours majoritairement attachée au modèle de banque universelle, sans séparation stricte des activités de réception de dépôts et de

Unis dans le monde financier après la Seconde Guerre mondiale. Ainsi, pendant la trentaine d'années suivant la fin de cette guerre, la régulation bancaire a été marquée par son intégration très poussée dans l'action publique. Les aspects prudents y ont eu certes une place mais pas de premier plan, alors qu'ils sont devenus centraux à la suite d'impulsions venues des États-Unis pendant les trente années suivantes, celles de la « libéralisation financière ».

Ainsi, alors que pendant ces trente ans l'activité bancaire était restée fondamentalement nationale – les mouvements de capitaux étant d'ailleurs restreints dans de nombreux pays – et d'une ampleur limitée par rapport à la dimension de l'économie, la période qui va s'ouvrir avec la fin des taux de change fixes en 1971, puis avec les deux chocs pétroliers, va voir une très forte croissance des bilans bancaires pour la plupart des pays développés. Entre 1970 et 2008, le rapport entre crédits et PIB passe d'environ 0,5 à 1 et celui entre actifs bancaires et PIB d'environ 0,7 à 2⁶. Cette croissance est tirée par celle des activités transfrontières : les créances transfrontières déclarées à la Banque des règlements internationaux passent d'environ 4% du PIB mondial en 1970 à plus de 60% en 2007 à la veille de la grande crise financière⁷. Cette croissance des bilans bancaires, en l'absence de contraintes réglementaires, s'accompagne à ses débuts d'une divergence entre la croissance du risque et celle des fonds propres des banques. Aux Pays-Bas par exemple, le ratio de fonds propres sur actifs à risques passe de 20% à 6% entre 1970 et 1980. C'est dans ce contexte que, à la suite de travaux techniques européens mais *in fine* grâce à la pression politique américaine appuyée par le Royaume-Uni, le Comité de Bâle réussit en 1988 à trouver un accord sur un ratio international de solvabilité qui est l'acte de naissance de réglementation prudentielle contemporaine⁸.

Les années 1980 voient en effet le début d'un mouvement de balancier réglementaire très significatif : la levée du contrôle des changes et la liberté des mouvements de capitaux se généralisent. L'Europe en particulier supprime les restrictions nationales dans le cadre du projet de réalisation complète du marché unique à la suite de l'Acte Unique de 1986. Au niveau européen, cette libéralisation des conditions d'accès à l'activité dans l'ensemble du marché unique s'appuie sur l'unification du régime de surveillance de l'activité, qui met l'accent sur les exigences en fonds propres : non seulement le ratio de solvabilité mais également la couverture des grands risques et le régime des participations sont harmonisés, la surveillance devant en outre s'exercer au niveau consolidé, donc avec une logique de groupe qui n'était pas antérieurement généralisée. L'Europe choisira d'ailleurs d'appliquer cette réglementation harmonisée à l'ensemble de ses banques, en raison précisément du libre accès à l'ensemble des États membres dont bénéficient désormais toutes les banques agréées, quelle que soit leur taille, alors que l'harmonisation internationale est en principe réservée aux établissements ayant une importante activité transfrontière⁹. Le contrôle prudentiel va donc jouer désormais un rôle essentiel : assurer la sécurité de l'activité des banques auxquelles s'ouvrent des champs d'expansion nouveaux. Cette même logique

continuera à jouer un rôle encore accru pendant les années de la grande modération, celles de l'expansion des activités financières dans un environnement où tant l'inflation que l'impact des crises financières semblaient pouvoir être désormais maîtrisés, notamment grâce à l'action des banques centrales devenues entre temps pour la plupart d'entre elles des entités indépendantes du gouvernement afin d'assurer la crédibilité de leur action. Le Comité de Bâle est apparu alors comme la plus avancée des instances d'harmonisation internationale des normes applicables aux entités financières : les assurances comme les intermédiaires et fonds de marché produiront des principes applicables à leur surveillance, mais pas de normes aussi unifiées sur le contenu même des réglementations à respecter par les entités. Il continuera ainsi à développer ses standards techniques notamment avec un cadre applicable aux risques de marché (en janvier 1996, puis intégré et étendu dans le cadre dit Bâle 2 en 2005) qui introduira une innovation révélatrice de l'orientation de ces années : le recours aux modèles internes des banques.

L'accord de 1988 était en effet pensé pour le risque de crédit, et les modalités relativement frustrées de pondération des risques étaient le résultat d'une approche qui n'avait pu obtenir un consensus international que sur des principes très généraux : favoriser certains types de risques jugés plus fiables, en particulier les risques sur les autorités publiques et le crédit hypothécaire. Une telle approche était bien entendu très peu satisfaisante pour saisir le risque de marché, pour lequel les établissements à forte activité internationale disposaient de modèles beaucoup plus sophistiqués utilisés pour leur gestion interne. Le Comité décida alors d'accepter que ces établissements puissent utiliser leurs modèles internes également pour le calcul de la norme réglementaire, dès lors qu'une validation aurait été effectuée par les autorités.

Ce principe adopté alors fut ensuite étendu au risque de crédit (et au risque opérationnel) par la révision générale de l'accord de Bâle intervenue en 2005, dite Bâle 2. Il venait achever une évolution de la réglementation prudentielle qui, dans son souci d'assurer une meilleure appréhension des risques effectifs, a voulu renforcer les mécanismes internes d'identification et de gestion des risques de l'établissement, en leur permettant de jouer un rôle clef dans l'évaluation réglementaire des risques. On ne saurait soutenir que c'est cette évolution qui a provoqué la crise : en fait Bâle 2 n'était pas juridiquement en vigueur lorsque les éléments déclencheurs de la crise se sont mis en place, au demeurant en large part dans des établissements financiers non soumis aux règles prudentielles bancaires internationales (établissements de crédit hypothécaire pour l'origination, établissements de marché pour la titrisation). Il demeure toutefois pertinent de noter que ces modèles, qui à titre interne étaient bien en place avant la crise, n'ont pas empêché cette dernière de frapper aussi les banques. On a pu ajouter que par construction les principes mêmes sur lesquels ils sont bâtis – notamment l'utilisation d'hypothèses mathématiques trop simples face à la réalité des crises financières – les rendent incapables de prévenir ce type de risque systémique qui est le plus important, voire le favorisent en donnant une fausse sensation de sécurité¹⁰. Il était donc bien absolument nécessaire de revoir l'approche prudentielle antérieure à la crise à la lumière des leçons de celle-ci pour déterminer quelle évolution de la régulation est nécessaire pour prévenir de façon plus efficace ce risque systémique.

2. Les révisions réglementaires post-crise

3 - Il serait impossible dans le cadre de cette contribution de procéder à une analyse détaillée des nombreuses réformes inter-

marché. Mais les règles publiques très strictes liées le plus souvent à une politique de crédit ont fortement encadré l'activité des banques pendant toute la période allant de l'après-guerre à la libéralisation financière.

6. A. Taylor, *The Great Leveraging*, World Scientific Studies in International Economics, vol. 29, décembre 2013.

7. R. McCauley, P. McGuire, P. Wooldridge, *Seven decades of international banking*, BIS Quarterly Review, septembre 2021.

8. Nous disposons désormais en français d'une histoire très circonstanciée de la genèse de ce ratio et plus largement de l'origine et de l'activité du Comité de Bâle jusqu'à cet accord, cf. A. Drach, *Liberté surveillée : Supervision bancaire et globalisation financière au Comité de Bâle, 1974-1988*, PUR, Rennes, 2022.

9. Toutefois cet accord et ceux qui ont suivi ont servi de fait de modèle au contrôle bancaire dans de nombreux pays non membres du Comité de Bâle et pour des banques autres que les seules grandes banques internationales : les principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace, publiés en 1997 puis révisés en 2012 sont ainsi devenus la référence notamment des organisations internationales (Banque Mondiale et Fonds Monétaire International) lorsqu'elles évaluent la solidité du cadre de surveillance bancaire d'une juridiction.

10. Incapacité à anticiper les Cygnes noirs selon l'expression popularisée par Nassim Taleb, cf. *Black Swan*, New York, Random House, 2007. Traduction française parue en 2010 aux Belles Lettres. En France Christian Walter a développé le même thème, cf. par exemple avec Michel de Pracontal *Le virus B. Crise financière et mathématiques*, Paris, Le Seuil, 2009.

venues après la grande crise financière : notre propos ici est uniquement de souligner que, pour l'essentiel, elles ont consisté en un renforcement de l'approche prudentielle antérieure.

En effet, en résumant à l'extrême les leçons tirées de la crise ¹¹, elle a mis en évidence d'une part la nécessité de renforcer la prévention des événements extrêmes qui peuvent se produire notamment en raison des interconnexions dans le système financier et d'autre part de disposer d'outils puissants de résolution des défaillances individuelles qui permettent d'en contenir les effets tant sur la stabilité du système financier que sur l'utilisation des fonds publics.

Sur ces deux aspects, la réponse articulée au plan international ¹² a en fait consisté à augmenter considérablement la capacité d'absorption individuelle des chocs par les banques, ce qui n'est rien d'autre qu'un renforcement de l'approche prudentielle. Les réformes plus structurelles de limitation *a priori* de l'activité des banques n'ont pas fait l'objet d'un consensus ni au plan international ni en Europe et n'auront en définitive joué qu'un bien moindre rôle.

La liste des renforcements prudentiels opérés est ainsi impressionnante. Tout d'abord, alors qu'il avait été jusque-là impossible de trouver un consensus dans le domaine de la liquidité bancaire en raison de sa complexité technique et des très larges différences des réglementations nationales dans ce domaine, l'impératif de mettre en place un outil prudentiel spécifique pour renforcer la résistance aux chocs de liquidité a permis deux choses. D'une part, cet impératif a permis de converger sur une obligation de détenir des actifs liquides permettant de faire face à un choc de liquidité calculé sur l'horizon d'un mois (dit en anglais LCR, « *Liquidity Coverage Ratio* »). D'autre part, on a pu aussi trouver un accord sur un ratio limitant la transformation à un an opérée par les établissements de crédit, (dit en anglais NSFR, « *Net Stable Funding Ratio* »), lequel exige de couvrir par du financement stable disponible un montant correspondant aux activités sur un an. Cette exigence est calculée en tenant compte du risque de liquidité des actifs et des expositions hors bilan.

En matière de solvabilité, non seulement le ratio antérieurement applicable est devenu bien plus contraignant, mais on lui a rajouté à la fois des exigences additionnelles d'une facture nouvelle, les coussins macroprudentiels, et une corde de rappel, le ratio de levier ainsi que des règles internationales relatives à la concentration des risques ¹³. Si en effet il a été décidé de maintenir comme règle principalement contraignante pour les banques un ratio imposant la détention de fonds propres par rapport à des actifs pondérés par le risque, et donc la même construction qu'en 1988, on a fortement renforcé cette contrainte dans les deux côtés du ratio. En ce qui concerne le numérateur, les fonds propres admis en couverture des risques doivent être de meilleure qualité, pour l'essentiel comme des actions ordinaires, c'est à dire capables d'absorber des pertes en cours d'exploitation, pas comme les dettes subordonnées qui n'ont pas joué leur rôle d'amortisseur pendant la crise. La seconde étape de ce renforcement, qui doit encore être transposée dans les différentes législations pour devenir juridiquement contraignante pour les banques ¹⁴, modifie dans un sens plus conservateur le dénominateur, en modifiant la méthode standard de calcul du ratio, tant en ce qui concerne le risque de crédit que de marché,

et en contraignant davantage l'utilisation par les banques de leurs modèles internes. En particulier en prévoyant un plancher des exigences en fonds propres calculé par référence à la méthode standard, fixé à 72.5 % du résultat de cette dernière. On a adjoint à titre complémentaire un ratio de levier, rapportant l'ensemble des expositions sans pondération de risque au risque aux fonds propres, qui limite ainsi la capacité à détenir des actifs quelle que soit leur pondération, y compris les expositions sur le risque souverain.

En sus de ces exigences minimales, ont été prévus des coussins additionnels en vue de prendre en compte des effets macroprudentiels – c'est-à-dire des externalités pour le système financier dans son ensemble – de la situation individuelle des établissements. En Europe, il a été prévu à cet effet non seulement un coussin systémique spécifique pour les plus grandes banques internationales mais également de façon générale un coussin de conservation, et un coussin contracyclique dont le rôle est de permettre de consolider la robustesse des banques dans les phases hautes du cycle financier pour leur permettre de mieux absorber les chocs dans les phases basses. Il faut souligner l'approche novatrice de ces coussins : ne pas les respecter n'entraîne ni une sanction ni un retrait d'agrément mais l'interdiction de distribuer des dividendes afin de ne pas affaiblir les capacités d'absorption des chocs. Notons en outre la généralisation de l'utilisation de tests de résistance, qui sont aussi issus d'une approche macroprudentielle des risques, pour le calibrage des exigences additionnelles de fonds propres par rapport aux *minima* réglementaires. Enfin, la prise en compte des effets de système a aussi conduit à rendre obligatoire le passage par une chambre de compensation pour les activités les plus significatives sur instruments dérivés. Le but en l'espèce est d'assurer non seulement une meilleure transparence des positions prises, mais également des règles de couverture des risques de marché pris au travers de ces instruments grâce aux marges initiales et de variation qui sont inhérentes au fonctionnement de ces chambres de compensation, qui permettent ainsi de mieux gérer les défaillances.

La seconde composante de ces réformes a été la mise en place, sous l'égide du Conseil de stabilité financière, d'un cadre nouveau de gestion de défaillances. Désormais, toutes les juridictions doivent prévoir une autorité spécifiquement en charge de trouver une issue (dite résolution) aux crises bancaires qui permette de préserver les fonctions critiques de la banque et réduire l'impact systémique. Pour ce faire elle doit pouvoir disposer de pouvoirs juridiques très larges de restructuration des établissements, mais aussi de moyens financiers conséquents. Afin de préserver les fonds publics, ces moyens doivent être fournis en premier lieu par des ressources internes à l'établissement comme des fonds propres, mais aussi pour un montant en principe équivalent à d'autres ressources permettant d'absorber les chocs avant que les créanciers ordinaires ne puissent être mis à contribution, ce qui demeure toujours possible. En outre, l'Autorité de Résolution doit pouvoir disposer de ressources complémentaires constituées *ex ante* par les membres de l'industrie bancaire. L'objectif de ces dispositions est de faire disparaître le besoin d'une intervention budgétaire des autorités publiques. Au lieu de sauver des créanciers privés avec des fonds publics (en anglais, le « *bail-out* » intervenu sous différentes formes lors de la Grande Crise financière) ce sont donc des fonds privés qui doivent désormais fournir les moyens financiers de la préservation de la stabilité financière (« *Bail-in* »). On retrouve donc dans ce volet *ex post* d'intervention en cas de crise les mêmes principes du volet *ex ante* que constitue la réglementation prudentielle. Il s'agit aussi, sur la base des instruments d'évaluation des risques prévus par cette réglementation prudentielle, de prévoir des moyens complémentaires de faire supporter aux acteurs du système financier les coûts potentiels des risques pris par les banques.

11. Pour une vision synoptique de la grande crise financière et de ses conséquences en particulier européennes on renverra à la synthèse de Adam Tooze, *Crashed*, New York, Viking, 2018, trad. française parue en 2018 aux Belles Lettres.

12. Fortement renforcé à cette occasion avec la création du Conseil de stabilité financière par le G-20, au niveau des chefs d'État et de Gouvernement, en 2009 et l'élargissement concomitant du Comité de Bâle à l'ensemble des pays du même G-20.

13. Ce qui pour l'Union européenne n'était pas une nouveauté, elles y existaient depuis 1993.

14. C'est l'objet dans l'Union européenne des propositions de règlement et de directive présentées par la Commission le 27 octobre 2021 actuellement en discussions avec les colégislateurs. Cf. https://ec.europa.eu/commission/press-corner/detail/fr/ip_21_5401.

L'idée de limiter plus fondamentalement a priori les risques qu'une banque pouvait prendre n'a abouti dans certains pays¹⁵ qu'à des règles de cantonnement de quelques activités, sans commune mesure avec la séparation très stricte des activités de marché imposée aux États-Unis en 1933. En réalité, l'une des conséquences de la crise dans ce pays a été le passage des principales banques d'investissement américaines qui y ont survécu comme Goldman Sachs ou Morgan Grenfell sous un régime d'autorisation et de surveillance bancaires. On peut alors considérer que c'est l'approche inverse qui a prévalu, c'est-à-dire qu'un cadre prudentiel international unifié et robuste est apparu comme le meilleur outil de prévention et traitement des risques : il peut couvrir des modèles d'affaires plus diversifiés et il est le plus compatible avec le maintien de marchés financiers ouverts et globalisés.

L'ensemble de ces réformes réglementaires s'est également accompagné d'un renforcement des capacités de surveillance par les autorités, avec de nombreuses réformes institutionnelles dont le sens global nous paraît avoir été le rapprochement de la surveillance prudentielle¹⁶ avec les banques centrales. Ces évolutions sont cohérentes avec celles du développement des interactions entre les dimensions microprudentielle (point de vue banque par banque) et macroprudentielle (point de vue du système pris dans son ensemble).

Au total, l'ensemble de ces éléments nous semble incontestablement renforcer la capacité à absorber des chocs dans le système bancaire¹⁷. S'agissant de chocs exogènes comme le COVID-19 et, jusqu'ici – la guerre d'agression russe, les banques n'ont pas joué de rôle d'amplificateurs des difficultés économiques. Bien au contraire, elles ont maintenu leur rôle de financement de l'économie, il est vrai, dans un contexte d'efforts de soutien de l'économie exceptionnels par les pouvoirs publics. Les chiffres traduisent cette robustesse accrue : les ratios de solvabilité sur des fonds propres de base des banques européennes est à la mi-juin 2022 à 15 %¹⁸, soit en ordre de grandeur, le double de 2007, avant la grande crise financière. Cela ne doit pas toutefois conduire à ignorer les très importants défis auxquels la régulation bancaire doit encore faire face. Les expériences ont également mis en évidence certaines des limites de la régulation actuelle, dont des points essentiels n'ont pas encore été testés – ne serait-ce d'ailleurs pour certains parce qu'ils n'ont pas encore été entièrement mis en place. Il demeure donc essentiel d'éviter de retomber dans une approche complaisante de la régulation, mais aussi d'essayer de veiller à son adaptation – non seulement à l'expérience passée mais à ce qu'on peut raisonnablement anticiper des défis de l'avenir.

3. L'avenir de la régulation

4 - Tout d'abord il convient d'insister sur la nécessité pour l'avenir de finaliser la mise en œuvre des leçons de la crise financière. Très concrètement, cela implique de mettre en œuvre de façon fidèle et complète les réformes sur lesquelles un accord international a déjà été trouvé. Le souvenir de la grande crise s'estompant, il est tentant – en premier lieu pour les établissements concernés – de souhaiter desserrer les contraintes, soit en utilisant l'argument de faciliter la distribution de crédit, soit en soulignant les points où la contrainte réglementaire repose sur des conventions issues d'un

accord international, qui par construction ne sont pas adaptés à toutes les spécificités. L'expérience montre amplement toutefois le caractère illusoire de la prétention à capturer pleinement dans la réglementation tous les risques d'une activité aussi complexe que celle des banques et la force des incitations à la sous-estimation des risques pour lesquels on ne dispose que de données rétrospectives. Il y a donc nécessairement une part irréductible de convention dans une approche réglementaire de la mesure des risques ; à notre sens, prendre comme point d'ancrage un standard qui a pu être accepté au niveau international par ceux qui ont la responsabilité publique de veiller concrètement à son application est l'approche la plus raisonnable. Cela n'exclut bien sûr pas de continuer à examiner au plan international les adaptations souhaitables de la réglementation.

En particulier, le comportement des banques pendant la crise a manifesté une réticence certaine à utiliser les coussins macroprudentiels, la perspective de devoir limiter les dividendes si on les utilisait ayant joué un rôle clairement dissuasif. Il convient donc de poursuivre la réflexion sur comment rendre la réglementation davantage contra cyclique – ce qui n'implique donc pas nécessairement un renforcement global des exigences mais une répartition des efforts et allègements dans le temps.

Toujours au plan macroprudentiel, on ne peut que souligner que l'une des évolutions post-crise est la part accrue du rôle des institutions financières non bancaires dans le système financier¹⁹. On a pu dernièrement voir que la première matérialisation des risques que peut entraîner un rythme de hausse rapide des taux d'intérêt a eu lieu dans la gestion des actifs de fonds de pension au Royaume-Uni²⁰. Les banques doivent donc porter une attention également accrue aux risques d'interconnexion avec ces acteurs via tant les canaux de leur relations directes avec eux comme des effets indirects sur les marchés. Or, ce type de risque ne peut être capturé *a priori* par la réglementation prudentielle bancaire²¹. Il relève du suivi continu par les systèmes internes de mesure et gestion des risques des banques.

De même, pour les deux questions qui sont peut-être les plus importantes pour l'avenir du système financier, les effets économiques de la digitalisation et du changement climatique, aucune réglementation n'est en mesure aujourd'hui de donner une mesure quantitative. Il n'en est pas moins absolument indispensable pour chaque établissement de se situer face à ces évolutions et d'y adapter sa stratégie. Cela suppose d'intégrer une attention très fine aux évolutions en cours et aux données disponibles, de définir des scénarios prospectifs et suite à ces analyses, déterminer en conséquence un appétit au risque qui fasse l'objet d'un suivi très précis par les organes de gouvernance des banques.

Notre conviction est donc que l'avenir de la régulation n'est pas dans des complexifications supplémentaires d'un cadre réglementaire d'exigences quantitatives de fonds propres ou actifs liquides, qui vient d'être considérablement renforcé. La régulation doit plutôt mettre l'accent sur l'amélioration des mécanismes internes de définition de la stratégie et de pilotage de la gestion des banques, dont il faut veiller à ce qu'ils soient bien adaptés pour accompagner les transformations fondamentales en cours de nos économies, essentielles pour assurer sa soutenabilité. ■

15. Mais pas les moins importants : États-Unis avec la règle Volcker, Royaume-Uni avec les propositions Vickers de séparation, France et Allemagne à un degré moindre. L'apport de ces réformes n'a pas été à notre sens toutefois négligeable, elles ont conduit en fait les banques à diminuer voire supprimer complètement les risques de marché qu'elles prenaient exclusivement pour compte propre, sans lien avec une activité de service rendu à des clients.

16. Y compris d'ailleurs dans un domaine où elles n'avaient pas auparavant joué un grand rôle, comme la surveillance prudentielle du secteur de l'assurance.

17. Cf. en ce sens également C. Borio, M. Farag, et N. Trasheshev, *Post-crisis international financial regulatory reforms : a primer*, BIS working papers No 859, avril 2020.

18. EBA Dashboard, disponible en ligne [https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard].

19. La part de ces institutions dans les actifs globaux est passée de 42% en 2008 à 48,3 en 2020, cf. le rapport 2021 du Conseil de stabilité financière : FSB, *Promoting Global Financial Stability : 2021 FSB Annual Report* disponible en ligne : [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P271021.pdf].

20. Cf. le discours de Sarah Breeden, directrice de la Stabilité financière de la Banque d'Angleterre du 7 novembre 2022, texte disponible en ligne : [https://www.bankofengland.co.uk/speech/2022/november/sarah-breeden-speech-at-isa-aimi-boe-on-nbfi-and-leveragel].

21. Ce qui ne veut pas dire qu'il n'y ait pas d'action de régulation publique au plan international, le Conseil de stabilité financière ayant un rôle très actif en la matière, cf. son dernier rapport sur les intermédiaires financiers non bancaires publié sur son site le 10 novembre 2022. Disponible en ligne : [https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/].

5 More and Better Bank Capital, But Will It Really Absorb Losses ?



Andrew A. BERNSTEIN ¹,
Senior Counsel at Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP,
Member of the Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris

1 - In December 2008, representatives of major French banking groups appeared one-by-one in the halls of the Ministry of Economy and Finance, ready to receive injections of capital from a new French Government bank rescue entity, the *Société de Prise de Participation de l'État* (SPPE). Most of the banks did not need to be rescued, but they all received fresh capital to reinforce their perceived financial strength in the highly uncertain circumstances following the September 2008 bankruptcy of Lehman Brothers.

The SPPE did not subscribe for new shares of the French banks. Instead, it invested in « hybrid » instruments that looked like bonds, but with terms that would automatically recapitalize the banks if their capital fell below regulatory minimum levels. Other governments around the world invested in similar instruments issued by their banks, providing much-needed temporary capital that helped the banks survive the financial crisis.

Banks had issued similar « hybrid » instruments to investors for years. When the financial crisis hit, regulators wanted the existing hybrid instruments to serve their purpose of absorbing losses before their governments injected new capital. But this turned out to be difficult or impossible in practice, both because the terms of the instruments did not allow them to absorb losses in a timely manner, and because of fears that the market reaction triggered by the use of loss absorption clauses could have triggered an implosion that would have worsened the already dramatic financial crisis. As a result, the new government capital supported returns to investors who supposedly had signed up to be second in line (after ordinary shares) to bear losses.

Many retrospective reviews of regulatory reforms since the 2008 financial crisis point to increased and higher quality bank capital as a pillar of the stronger financial system that has emerged, reducing the likelihood of banks requiring government support such as that provided by the SPPE. ² Less prominent is the question of whether, in the new environment, the additional capital will actually serve its purpose of absorbing losses before a bank tumbles into insolvency, preventing a systemic crisis and minimizing the need for public financial support. Yet this question was a key factor in the design of new rules governing the terms of capital instruments adopted after the crisis.

This article analyzes the impact of post-crisis reforms on the terms and loss absorbing capacity of hybrid capital instruments. It begins by recalling the purpose and history of these instruments, and why they were less effective than expected in the 2008 crisis. It then discusses the main post-crisis regulatory changes and how they

make hybrid instruments more likely to absorb losses. Finally, it examines the first few cases where some new features of these instruments have been used, concluding that markets seem to have accepted the limited implementation of some of these features, and they anticipate that other features might be used in the future. Yet it remains to be seen whether the new and improved hybrid instruments will effectively cushion the impact of a future crisis, avoiding a death spiral that would require a new round of taxpayer support for the financial system.

1. What are Hybrid Capital Instruments and why do they exist ?

2 - Hybrid capital instruments are part of the mix of capital that banks are required to maintain under applicable banking regulations. They are referred to as « hybrid » because they behave like debt instruments when times are good, but they automatically (at least in theory) convert into or reinforce capital when times are bad.

Banks are required to maintain amounts of capital designed to ensure that any losses will be absorbed before they affect higher-ranking instruments such as ordinary bonds and, especially, deposits. So long as a bank has sufficient capital, investors should be willing to subscribe for a bank's bonds, and depositors should be willing to keep their money in the bank (even above amounts that are guaranteed by government insurance schemes), allowing the bank to provide financing for economic activity.

Under rules originally adopted by the Basel Committee on Banking Supervision in 1988 and reinforced several times, most recently as part of the Basel III package that is still in the process of being implemented, banks must maintain an amount of capital equal to a specified percentage of their risk exposures, calculated primarily by applying various risk-weightings to the different types of assets they hold, plus additional capital to account for other risks, such as market and operational risk.

The most basic type of capital (known today as « common equity Tier 1 » or CET1 capital) is composed of ordinary shares and other items belonging to holders of ordinary shares, such as reserves and retained earnings. If a bank incurs losses, they reduce the amount of CET1 capital, but they do not affect other instruments in the bank's capital structure so long as some CET1 capital remains available.

The problem with ordinary shares is that they can be difficult, expensive, and time-consuming for a bank to issue, or impossible to issue in a crisis situation. An investor will only subscribe for new shares if it believes it will earn a return consistent with the risk it bears as a shareholder. The return is partially received in the form of dividends, which are not tax deductible for the bank. In addition, issuing new shares can be complicated – it usually requires the approval of a bank's shareholders, who may be reluctant to see their economic and voting rights diluted by a new issuance. In some jurisdictions new shares are issued in rights offerings, usually priced at a significant discount to trading prices. Moreover, some

1. The views expressed in this article are those of the author alone, and do not necessarily represent the views of Cleary Gottlieb or the Haut Comité.
2. See, e.g., Working Group established by the Committee on the Global Financial System, *Structural changes in banking after the crisis*, Bank for International Settlements (CGFS Papers) No. 60 (January 2018), at 2, 6, 8-9, 22 (2018) ; The Group of Thirty, *Managing the Next Financial Crisis : An Assessment of Emergency Arrangements in the Major Economies* 7-8 (2018) ; *Bank Regulation and Supervision Ten Years after the Global Financial Crisis*, World Bank Policy Research Working Paper 9044 (2019).

banks do not have publicly listed shares, limiting their access to new share capital.

To address these problems, banks have developed hybrid instruments that are intended to serve the same loss-absorption objectives as ordinary shares, but can be issued more easily, and to a broader investor base. The instruments take the form of subordinated debt or preferred shares, with interest or dividends paid at a fixed or variable rate. When a bank incurs losses, the hybrid instruments absorb any losses that exceed CET1 capital. Some of the instruments (known today as « Additional Tier 1 » or AT1) are designed to absorb losses while the bank remains a going concern, either through the conversion of the hybrid instrument to shares or through a write-down or cancellation. Other instruments (known as « Tier 2 ») absorb losses solely through subordination to protect investors in higher-ranking instruments from losses at the time of liquidation (referred to as « gone concern » instruments).

It is much easier for a bank to issue hybrid instruments than it is to issue new shares. Hybrid instruments that absorb losses through write-downs rather than conversion to new shares can typically be issued without shareholder approval. They do not dilute voting rights of existing shareholders. The interest or dividend rate is well below the return sought by share investors, and it can sometimes be structured to be tax deductible. Hybrid instruments can be marketed to a fixed income investor base that is substantially larger than the base of investors willing to subscribe for bank shares. They can also be issued in any currency, providing a natural hedge against foreign exchange rate risk for banks with global operations.

For all these reasons, it is attractive for banks to issue hybrid instruments as part of their capital planning. Hybrid instruments can also be attractive for regulators seeking to ensure that banks have the broadest access to fresh capital, as hybrid instruments represent a significant source of potential capital that would not be available if banks were limited to issuing ordinary shares.³ At the same time, regulators seek to be vigilant to ensure that, in case of financial difficulty, hybrid capital instruments can actually recapitalize the bank.

2. Historical Regulation of Hybrid Capital Instruments

3 - The main question for regulators is whether hybrid instruments will effectively absorb losses as and when needed. This is generally not a difficult question for Tier 2 instruments, which are only required to absorb losses at the stage of liquidation, when subordination by itself is sufficient to protect higher-ranking creditors. The story is more complex for AT1 instruments, which are designed to absorb losses before the bank becomes insolvent, but for which market pressures can make the loss absorption features more difficult to use.

Hybrid instruments of the type referred to today as AT1 have taken on various names over the years – OpCo preferred, Trust preferred, Super-Subordinated Notes, Contingent Capital (or CoCos) to name just a few. The common features are that these instruments are the lowest ranking instruments other than ordinary shares, that interest or dividend payments can be cancelled when needed to support the bank, and that these instruments are converted to ordinary shares or written off if certain triggering events occur (generally the failure of the bank to maintain its required level of CET1 capital).

These instruments were initially conceived shortly after the first Basel capital requirements were adopted in 1988. While their terms provided that they could act like shares if needed – with optional dividends or interest and no maturity dates – they also included

features designed to provide assurances to investors that they would behave more like bonds. In the most common structure, interest or dividends became mandatory for a year after the issuing bank paid dividends on ordinary shares. In addition, the hybrid instruments generally could be redeemed (or « called ») at the issuer's option after a period of time. Some hybrid instruments (referred to as « innovative ») provided for the interest or dividend rate to increase (or « step up ») if they were not called on the first possible date. These features provided an issuer with an incentive to redeem, and the instruments were generally marketed on the basis that they would be redeemed on the first possible date unless the issuing bank fell into dire financial difficulty.

In 1998, the Basel Committee published a press release containing the first set of international standards applicable to innovative Tier 1 instruments.⁴ The press release laid out what it referred to as « stringent conditions » for innovative Tier 1 capital instruments, including a requirement that interest or dividends be optional unless dividends were paid on ordinary shares, that they were non-cumulative (meaning any unpaid interest or dividends were cancelled and not just deferred), that they could not be redeemed before the fifth anniversary of issuance (and then only with regulatory approval) and that the interest or dividend rate could not step-up before the tenth anniversary of issuance, and then only in limited amounts. The press release provided that innovative instruments could account for no more than 15% of total Tier 1 capital (although no limit was placed on « non-innovative » hybrid instruments, meaning instruments without any interest or dividend step-up).

National regulators adopted some or all of the Basel Committee's recommendations, and some went even further. For example, the French Banking Commission's rules on calculating capital ratios provided that, in addition to satisfying the requirements of the Basel Committee 1998 Press Release, French banks could include hybrid instruments (innovative and non-innovative) in an amount limited to 35% of total Tier 1 capital (the remainder of Tier 1 capital had to be in the form of ordinary shares or the equivalent).⁵

3. Hybrid Capital Instruments in the 2008 Financial Crisis

4 - The 2008 financial crisis presented the first great test of the standards applicable to hybrid Tier 1 instruments under the 1998 Basel Committee press release. By almost any measure, these instruments failed the test.

In theory, hybrid capital instruments should have absorbed losses triggered by the 2008 financial crisis, through the cancellation of interest and dividend payments, and the write-down of principal (or conversion to ordinary shares). But there were a number of obstacles that prevented this from happening.

First, the terms of the instruments proved to be insufficiently robust. Many banks had paid dividends on ordinary shares in 2008, making interest and dividend payments on hybrid Tier 1 instruments mandatory for a year. It was also impossible to use the write-down mechanisms in the terms of the instruments, which were triggered by the failure of banks to maintain required capital ratios. Substantially all banks kept their capital ratios above regulatory minimum levels despite the crisis,⁶ and in any event they could not calculate new ratios in time to trigger the write-down mechanisms

3. Basel Committee on Banking Supervision, *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital*, Basel Committee 1998 Innovative Instrument Press Release (1998): « [S]ome banks have issued a range of innovative capital instruments, such as instruments with step-ups, with the aim of generating Tier 1 regulatory capital that is both cost-efficient and can be denominated, if necessary, in non-local currency. »

4. Op. Cit. Basel Committee on Banking Supervision. These standards were by their terms applicable to innovative instruments issued through special purpose vehicles, although through market practice and standards adopted by national regulators, they also became applicable to instruments issued directly by banks.

5. French Banking Commission (applying Regulation no. 90-02 dated February 23, 1990, as amended, of the Comité de la Réglementation Bancaire et Financière), *Methods for Calculating the Capital Ratio*, §2.1 (2009).

6. Stan Maes and Wim Schoutens, *Contingent Capital : An In-Depth Discussion*, 41 Banca Monte dei Paschi di Siena Economic Notes, No. 1/2 – 59, 71-72 (2012).

(which in some cases provided for such calculations only on a quarterly basis). Even if the capital ratio triggers had been tripped, many hybrid instruments provided for a period of three months or more before a write-down, during which the bank was required to seek other measures (such as the issuance of new ordinary shares) to raise capital.

Second, there was a widespread fear that the use of the loss absorbing mechanisms would trigger a panic that would have worsened the financial crisis and driven even healthy banks into insolvency. As an example, it would have been economically rational for a regulator to have prohibited a bank from calling its hybrid instruments, because doing so would require the bank to raise new capital in a disrupted market at a much higher cost. Yet when Deutsche Bank suggested in December 2008 that it might not call a series of Tier 2 securities on its call date in January 2009, the Financial Times reported that this « seriously spooked fixed income markets. »⁷

The failure of banks (and their regulators) to use the capital-like features of hybrid instruments presented a significant issue for governments that provided financial support to the banking sector. As the Basel Committee wrote in August 2010, « During the [2008] financial crisis a number of distressed banks were rescued by the public sector injecting funds in the form of common equity and other forms of Tier 1 capital. This had the effect of supporting not only depositors but also the investors in regulatory capital instruments. Consequently, Tier 2 capital instruments (mainly subordinated debt), and in some cases non-common Tier 1 instruments, did not absorb losses incurred by certain large internationally-active banks that would have failed had the public sector not provided support. »⁸

4. Post-Financial Crisis Reforms Affecting Hybrid Capital Instruments

5 - The regulatory reaction was « never again. » In the United States, the so-called Collins Amendment to the Dodd-Frank Act eliminated the regulatory capital qualification of trust-preferred securities (a commonly used type of hybrid Tier 1 instrument) for large bank holding companies.⁹ Globally, regulators working under the aegis of the Basel III standards imposed new requirements, much more stringent than the « stringent conditions » in the 1998 press release, on all hybrid instruments, requiring in particular that Additional Tier 1 instruments (the new name coined under Basel III) contain features requiring them to effectively absorb losses on a « going concern » basis. The purpose, as expressed by the Basel Committee, was that « a public sector injection of capital needed to avoid the failure of a bank should not protect investors in regulatory capital instruments from absorbing the loss that they would have incurred had the public sector not chosen to rescue the bank. »¹⁰

In Europe, the new requirements were embodied in a legislative package that included a capital requirements directive (CRD IV/V)¹¹ and a capital requirements regulation (CRR).¹² The new standards applicable to Additional Tier 1 instruments included a

requirement that issuing banks have the option to cancel interest and dividend payments at any time (regardless of whether dividends are paid on ordinary shares), a limitation requiring interest and dividends to be paid only to the extent of distributable items available to pay dividends on ordinary shares, an obligation to cancel interest and dividend payments if required capital ratios are not maintained or if the supervisory regulator otherwise requires cancellation, a mandatory and immediate write-down feature triggered by the failure to maintain required capital ratios, which the regulator could require the bank to calculate at any time (and not just quarterly), and a prohibition on interest and dividend step-ups or any « incentives to redeem » (which included statements made in the marketing process to lead investors to believe the instruments would be called).¹³ Moreover, CRR provided explicitly that regulators could not approve redemptions unless the bank replaced the called instruments with equal or better capital, or demonstrated to the regulator that it had sufficient capital without the called instruments.¹⁴ CRR also mandated the European Banking Authority to monitor the quality of Additional Tier 1 instruments, which it has done through reports published on four occasions.¹⁵

CRD IV also required Member States to adopt a new standard restricting a bank from paying Additional Tier 1 coupons (as well as dividends on ordinary shares and certain employee bonuses) if it fails to maintain additional capital (known as « buffers ») above required capital ratios. The purpose is to require banks to conserve capital above the regulatory minimum levels, and to maintain additional capital to cover certain macroeconomic and systemic risks. If a bank fails to maintain its buffers, Additional Tier 1 coupons, dividends and the relevant employee bonuses can only be paid to the extent of the « Maximum Distributable Amount » (MDA), comprising essentially the current year's net income not already used for these purposes.

These new requirements, alone, did not solve the main issue that presented a problem for governments that provided support for banks during the financial crisis. So long as the capital ratios of banks remained above regulatory minimum levels, the AT1 instruments would not be written down, and any public financial support would benefit investors in those instruments. One of the recitals in CRR specifically addressed this, providing that all AT1 and Tier 2 instruments should be capable of being written down at the point of non-viability (defined to include the point at which extraordinary public support is needed), and stating that if legislation was not adopted to address this by the end of 2015, revisions to CRR to address this should be considered.¹⁶

Such legislation was adopted in 2014, in the form of the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD).¹⁷ Under Article 59 of the BRRD, Member States must ensure that resolution authorities exercise « without delay » a new power to require capital instruments to be written-down or converted to equity in a number of circumstances, including where « extraordinary public financial support is required. »¹⁸ If the bank subsequently enters into reso-

7. Paul Murphy, *Deutsche Rattles the Bond Market*, FT Alphaville (17 December 2008).

8. *Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, Basel Committee on Banking Supervision Consultative Document (BCBS 2010 Loss Absorbency Proposal) (August 2010).

9. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 929-Z, 124 Stat. 1376, 1871 (codified at 15 U.S.C. § 78o), § 171 (2010).

10. BCBS 2010 Loss Absorbency Proposal, at 3.

11. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC, as amended (« CRD IV/V »).

12. Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012, as amended (« CRR »).

13. See CRR, Arts. 52-54 ; Commission Delegated Regulation (EU) No 241/2014 of 7 January 2014 supplementing Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for Own Funds requirements for institutions, Art. 20(f).

14. CRR, Art. 78, paragraph 1.

15. CRR, Art. 80, paragraph 1 ; see, e.g., EBA Report on the Monitoring of Additional Tier 1 (AT1) Instruments of European Union (EU) Institutions – Update, EBA/Rep/2021/19 (June 2021).

16. CRR, Recital 65.

17. Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council, as amended (« BRRD »).

18. For certain banks, including larger banks subject to supervision by the European Central Bank, the write-down and conversion power is exercised by the Single Resolution Board pursuant to Article 21 of Regulation (EU) 806/2014 of the

lution, any capital instruments that remain can be further written-down or converted to equity through the use of the « bail-in » tool by resolution authorities.

5. Experience With New Capital Instruments (So Far)

6 - The package of new requirements adopted under the CRD IV, the CRR and the BRRD (and reinforced in amendments adopted in 2016) have provided significant new tools that should make it more likely that AT1 instruments will effectively absorb losses if a future crisis were to raise the specter of another infusion of public funds into banks. Whether these tools will actually be effective, however, remains uncertain. The evidence so far is inconclusive.

It is clear that the market takes the coupon restrictions in the new regulatory regime quite seriously. In 2013, just after the CRD IV and the CRR were adopted (although they were not yet effective), the Italian bank Monte dei Paschi de Siena cancelled coupons on three hybrid instruments as a condition for obtaining the State's financial support.¹⁹ Then in 2016, there were market rumors that Deutsche Bank might have difficulty making AT1 coupon payments due to the MDA,²⁰ followed by statements to the same effect regarding UniCredit in 2017²¹ (although it turned out that neither bank actually became subject to MDA restrictions). Because of the risk of mandatory coupon restrictions, all major banks communicate their « distance to MDA trigger, » providing investors with the amount of losses the banks would need to incur before AT1 coupons would be limited by the MDA. Communication has become even more robust in 2021 and 2022, as the MDA concept was extended to cover additional buffers that banks must now maintain above a large basket of instruments subject to potential loss-absorption or bail-in (the « minimum ratio of eligible liabilities, » or MREL), and it will be extended further in 2023 when a leverage-related buffer requirement becomes applicable.

In addition, the market seems to have accepted the fact that banks will not automatically call AT1 securities on the first possible redemption date, although this has taken some time. When Deutsche Bank decided in 2013 not to call a series of Tier 1 securities issued before the new regime came into effect, Reuters reported that this « tarnished its reputation » and recalled the specter of the December 2008 decision not to call its Tier 2 bond.²² Yet the Financial Times reported in 2019 that the trading price of the Tier 2 Deutsche Bank bond had substantially rebounded within months of the decision not to call, and it was fully repaid at maturity in 2014.²³ The Financial Times report was published in the context

of a decision by Santander not to call an AT1 bond for purely economic reasons (as Santander was not in financial difficulty), which the Financial Times said violated a « gentleman's agreement » with investors that such bonds would be called at the first possible date.²⁴ Yet as the COVID-19 pandemic hit, several banks decided not to call AT1 securities in the second quarter of 2020, leading a market commentator writing in March 2022 to refer to decisions not to call AT1 bonds as « quite a non-event. »²⁵ In November 2022, following announcements by two banks of their decisions not to call AT1 securities and a rumor of a possible third non-call, an analyst for a prominent investment manager was quoted as saying that « non-calls are not a pre-occupation » for the market.²⁶

The restrictions on coupon payments on AT1 securities were not tested in the COVID-19 pandemic. Regulators such as the European Central Bank, the US Federal Reserve System and the Bank of England restricted or recommended limitations on banks paying dividends on or repurchasing ordinary shares, without recommending the cancellation of AT1 coupons.²⁷ As a consequence, the pandemic did not constitute a test of the effectiveness of the new AT1 regime in crisis conditions.

Conclusion

7 - There is an inherent tension, in any instrument designed to allow banks to raise fresh capital, between the need to reassure the market and attract investors, on the one hand, and the need to ensure that the loss absorption features of such instruments can effectively serve their purpose, on the other hand. This is true for CET1 instruments such as ordinary shares, and it is particularly true for AT1 instruments that are marketed as bonds.

It seems clear that the original design of the predecessors of AT1 instruments tilted too much in favor of market reassurance, with the consequence that the loss absorption features did not work adequately in the 2008 financial crisis, resulting in governments providing support not just for essential banking activities that finance the economy, but also for the hybrid instruments that should have absorbed some of the losses that were ultimately borne by taxpayers.

It is unclear whether the situation will be different in a future crisis. While the more robust AT1 terms required by the new regulations include features that must be triggered automatically in crisis conditions, the new regime also gives regulators crisis management and early intervention powers that may reduce the likelihood of the triggers ever being reached. In addition, because the new regime requires banks to maintain more capital than before the 2008 financial crisis, with a greater share of that capital in the form of CET1 instruments, it is possible that the need to test the new AT1 triggers will never arise. If so, that would be a positive outcome for banks, regulators, investors and taxpayers, as it would mean that the « more and better capital » maintained by banks would have served its purpose. ■

European Union and of the Council establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation 2010/1093, as amended.

19. Valentina Za, Silvia Aloisi, *Monte Paschi freezes coupon payments on hybrid debt*, Reuters (23 September 2013).

20. Pierluigi Bologna, Ariana Miglietta and Anatoli Segura, *Contagion in the CoCo Market ? A Tale of Two Stress Events*, 16 International Journal of Central Banking 137, 144-148 (December 2020).

21. Helen Durand, *UniCredit AT1 coupon payments hang on swift capital raise*, Reuters (12 January 2017).

22. Aimee Donnellan, *Investors tire of Deutsche Bank non-call trend*, Reuters (21 August 2013).

23. Thomas Hale, *Revisiting a Deutsche Bank controversy*, Financial Times (13 February 2019).

24. Robert Smith, *Santander Shocks Market With Bond Decision*, Financial Times (12 February 2019).

25. Jérôme Boudinet, *Learning to live with CoCo non-calls*, La Française Group Technical Report (15 March 2022).

26. Fabrice Anselmi, *Le marché des dettes bancaires CoCo frémit à nouveau*, L'AGEFI Quotidien (23 November 2022).

27. See, e.g., *ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020*, ECB Press Release (27 March 2020).

6 Mettre fin au « too big to fail » dans le secteur bancaire



David BLACHE ¹,

Membre du Conseil scientifique de la Revue de droit bancaire et financier, expert financier senior au Département MCM du Fonds monétaire international, précédemment Adjoint au Directeur de la Résolution à l'ACPR et membre suppléant au conseil d'administration du Conseil de Résolution Unique

1 - L'objet de cet article est de décrire le programme des réformes suggérées puis mises en œuvre par les autorités publiques en réponse à la Grande Crise Financière de 2007-2009 pour répondre au problème dit « too big to fail » dans le domaine bancaire. Lors de la Grande Crise Financière de 2007-2009, les États-Unis et l'Europe (Royaume-Uni, Suisse et Union européenne) ont été les deux principales zones affectées par les défaillances bancaires. Les interventions publiques d'assistance financière massives aux banques lors de cette Grande Crise Financière ont rappelé le problème du « too big to fail » (« TBTF ») dans le secteur financier. Qu'est-ce que le problème du « too big to fail » ? Selon les mots de Ben S. Bernanke, Président de la banque centrale des États-Unis sur la période 2006-2014 et tout récent « Prix Nobel d'économie » (2022) ² : « une entreprise TBTF est une entreprise dont la taille, la complexité, l'interconnexion et les fonctions critiques, sont telles que dans le cas où cette entreprise tomberait en faillite de manière inattendue, cette défaillance produirait des conséquences très défavorables pour le reste du système financier et pour l'économie réelle. Les gouvernements fournissent un soutien aux entreprises TBTF en cas de crise, non pas par favoritisme ou à cause d'une relation particulière avec leurs dirigeants, leurs propriétaires, ou certains créanciers de l'entreprise en faillite, mais parce qu'ils reconnaissent que laisser tomber cette entreprise défaillante aurait des conséquences bien plus défavorables pour l'ensemble de l'économie que les coûts publics permettant d'éviter la mise en liquidation. Les manières fréquentes d'éviter une faillite désordonnée incluent la facilitation d'une fusion/rachat, la fourniture de crédit, ou l'injection de capital par le gouvernement, manières qui ont toutes pour effet de protéger certaines catégories de créanciers qui autrement auraient subi des pertes ».

La France a connu un cas exemplaire du TBTF, qui a fait scandale à l'époque même s'il paraît aujourd'hui historique, avec les plans de sauvegarde du Crédit Lyonnais en 1993-1999. Le Crédit Lyonnais était un établissement de crédit nationalisé, qui a fait l'objet

de trois paquets d'aides approuvés par la Commission européenne, constituant au total un « montant d'aides en faveur d'une même entreprise unique dans les annales de l'Union européenne » ³, à savoir entre 102 et 147 milliards de francs (environ 22 milliards d'euros) ⁴. La Commission européenne, chargée d'appliquer le contrôle du régime des aides des États aux entreprises dans l'Union européenne, a souligné le montant massif historique de fonds publics injectés dans ce cas bancaire, le pic des aides individuelles à des entreprises qu'elle avait jusqu'alors eu à examiner. Or, ce montant d'aide individuelle a été dépassé de multiples fois en faveur du secteur bancaire lors de la Grande Crise Financière. Dans l'Union européenne, un nouveau pic de soutien public à une banque avait été franchi avant même le sommet de la Grande Crise Financière en octobre 2008, par la garantie par le Royaume-Uni des comptes de dépôts auprès de Northern Rock (garantie portant sur les comptes de dépôts d'une banque dont le dernier total de bilan était de 150 milliards d'euros) ⁵, puis par la garantie de tous les comptes de dépôts et passifs bancaires annoncée par l'Irlande fin septembre 2008, pour un montant potentiel de 400 milliards d'euros ⁶. Fin 2008 – début 2009, des aides publiques massives ont également été apportées au sauvetage de Fortis en Belgique (environ 25 milliards d'euros d'aides publiques) et de Hypo Real Estate en Allemagne (35 milliards d'euros) ⁷.

L'ampleur de la Grande Crise Financière a renouvelé la problématique du TBTF, avec des montants gigantesques de soutien public aux banques. Elle a remis sur la table des décideurs publics la question des politiques publiques à instaurer afin de réduire le risque qu'une banque en difficultés ne soit soutenue avec de l'argent public. La réponse de ces derniers au TBTF peut se résumer en deux axes stratégiques : (i) réduire la probabilité de défaillance des établissements systémiques, en leur appliquant une réglementation et une supervision proportionnellement plus

1. Les vues exprimées dans cet article n'engagent que leur auteur et aucune des institutions ou personnes pour lesquelles il travaille ou a travaillé. Ces vues ne doivent pas être attribuées au FMI, à son conseil d'administration, ni à sa direction générale.

2. « A too-big-to-fail firm is one whose size, complexity, interconnectedness, and critical functions are such that, should the firm go unexpectedly into liquidation, the rest of the financial system and the economy would face severe adverse consequences. Governments provide support to too-big-to-fail firms in a crisis not out of favoritism or particular concern for the management, owners, or creditors of the firm, but because they recognize that the consequences for the broader economy of allowing a disorderly failure greatly outweigh the costs of avoiding the failure in some way. Common means of avoiding failure include facilitating a merger, providing credit, or injecting government capital, all of which protect at least some creditors who otherwise would have suffered losses. », Ben S. Bernanke (Président de la Fed, 2006-2014, Prix de la Banque de Suède en sciences économiques 2022), « Causes of the Recent Financial and Economic Crisis » : [https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.html].

3. Communiqué de presse de la Commission Européenne : « The Commission approves with conditions aid plan to Crédit Lyonnais. », 20 mai 1998, IP/98/455 : « an amount of aid in favour of a single company which is unique in the history of the European Union ».

4. La décision de la Commission de compatibilité des aides en faveur du Crédit Lyonnais était conditionnée par des engagements du gouvernement français pour compenser les restrictions de concurrence (notamment des cessions de banques et fermetures d'agences de la banque, d'un montant minimal de 310 milliards de francs, une réduction significative du nombre d'agences en France, la privatisation à venir de la banque par une procédure ouverte, transparente et non-discriminatoire, et un mécanisme de bridage de la croissance de la banque).

5. Garantie accordée directement par l'État sur les dépôts sur les comptes ouverts par la banque, en faveur de tous déposants pour les dépôts en septembre 2007, puis uniquement sur les dépôts de la clientèle de détail à partir d'octobre 2007.

6. A. Gergely, K. Smith : « Ireland guarantees all bank deposits », Reuters, 30 septembre 2008, [https://www.reuters.com/article/uk-ireland-banks-guarantee/ireland-guarantees-all-bank-deposits-idUKTRE48T2EA20080930].

7. D. Blache, *La régulation des banques de l'Union européenne – face à la crise*, 2009, No 691 et s.

importantes ; (ii) réduire l'impact de la défaillance d'un établissement systémique, en construisant de nouveaux outils pour traiter la défaillance d'une banque dite TBTF ou banque d'importance systémique. Ces nouveaux outils devaient en particulier ouvrir aux autorités publiques des options autres que le soutien sur fonds publics. La réponse des autorités au problème des grandes banques internationales TBTF a donc été : 1) l'augmentation des exigences liées à la supervision des grandes banques internationales systémiques, avec des exigences prudentielles supérieures et une supervision bancaire renforcée et mondialisée ; 2) la création et la mise en place de nouveaux régimes administratifs dits de « résolution bancaire »⁸.

Ces deux axes ont fait intervenir deux instances de coopération internationale : le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, et le Conseil de stabilité financière. En effet, l'élaboration des normes internationales de supervision bancaire est principalement issue des normes du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Le Comité de Bâle réunit les banques centrales et autorités bancaires des principaux États industrialisés et des membres du G20.⁹ Le Conseil de stabilité financière (CSF/FSB, « *Financial Stability Board* ») a, depuis la crise de 2007-2009, édicté des normes en matière de résolution des établissements financiers, notamment des établissements bancaires. Ainsi, en 2010 les dirigeants du G20 ont adopté le cadre d'action politique proposé par le CSF afin de réduire l'« aléa moral » causé par les établissements TBTF (voir ci-dessous pour le concept d'« aléa moral »). Le rapport du CSF recommandait que tous les pays participant au CSF mettent en place un cadre de politiques visant à réduire le risque et les externalités associés aux établissements considérés comme TBTF, soit au niveau international, soit au niveau domestique/national¹⁰. Le CSF a complété ce cadre par des propositions d'actions en 2011 et il a rendu compte de sa mise en place en 2013, tout en recommandant des actions supplémentaires¹¹. Finalement, le CSF a effectué des évaluations des réformes TBTF entreprises au cours de la décennie passée, son rapport final d'évaluation des réformes TBTF a été publié l'an dernier¹².

Comme on l'a annoncé, les réformes TBTF ont cherché à réduire la probabilité de défaillance des banques systémiques (2) et à réduire l'impact de la défaillance d'une banque systémique (3). Elles s'appliquent aux banques identifiées comme étant d'importance systémique, qui posent le problème TBTF (1).

1. Les dimensions du problème TBTF et l'identification des banques systémiques qui le posent

2 - Dans son rapport final d'évaluation des réformes TBTF, le FSB rappelle les multiples dimensions du problème TBTF :

* Si toutes les banques sont bénéficiaires d'un système financier sain et solide, les banques diffèrent dans leur importance systé-

mique. Les établissements financiers qui sont jugés comme TBTF sont un thème récurrent de l'histoire des crises financières. Lors de la crise financière mondiale de 2007-2008, les gouvernements ont dépensé des montants considérables d'argent public afin de prévenir un effondrement des marchés financiers et de limiter les conséquences négatives sur l'économie réelle. Les garanties implicites se sont transformées en garanties explicites. Ces formes de subventions publiques affectent le coût du financement des banques et leurs incitations à prendre des risques.

* Certains établissements financiers peuvent devenir si grands, complexes ou interconnectés, que leurs difficultés ou leur défaillance pourraient causer de sérieux dommages au reste du système financier ou à l'économie. Une faillite désordonnée de tels établissements financiers conduirait probablement à une destruction de valeur massive résultant de la perte de la valeur de l'entreprise (« *loss of franchise value* ») et des liquidations d'actifs en catastrophe (« *fire-sales* »). Elle pourrait également conduire à des effets de contagion financière et menacer la stabilité financière. En l'absence de protections, les gouvernements se trouvent dans l'obligation de soutenir ces établissements en difficultés. Ces formes de soutien sur fonds publics (généralement appelées en anglais « *bail-out* »), prennent la forme d'une injection de capital dans une banque en difficultés ou une garantie publique explicite en faveur de toutes ou de certaines dettes. Savoir qu'une banque particulière pourrait bénéficier d'un tel soutien public constitue une forme de garantie publique implicite, qui a des conséquences sur le comportement des banques et des marchés financiers : les prêteurs auront tendance à accepter de financer les banques d'importance systémiques à des taux d'intérêt plus avantageux que ceux octroyés aux banques non-systémiques, et ils auront tendance à être moins attentifs au risque de crédit que représentent les emprunteurs systémiques, puisque ces emprunteurs sont perçus comme bénéficiant d'une garantie (implicite) de l'État.

* Grâce à ces subventions TBTF, les banques systémiques ne supportent pas tous les coûts et risques de leurs actions, ce qui les incite à prendre trop de risques. Cette tendance, qu'on appelle « aléa moral » (« *moral hazard* ») peut créer des distorsions économiques significatives. Les actionnaires des banques prennent des décisions qui sont rationnelles de leur point de vue individuel mais qui ont des conséquences négatives du point de vue de la société. Ces banques peuvent avoir des incitations à augmenter la taille de leurs bilans, accroître leur appétit pour le risque, et favoriser les investissements fondés sur la dette parce que les créanciers ne porteront pas l'ensemble des coûts en cas de matérialisation des risques et de faillite. Cela constitue une externalité de risque systémique qui a des coûts pour la société : les banques, en particulier les banques d'importance systémique, vont rechercher les risques au-delà des niveaux socialement optimaux car elles ne supportent pas l'ensemble des coûts associés à leurs décisions, un comportement qui, à son tour, a des implications en termes de probabilité et de sévérité d'une crise financière.

Le cadre d'action politique proposé par le CSF aux dirigeants du G20 en 2010 annonçait que les banques d'importance systémique au niveau mondial devaient disposer d'une capacité d'absorption des pertes supérieure aux niveaux d'exigences minimaux fixés par le régime de Bâle III¹³. Ces banques doivent être capables d'encaisser un niveau de pertes supérieur sans interrompre leur capacité à fournir des services financiers, notamment de financement de l'économie. En conséquence, le Comité de Bâle a publié une méthodologie pour évaluer l'importance systémique des

8. En plus d'être soumises à une réglementation prudentielle, c'est-à-dire à des exigences de fonds propres destinées à préserver leur solvabilité, les banques sont désormais soumises à des procédures spécifiques de gestion de leur insolvabilité, qu'on appelle procédures de résolution. La résolution constitue une alternative aux procédures normales d'insolvabilité des entreprises et offre des instruments spécifiques pour restructurer ou liquider une banque défaillante lorsque cette défaillance susciterait des préoccupations au regard de l'intérêt général (en menaçant la stabilité financière, la continuité des fonctions critiques de la banque, la sécurité des dépôts ou des actifs des clients, ou les deniers publics).

9. Le G20 est un groupe composé de 19 pays parmi les principales économies mondiales et de l'Union européenne, qui se réunit depuis 1999 afin de favoriser la concertation économique internationale.

10. FSB, « Reducing the Moral Hazard Posed by Systemically Important Financial Institutions », 20 octobre 2010.

11. FSB, « Progress and Next Steps Towards Ending « Too-Big-To-Fail » (TBTF) », 2 septembre 2013.

12. FSB, « Evaluation of the Effects of Too-Big-To-Fail Reforms, Final Report », 31 mars 2021.

13. Pour une présentation du régime de Bâle III, v. : D. Blache, « Règles prudentielles applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique », *Lexis-Nexis, Jurisclasseur de Droit européen*, 2021, Fasc. 1015.

banques¹⁴. La méthodologie prend en considération cinq critères pour évaluer si une banque a un impact systémique : la taille, l'interconnexion, l'absence de substituts, l'activité internationale et la complexité. En appliquant cette méthodologie, le CSF publie chaque année une liste des banques considérées comme systémiques au niveau mondial (dites « G-SIBs »¹⁵, en attribuant un score à chacune des banques.

Une seconde catégorie de banques d'importance systémique est constituée des banques domestiques d'importance systémique (dites « D-SIBs »¹⁶. Beaucoup de banques n'ont pas d'importance systémique au plan mondial, mais leurs difficultés pourraient avoir des conséquences importantes sur leur marché financier national et sur l'économie de leur pays. De tels effets négatifs seraient également susceptibles de se répercuter au-delà des frontières, même si ces banques n'ont pas une dimension internationale significative. Ces D-SIBs représentent une proportion importante des actifs bancaires dans les pays où ils existent, avec des parts du marché bancaire national allant de 9 à 79% dans les pays membres du CSF¹⁷. Par exemple, en France, La Banque postale et le Groupe Crédit Mutuel sont D-SIBs, les quatre plus grands groupes/réseaux sont G-SIBs¹⁸. Le nombre des G-SIBs figurant sur la liste annuelle du CSF tourne autour d'une trentaine depuis 2011, avec des entrées/sorties limitées¹⁹. En même temps, le nombre de banques classées comme D-SIBs dans les pays membres du CSF a fortement augmenté, passant de 11 en 2013 à 132 en 2018.

En 2012, le Comité de Bâle a publié un cadre pour ces D-SIBs. Les banques sont identifiées comme telles par leur autorité bancaire nationale, laquelle est considérée comme la mieux à même d'évaluer l'impact d'un stress ou d'une défaillance de cette banque sur le système financier local ou l'économie nationale. Ce cadre pour les D-SIBs a été conçu comme un ensemble de principes plutôt que de normes détaillées, pour tenir compte de la diversité des cadres nationaux. Ces principes incluent la méthodologie d'évaluation des D-SIBs et la détermination d'exigences supérieures d'absorption de pertes.

2. Réduire la probabilité de défaillance des banques systémiques : des exigences prudentielles supérieures –

3 - Les banques systémiques ont été soumises depuis 2008 à des exigences prudentielles supérieures et à une supervision renforcée et mondialisée.

A. - Des exigences supérieures de capacité d'absorption des pertes

4 - Le premier élément renforcé pour les banques systémiques concerne des exigences supérieures en termes de capacité d'absorption des pertes. Ces exigences supérieures visent à mettre les banques systémiques en situation d'encaisser plus de pertes – par comparaison avec une banque « ordinaire » – avant d'être défaillantes.

Ainsi, en 2011 le Comité de Bâle a publié une méthodologie pour des exigences de fonds propres supérieures pour les G-SIBs. Ces

exigences de fonds propres supérieures (« *capital surcharge* ») ont jusqu'ici varié entre +1% et +2,5% des actifs pondérés par les risques de ces banques, mais le montant pourrait potentiellement être encore plus élevé si le score attribué à un G-SIB venait à l'être également. Ces exigences de fonds propres supérieures pour les G-SIBs doivent être respectées par les banques en constituant des fonds propres de la meilleure qualité (dits dans le jargon technique « CET 1 »). Elles sont entrées en vigueur entre 2016 et 2019 et elles s'imposent en parallèle/addition aux autres exigences de fonds propres mises en place par Bâle III pour toutes les banques²⁰. Dans l'environnement général de Bâle III, ces exigences supérieures ne sont pas négligeables : les exigences de fonds propres de Bâle III reposent sur une exigence de base de 4,5% des expositions pondérées par les risques, à comparer avec l'exigence de fonds propres supplémentaire pour les G-SIBs qui est estimée en moyenne à 1,4%²¹. Le cadre pour les D-SIBs inclut lui aussi des principes pour le calcul d'une exigence en fonds propres supplémentaire.

De plus, en décembre 2017, le Comité de Bâle a complété son paquet de réformes Bâle III, qui comprend une exigence de ratio de levier supplémentaire spécifique pour les G-SIBs. Cette exigence entrera en vigueur en 2023.

B. - Une supervision renforcée et mondialisée

5 - Un second élément des réformes TBTF repose sur une supervision améliorée et plus complète des exigences visant les G-SIBs. Cette supervision renforcée doit réduire l'aléa moral en permettant aux superviseurs bancaires d'intervenir sur le comportement des G-SIBs et de leurs dirigeants. En 2010, le CSF a publié un rapport de propositions sur le sujet en consultation avec le Fonds monétaire international (« FMI »)²². Le rapport a émis des propositions notamment dans les domaines des mandats des superviseurs, de leurs pouvoirs, l'amélioration des techniques de supervision, y compris sur la supervision des groupes bancaires et la supervision consolidée, et la mise en place de collèges de superviseurs. Certaines de ces recommandations ont été intégrées par le Comité de Bâle dans une révision de ses standards dits « Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace » (« BCP ») en 2012. Ces BCP révisés sont devenus de fait des standards minima pour une régulation et supervision bancaires efficaces des systèmes bancaires. La conformité des systèmes nationaux à ces BCP est évaluée par le FMI²³ et par la Banque mondiale dans le contexte des programmes d'évaluation du secteur financier (dits en anglais « *Financial Sector Assessment Programmes* », « FSAP »)²⁴.

Le Comité de Bâle a également publié en 2014 des principes pour des collèges de superviseurs efficaces. En particulier, les autorités bancaires du pays d'origine de tout G-SIB doivent : (i) permettre une évaluation coordonnée des risques auxquels est exposé le G-SIB, grâce à un collège international de superviseurs bancaires ; (ii) rendre obligatoire la préparation de plans de redressement et plans de résolution au niveau mondial pour les G-SIBs, conclure des accords de coopération spécifique à chaque G-SIB, et mettre également en place des groupes de gestion de crise au niveau mondial (« *cross-border crisis management groups* », « CMGs ») – en application des standards internationaux sur la résolution des groupes bancaires d'importance systémique mondial (v. ci-dessous).

14. BCBS, « Global systemically important banks : Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement », 4 novembre 2011, [https://www.bis.org/publ/bcbs207.htm].

15. Global Systemically Important Banks.

16. Domestic Systemically Important Banks.

17. *Supra* note 12, p. 5

18. ACPR Banque de France, « Liste des autres établissements d'importance systémique (A-EIS) au titre de l'exercice 2020 », [https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/media/2021/12/01/20211201_liste_aeis_2021_au_titre_2020.pdf].

19. FSB, « List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs) », 23 novembre 2021, [https://www.fsb.org/2021/11/2021-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/].

20. Sur les différentes catégories d'exigences et de « coussins » de fonds propres, voir : D. Blache, « Règles prudentielles applicables aux établissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et établissements de monnaie électronique », *LexisNexis, JurisClasseur de Droit européen*, 2021, Fasc. 1015.

21. *Supra* note 12, p. 17.

22. FSB, « Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision : Recommendations for Enhanced Supervision », 1^{er} novembre 2010.

23. FMI, « Programme d'évaluation du secteur financier », 22 mars 2016, [https://www.imf.org/fr/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/14/Financial-Sector-Assessment-Program].

24. *Supra* note 12, p. 17.

3. Réduire l'impact de la défaillance d'une banque systémique : un nouveau cadre de traitement des défaillances bancaires

6 - Le troisième élément des réformes TBTF comprend les mesures visant à permettre aux autorités de traiter la défaillance des établissements financiers d'une manière ordonnée, ce qu'on appelle une procédure de résolution, sans exposer les contribuables à des pertes, tout en maintenant la continuité des fonctions de ces établissements qui sont critiques pour l'économie. Ces dernières incluent en particulier la réception de dépôts du public et les services de paiements qui permettent aux ménages et entreprises d'effectuer leurs achats quotidiens. Des mécanismes de résolution robustes devraient réduire le coût des défaillances bancaires, limitant donc le problème TBTF. Ils devraient également réduire l'aléa moral : comme les dirigeants, actionnaires et créanciers des banques d'importance systémiques ont conscience que la banque sera placée en résolution au lieu d'être sauvée par des fonds publics (sauvegarde généralement dénommée « *bail-out* »), leur appétit pour la prise de risques devrait diminuer²⁵.

Ainsi, le CSF et le G20 ont adopté en 2011 un nouveau cadre de gestion et de prévention des crises bancaires : les « Éléments-clés des régimes de résolution efficaces des établissements financiers » (« *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* », « KA ») qui correspondent aux éléments de base considérés par le CSF comme nécessaires pour un régime de résolution efficace. Ce régime n'a pas vocation à couvrir toutes les banques mais en premier lieu celles considérées comme systémiques au niveau mondial (G-SIBs). Lors du Sommet de Cannes de novembre 2011 qui a vu l'adoption des KA, le G20 a présenté les KA comme « *un nouveau standard international pour les régimes de résolution* »²⁶. L'ambition des KA est d'assurer que tous les établissements financiers dont la défaillance pourrait avoir des effets systémiques, y compris les compagnies holdings, les entités non régulées qui fournissent des fonctions critiques, les succursales de banques étrangères, soient couverts. Dès lors, ce standard fournit un référentiel également pour des juridictions non-membres du CSF, en appliquant un principe de proportionnalité.

Ce nouveau cadre de gestion et de prévention des crises bancaires, adopté en 2011 et actualisé en 2014, est directement consultable²⁷ sur la partie du site internet du CSF très logiquement intitulée « *Ending too big to fail* »²⁸. Les KA énoncent les objectifs, instruments et pouvoirs dont les autorités de résolution devraient être dotées pour traiter les entreprises qui auraient un impact systémique si elles venaient à défaillir²⁹. Concernant spécifiquement les banques d'importance systémique, un élément important est le nouveau pouvoir de renflement interne (« *bail-in* »), qui doit permettre aux autorités de résolution de réduire les passifs et de convertir certaines créances de la banque en fonds propres, actions ou autres titres de capital de la banque en défaillance ou d'une banque qui lui succède. On ne développera pas plus ici les outils que les régimes de résolution apportent aux autorités de résolution,

examinés ailleurs³⁰. Les KA énoncent aussi des standards sur les plans de redressement des banques et leurs plans de résolution, de même que sur le processus d'évaluation de la « résolvabilité » des banques, c'est-à-dire la capacité à lui appliquer efficacement la procédure de résolution.

Un élément essentiel de la « résolvabilité » des banques est la capacité d'imposer aux actionnaires et créanciers d'une banque défaillante d'absorber les pertes lors de la résolution et d'être mis à contribution pour recapitaliser la banque, ce qui devrait permettre une recapitalisation sans injection de fonds publics. Dans le jargon, on dit « replacer le *bail-out* par le *bail-in* ». En complément du régime de résolution, les réformes TBTF ont donc imposé aux banques systémiques le développement de leur capacité d'absorption des pertes si elles venaient à être en situation de défaillance et en résolution (« *loss absorbing capacity* »). Cette nouvelle exigence réglementaire est généralement résumée par l'acronyme TLAC³¹. C'est-à-dire que les banques ont l'obligation de constituer un niveau de passifs permettant aux autorités de résolution, en cas de défaillance, d'absorber les pertes puis de recapitaliser l'établissement sans avoir besoin d'y injecter des fonds publics. Un des objectifs des nouveaux régimes de résolution est précisément de faire du soutien public aux établissements financiers, en particulier aux banques, un instrument de dernier recours³² et « *d'éviter d'exposer les contribuables à des pertes liées au soutien financier à un établissement financier défaillant* »³³. La nouvelle exigence réglementaire TLAC est entrée en vigueur entre 2019 et 2022 dans les pays comme les États-Unis ou encore l'Union européenne, qui avaient connu les défaillances bancaires les plus massives lors de la Grande Crise Financière³⁴. Les G-SIBs originaires de certaines économies émergentes (par exemple l'Inde, la Chine) bénéficient de plusieurs années supplémentaires avant de mettre en place l'exigence TLAC³⁵.

Conclusion

7 - Les réformes TBTF ont-elles atteint leur objectif ? Répondre à cette question demanderait une évaluation au moins aussi complexe que l'était l'agenda des réformes TBTF et dépasse le champ de cet article. Le CSF a publié des rapports d'évaluation pour rendre compte de la mise en place de l'agenda des réformes TBTF, de son impact sur les systèmes bancaires et le financement des G-SIBs, de l'appréciation par les agences de notation financière qu'un soutien public sera accordé –ou pas– en cas de difficultés d'une banque. Le dernier rapport du CSF sur l'évaluation des réformes TBTF, publié en avril 2021, a conclu : « *Le message principal de ce rapport est que les réformes TBTF ont réduit l'aléa moral et le risque systémique sans causer d'effets secondaires matériels mais qu'il reste encore des manques à traiter* ». Il vise en particu-

25. *Supra* note 12, p. 18.

26. Communiqué G20 Leaders Summit – Cannes – 3-4 November 2011, Section 13 : « a new international standard for resolution regimes ».

27. FSB, « Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions », 15 octobre 2015, [https://www.fsb.org/2014/10/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-2/].

28. FSB, « Ending too-big-to-fail », [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/market-and-institutional-resilience/post-2008-financial-crisis-reforms/ending-too-big-to-fail/].

29. Techniquement, les KA vont au-delà des banques et s'appliquent à tous les établissements financiers systémiques au niveau mondial, dits « G-SIFs » – Global Systemically Important Financial Institutions.

30. D. Blache, « La nouvelle dette senior non préférée émise par les banques françaises et son articulation avec la résolution bancaire du point de vue de la protection des déposants », *Revue de Droit bancaire et financier* No. 1, janvier 2018.

31. (Total loss absorbing capacity) : FSB, « Issues final Total Loss-Absorbing Capacity standard for global systemically important banks », 9 novembre 2015, [http://www.fsb.org/2015/11/tlac-press-release/].

32. « Directive 2014/59/UE du Parlement Européen et du Conseil », *Journal Officiel de l'Union européenne*, 15 mai 2014, Considérant 8 :

« La résolution de la défaillance d'un établissement qui le maintient dans ses activités peut, en dernière extrémité, nécessiter le recours à des instruments de stabilisation financière de l'État, y compris le placement temporaire en propriété publique »

33. FSB, « Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions », octobre 2011, [https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/effective-resolution-regimes-and-policies/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions/].

34. Pour une présentation détaillée des cadres des États-Unis et de l'Union européenne, v. D. Blache, J-G de Tocqueville, C. Feuteun, « Régulation bancaire américaine vs. Régulation bancaire européenne », *Revue de Droit Bancaire et Financier* n° 3, Mai 2021, étude 7.

35. *Supra* note 12, p. 18.

lier le TBTF dans le secteur financier au-delà des banques. Concernant les banques, le test grandeur nature qu'a constitué pour ces réformes la période de pandémie COVID-19 a montré que les banques ont fait face à ce choc dans une position bien plus forte qu'elles ne l'étaient avant la Grande Crise Financière en 2008, ceci grâce aux réformes TBTF adoptées depuis 2008³⁶.

En contrepoint, dans son dernier rapport annuel spécifique à la résolution, publié en décembre 2021 et sous-titré « Un verre à moitié plein ou toujours à moitié vide ? »³⁷, le CSF reprend les conclusions de son rapport d'avril et ajoute que ni la mise en résolution d'un G-SIB, ni l'efficacité des nouveaux régimes de résolution face à des crises systémiques, n'ont encore été testés³⁸. Par ailleurs, le rapport signale que le soutien de certains États aux banques en difficultés a continué³⁹, comme il le détaille dans une

liste de cas⁴⁰. Claudia M. Buch, qui a présidé le groupe qui a produit le rapport final d'évaluation des réformes TBTF, a souligné les défis considérables qui restent à traiter : « *Des exigences de fonds propres supplémentaires pour les banques systémiques sont un élément clé pour la stabilité financière et le rapport montre qu'ils n'ont pas d'effets secondaires matériels. Mais nous avons aussi besoin de mécanismes pour la restructuration et la résolution des banques en stress. Si l'évaluation souligne les progrès accomplis, plus peut être fait afin de pleinement concrétiser les bénéfices de ces réformes. J'attends des travaux supplémentaires du CSF et des organismes internationaux émetteurs de standards afin de combler les lacunes que nous avons identifiées* »⁴¹. ■

36. *Supra* note 12, p.1.

37. FSB, « Resolution Report– Glass half-full or still half-empty ? », 7 décembre 2021.

38. *Ibid.*, p. 5.

39. *Ibid.*, p. 1.

40. *Ibid.*, Annex 4, « Selected cases of public assistance or resolution of banks in FSB jurisdictions ».

41. FSB, « Evaluation of the effects of too-big-to-fail reforms : Final Report », 31 mars 2021, [<https://www.fsb.org/2021/03/evaluation-of-the-effects-of-too-big-to-fail-reforms-final-report/#:~:text=The%20evaluation%20finds%20that%20TBTF,view%20these%20reforms%20as%20credible.>].

7 La régulation prudentielle depuis 2008 : vers un grand retour en arrière ?



Florian ABADIE ¹,

Conseiller en politique économique pour le groupe des Verts au Parlement européen

1 - Une grande partie des textes réglementaires hérités de la crise financière de 2007 est actuellement en cours de révision : le règlement CRR (*Capital Requirements Regulation*) et la directive CRD (*Capital Requirements Directive*) pour le secteur bancaire, la directive *Solvabilité II* pour les assurances, la directive et le règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFID/MiFIR)... La revue du cadre prudentiel, quinze ans après la crise, témoigne de l'évolution des priorités politiques et du contexte économique et financier.

Nous nous intéresserons à l'évolution de la régulation prudentielle depuis 2008, c'est-à-dire à l'ensemble des règles visant à s'assurer de la solvabilité des établissements financiers. Ces règles couvrent notamment les montants minimums de fonds propres que doivent détenir les établissements financiers, ainsi que les exigences de gestion des risques ou de diffusion d'informations, tant au superviseur qu'au marché en général.

De prime abord, il peut paraître étonnant que l'État établisse des règles afin de s'assurer de la solvabilité d'acteurs privés, la solvabilité des entreprises étant plutôt le fruit des exigences du marché que de l'État. Pourtant, le rôle socio-économique essentiel des institutions financières justifie l'adoption d'une réglementation spécifique. D'abord, la faillite d'un établissement bancaire ou assurantiel entraîne des dommages directs sur l'économie réelle. La faillite d'une banque, en l'absence de réglementation et de système de garantie publique, signifie que tous les déposants ne pourront récupérer l'intégralité de leurs avoirs. De même, l'arrêt brutal des activités d'un assureur peut conduire à l'interruption d'activités économiques qui ne peuvent être réalisées sans assurance (comme les activités de construction en France). Prévenir la faillite de ces établissements revient à protéger les acteurs de l'économie réelle.

Ensuite, la régulation micro-prudentielle, en réduisant le risque de faillite des établissements individuels, contribue à la stabilité financière dans son ensemble. C'est le phénomène d'interconnexion financière. Les entités financières entretiennent entre elles des liens nombreux et complexes, notamment *via* le marché interbancaire et par les participations croisées (de nombreuses entités financières détiennent des parts d'autres établissements). La chute d'un acteur peut conduire à un effet domino et entraîner une crise systémique. C'est ce qui s'est produit en 2007 avec la chute de *Lehman Brothers*.

Enfin, la régulation prudentielle vise à instaurer une confiance à long terme dans les marchés financiers, indispensable à leur fonctionnement. La conformité à ces règles étant un gage de solvabilité, elle incite les acteurs à se faire confiance, et donc à prêter et à investir.

La poursuite des objectifs susmentionnés apparaît d'autant plus nécessaire que les crises sont inhérentes aux marchés financiers, comme l'a démontré H. Minsky (1992) ².

La crise de 2007 illustre parfaitement la théorie de Minsky. Les conditions de financement très favorables des années 2000 ont conduit à un accroissement rapide de l'endettement privé, notamment des ménages américains. L'octroi massif de prêts hypothécaires, permis par différentes innovations financières (dont la titrisation qui permet de sortir un prêt du bilan bancaire) et des hypothèses systématiquement optimistes quant à l'évolution des prix de l'immobilier, ont débouché sur un surendettement des ménages américains. L'éclatement de la bulle immobilière américaine a entraîné une réaction en chaîne, exacerbée par l'incertitude quant à la vulnérabilité des acteurs financiers.

Tirant les conséquences des excès de la libéralisation financière, les régulations prudentielles ont été renforcées et harmonisées au niveau international pour prémunir l'économie contre une nouvelle crise des *subprimes*. Le contexte économique et politique est toutefois aujourd'hui bien différent de celui qui prévalait au lendemain de la crise financière. La remontée des taux d'intérêt et de l'inflation après une décennie de taux bas, la digitalisation accélérée de l'économie et en particulier de la finance avec l'émergence de technologie de type *blockchain* et l'impact de plus en plus perceptible du changement climatique posent de nouveaux risques sur la stabilité financière.

Cet article analysera l'évolution des régulations prudentielles et interrogera leur capacité à préserver la stabilité financière dans un contexte incertain, marqué par l'émergence de nouveaux risques.

1. Les leçons de la crise de 2007 : la priorité donnée à la sauvegarde de la stabilité financière

2 - La libéralisation financière entamée dans les années 1970 et fondée sur la croyance en l'autorégulation du marché marque une pause après 2007. La régulation prudentielle est revue de manière harmonisée (A). Le résultat est univoque : les établissements financiers, et bancaires en particulier, sont mieux capitalisés, et plus aptes à faire face aux turbulences financières (B).

A. - Le renforcement harmonisé et trans-sectoriel des régulations prudentielles après 2007

3 - La crise financière provoquée par la chute de *Lehman* engendre une prise de conscience collective : l'autorégulation de

1. Cet article reflète strictement les vues personnelles de son auteur et n'exprime pas les positions des institutions dans lesquelles il a travaillé sur le sujet abordé.

2. *The Financial Instability Hypothesis*, H.P. Minsky, Working Paper N°74, Levy Economics Institute.

la finance n'est pas soutenable. Le G20 de Pittsburgh³ acte la volonté de corriger les manques des régulations prudentielles. Le Comité de Bâle⁴ a traduit cette volonté politique en adoptant de nouvelles normes prudentielles, dites « accords de Bâle III ».

Les accords de Bâle III, et leur traduction européenne dans CRR/CRD, renforcent les exigences de fonds propres des banques tant d'un point de vue quantitatif que qualitatif.

La définition des fonds propres par lesquels les banques doivent couvrir leurs exigences de capital est resserrée. Désormais, une grande partie de ces exigences doit être couverte par des fonds propres de qualité (*Common Equity Tier 1*, ou « CET 1 ») c'est-à-dire principalement des actions et des résultats mis en réserve.

Outre ces aspects qualitatifs, les banques doivent également conserver davantage de fonds propres. L'exigence réglementaire de base est définie à 4,5% des actifs pondérés par les risques (« RWA » pour *Risk Weighted Assets*). À celle-ci s'ajoutent différents coussins, dont le coussin de conservation (2,5% des RWA), dont le non-respect déclenche une restriction de distribution de dividendes, et le coussin contra-cyclique (entre 0 et 2,5% des RWA) devant être constitué en période de croissance du crédit. Des exigences supplémentaires sont établies pour les établissements d'importance systémique, dont un coussin pour risque systémique fixé par l'autorité de supervision compétente entre 1 et 3,5% des RWA.

Ces exigences de fonds propres s'accompagnent d'une meilleure évaluation des risques à l'actif des bilans et d'une augmentation de la pondération des actifs les plus risqués dans l'approche standard (par exemple 400% pour un investissement spéculatif dans des actions non cotées).

En parallèle, les modèles internes utilisés par les banques pour évaluer elles-mêmes les risques à leur actif et en déduire leurs exigences de capital sont mieux encadrés. Outre des paramètres minimums à prendre en compte (*input floor*), le Comité de Bâle a établi que le résultat du total des actifs pondérés par les risques calculés par un modèle interne ne pouvait être inférieur à 72,5% du total qui aurait résulté de l'approche standard. Cette dernière réforme reste à intégrer au droit européen et est en cours de négociation.

En sus des exigences accrues de fonds propres, la régulation post-crise a aussi débouché sur la mise en place de normes minimales de liquidité. En effet, un des principaux mécanismes de transmission de la crise financière de 2007 fut le marché interbancaire. La défiance généralisée, liée à l'incertitude quant à l'exposition des banques aux *subprimes* a conduit à un assèchement du marché interbancaire, plongeant nombre d'acteurs dans une crise de liquidités. Des ratios de liquidité à court terme (le *Liquidity Coverage Ratio*, selon lequel les banques doivent détenir suffisamment d'actifs liquides, comme du cash ou des obligations souveraines, pour faire face à une crise de 30 jours) et à long terme (le *Net Stable Funding Ratio*, s'assurant que le modèle de financement des banques correspond à la maturité de leurs actifs) ont été mis en place.

Une même logique a prévalu dans le secteur de l'assurance. Ici, c'est la quasi-faillite de l'assureur AIG en 2008 qui sert d'électrochoc. Alors premier assureur mondial, l'assureur américain essuie des pertes colossales, en grande partie causées par son exposition aux *subprimes*.

Un renforcement des règles prudentielles assurantielles apparaît alors nécessaire. Dans l'Union européenne (« UE »), cela se traduit par l'adoption de la directive *Solvabilité II*. Cette directive établit une méthodologie d'actualisation des passifs, des normes de bonne

gouvernance et des exigences de capital fondées sur les risques portés par assureur.

B. - Un secteur financier plus capitalisé et mieux à même d'affronter les crises

4 - Le renforcement coordonné des exigences de capital avait pour objectif de prémunir l'économie contre une nouvelle crise financière. Quinze ans après la crise, l'objectif semble atteint.

La mise en place des normes mentionnées précédemment a fortement accru le montant de fonds propres détenu par les établissements financiers. Le ratio de fonds propres CET 1 des banques est ainsi passé d'environ 7% à l'aube de la crise à 11,5% en 2014 et jusqu'à 15% au deuxième trimestre 2022⁵. Côté assurance, le ratio de solvabilité médian des assureurs européens était de 216% au premier trimestre 2022⁶.

Outre ces éléments quantitatifs, l'observation empirique amène également à constater l'efficacité des efforts de régulation post-crise. À l'orée de la crise de la pandémie de COVID-19, de nombreux observateurs s' alarmaient du risque d'une nouvelle crise financière. Pourtant, le secteur financier a bien résisté au choc provoqué par la pandémie. D'initiateur et d'accélérateur de la crise en 2007, le secteur financier a cette fois atténué les conséquences économiques de la pandémie en continuant à financer l'économie réelle. On pourrait en conclure que le secteur financier, désormais mieux capitalisé, est pleinement apte à jouer son rôle de couverture des risques et de financement de l'activité réelle.

Une nuance doit toutefois être apportée. Si le secteur financier, et notamment les banques, ont pleinement joué leur rôle durant la crise de la COVID, c'est également grâce à une intervention massive des pouvoirs publics. Les banques centrales ont adopté des programmes massifs d'achat d'actifs (*Pandemic emergency purchase programme* – pour la BCE – pour une enveloppe totale de 1850 milliards d'euros) et poursuivi une politique très accommodante d'octroi de liquidités au secteur bancaire (*targeted longer-term refinancing operations*). En outre, les banques ont également pu s'appuyer sur le soutien des États qui ont mis en œuvre des politiques de prêts garantis. De plus, les superviseurs ont utilisé toute la panoplie des mécanismes de flexibilité inclus dans la réglementation pour relâcher les exigences réglementaires pesant sur les banques (par exemple en les autorisant à opérer sans respecter les exigences de capital du pilier 2).

En un sens, la charge du risque a davantage été portée par les acteurs publics que par le secteur financier privé.

2. La tentation du retour en arrière : l'utilisation de la régulation prudentielle pour assurer le financement de l'économie réelle

5 - À mesure que le temps passe, le traumatisme de la crise financière de 2007 s'éloigne. D'aucuns estiment que la régulation post-crise a pêché par excès de prudence. Pour ces derniers, une décennie de croissance faible plaide également en faveur d'un relâchement des normes prudentielles afin de soutenir le financement de l'économie. Pourtant, la régulation prudentielle adoptée à la suite de la crise n'est pas dépourvue de failles (A) et celles-ci tendent à s'accroître à mesure que la régulation prudentielle est utilisée à d'autres fins que son objectif premier d'assurer la stabilité financière (B).

3. Voir le communiqué du sommet du G20 de Pittsburgh, disponible sur : <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925.html#system>

4. Organe de la Banque des Règlements Internationaux chargé d'élaborer les normes prudentielles pour les banques. Ces normes ne sont pas contraignantes, mais constituent un cadre de référence à partir duquel la solidité d'un secteur bancaire est appréciée.

5. Données de l'EBA *Risk dashboard* : <https://www.eba.europa.eu/eba-risk-dashboard-shows-capital-ratios-remained-broadly-stable-and-liquidity-ratios-declined>.

6. Données du *Financial Stability Report* de l'EIOPA : <file:///C:/Users/fabadie/AppData/Local/Temp/Financial%20Stability%20Report%20June%202022.pdf%20-%20EN.pdf>.

A. - Derrière une rigueur apparente, les nombreuses failles de la régulation post-crise

6 - L'écueil le plus éloquent des régulations post-crise est leur délai de mise en œuvre. De Pittsburgh en 2009 en passant par l'accord final sur les normes de Bâle III en décembre 2017, à l'entrée en application pleine et entière de l'ensemble de ces normes, et notamment de l'*output floor* encadrant l'utilisation des modèles internes⁷, vingt-un ans se seront écoulés.

Symétriquement, la directive *Solvabilité II* inclut des mesures transitoires extrêmement longues. Ainsi, les règles encadrant le calcul des provisions techniques n'entreront pleinement en application qu'en 2032. À titre de comparaison, les assureurs auront bénéficié d'une plus grande période pour mettre en place cette méthode d'actualisation que les constructeurs automobiles pour mettre fin à la voiture thermique.

En outre, le calcul des exigences de capital repose sur des hypothèses, dont certaines entrent en contradiction totale avec les constatations empiriques. Ainsi, aucune exigence de capital n'est associée à la détention de titres de dette publique⁸ par les banques et assureurs européens. Pourtant, la crise grecque de 2010 et l'envolée des *spreads*⁹ de plusieurs États membres (dont l'Italie, l'Espagne et l'Irlande) ont apporté un démenti flagrant à cette hypothèse.

Un autre exemple fourni par la directive *Solvabilité II* (et son acte délégué) : jusqu'à présent¹⁰, le calcul des exigences de fonds propres associées au risque de taux supposait que les taux d'intérêt ne pouvaient descendre en-dessous de 0¹¹.

B. - Le relâchement prudentiel, conséquence de l'anxiété de la « stagnation séculaire »

7 - Depuis une dizaine d'années, un retournement de paradigme est à l'œuvre. Dans un contexte de croissance atone, voire de « stagnation séculaire » comme a pu le formuler Lawrence H. Summers dès 2013, la préoccupation politique est moins la prévention d'une crise financière que le soutien à la croissance économique. Les normes prudentielles sont alors perçues comme un frein au rôle d'investisseurs des entités financières.

Un exemple frappant est celui lié au traitement de la titrisation. De paria du fait de son rôle dans la crise financière de 2007, la titrisation devient un nouvel eldorado. La relance du marché de la titrisation est désormais une des priorités affichées par la Commission européenne dans le cadre du projet du Marché Unique des Capitaux. Ce nouvel objectif s'est traduit par l'adoption du règlement STS¹². La détention d'actifs titrisés correspondant aux critères établis par ce règlement se voit accorder des charges en capital moins importantes.

Cette tendance à un revirement de régulation est encore plus évidente dans les textes adoptés depuis la crise de la COVID. Quelques mois après le déclenchement de l'épidémie, l'UE a adopté une série de mesures visant à alléger les exigences prudentielles, au motif de favoriser la reprise économique. Ces textes ont notamment assoupli les règles encadrant la titrisation des prêts non performants (*Non-Performing Loans*, ou « NPL »).

Dans la même logique, les revues actuelles de CRR, CRD et *Solvabilité II* se font avec un objectif déclaré de « ne pas augmenter les exigences de capital ». Cette politique conduit les législateurs européens à envisager des déviations plus ou moins tempo-

raires de l'accord de Bâle III. Côté assurance, la Commission évalue à 90 milliards d'euros la réduction des exigences de capital si sa proposition de révision de *Solvabilité II* était adoptée en l'état.

Dans un contexte où banques et assurances ont montré leur solidité et leur progrès dans la gestion des risques, et où la croissance est atone depuis plus d'une décennie, la tentation est grande d'utiliser les règles prudentielles pour d'autres objectifs de politique économique. Toutefois, il demeure primordial de s'assurer de la capacité de ces normes à éviter une crise financière dont les coûts économiques à long terme dépassent les coûts à court terme¹³.

3. Le devoir d'anticiper l'avenir : l'adaptation de la régulation prudentielle aux crises futures

8 - La solidité du cadre prudentiel est de nouveau mise à l'épreuve par les bouleversements géopolitiques et économiques provoqués par l'invasion russe en Ukraine. Si le secteur financier a bien absorbé le choc immédiat, les conséquences de long terme sur la solvabilité des institutions financières sont plus incertaines (A). En outre, le changement climatique et la digitalisation de l'économie entraînent de nouveaux risques pour les institutions financières qui doivent être intégrés dès à présent dans les régulations prudentielles (B).

A. - Les régulations prudentielles à l'épreuve des bouleversements géopolitiques et économiques

9 - La guerre en Ukraine constitue un nouveau test pour les régulations prudentielles post-crise. L'agression russe contre l'Ukraine entraîne un choc majeur pour l'économie européenne. L'inflation annuelle a atteint 9.9% en zone euro en septembre 2022. Cela conduit les banques centrales à augmenter fortement et rapidement leurs taux d'intérêt directeurs (taux de refinancement de 2 % depuis le 2 novembre 2022 pour la zone euro, contre un taux de 0% qui avait prévalu depuis le 16 mars 2016)¹⁴. La croissance économique ralentit fortement et devrait être quasi-nulle pour l'Union européenne en 2023¹⁵ conduisant à un risque de « stagflation ».

Pour les organismes d'assurance-vie, si la période de taux bas prolongée avait mis à mal leur rentabilité, la remontée brutale des taux ne va pas sans risque. Le rendement offert par les produits d'assurance-vie (en particulier les fonds en euros) dépendant du rendement des actifs de l'organisme d'assurance (en grande partie composés de titres de dette souveraine à taux bas voir nuls), il existe un risque de sortie massive de ces produits par les épargnants pouvant désormais obtenir des rendements plus élevés via des produits bancaires classiques (types livrets, comptes d'épargne).

Enfin, la période de taux bas a conduit les institutions financières à chercher des rendements plus élevés et donc à accroître leur prise de risque. Simultanément, la période de taux bas s'est aussi traduite par une hausse de l'endettement. La remontée soudaine des taux fragilisant la solvabilité des emprunteurs, en particulier pour ceux ayant souscrits des emprunts à taux variable, peut entraîner l'effondrement de certaines bulles spéculatives¹⁶ et immobilières.

Ces risques justifient le maintien d'une régulation prudentielle suffisamment solide pour s'assurer que les banques et assureurs soient à même de faire face à leur survivance. D'où l'importance soulignée encore récemment par la BCE et l'ABE de transposer fidèlement

7. Selon la proposition de la Commission sur la revue de CRR, encore en cours de négociation, cette entrée en application n'est pas prévue avant 2030.

8. Des États membres de l'UE, de l'UE et des organismes internationaux.

9. Écart avec le taux d'intérêt considéré comme sans risque, en l'occurrence les titres de dette publique allemande pour la zone euro.

10. Ceci pourrait cependant être amené à changer, dépendant du résultat final des négociations sur la revue de *Solvabilité II*.

11. Ce qui a pourtant été le cas de nombreux titres de dettes publiques de 2016 à 2022.

12. *Standardized, transparent and Simple securitizations*.

13. D'après le Comité de Bâle, la mise en place des réformes de Bâle III apportera un gain de PIB de 0.6% à 1.6% pour la zone euro.

14. Les taux monétaires directeurs – Banque de France (banque-france.fr).

15. Prévisions économiques de l'automne 2022 de la Commission européenne : https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_22_6782.

16. L'effondrement du cours des crypto-actifs à la suite de ces épisodes de remontée des taux en constitue un exemple.

lement en droit européen les derniers éléments de l'accord de Bâle III¹⁷ afin de préserver la solidité du secteur bancaire européen.

B. - Les régulations prudentielles face à une crise certaine aux conséquences inconnues

10 - La régulation prudentielle doit également s'adapter à l'émergence de nouveaux risques : le risque cyber et le risque climatique.

Les institutions financières, à l'instar de nombreux secteurs de l'économie, sont de plus en plus dépendantes des prestations informatiques fournies par des parties tierces (comme les services de *cloud computing* pour le stockage de leurs données). Elles sont également de plus en plus sujettes au risque de cyber-attaque. Pourtant, le niveau de préparation des institutions financières au risque cyber est généralement considéré comme insuffisant. Le cadre réglementaire doit être revu à la lumière de ce nouveau risque. C'est ce que l'UE a fait avec l'adoption de la directive et du règlement sur la résilience opérationnelle¹⁸. Ces textes visent à s'assurer que les institutions financières mettent en place un système de gestion des risques adapté au risque cyber. Il s'agit moins de prévenir ce risque (inévitables) que de faire en sorte que les activités essentielles des entités financières puissent être maintenues en cas d'occurrence du risque cyber.

Le cadre prudentiel doit également être révisé au regard d'un nouveau type de risque à la survenance désormais certaine mais aux conséquences inconnues¹⁹ : le changement climatique.

Il s'agit ici de s'assurer que les entités financières sauront gérer la survenance de risques futurs et certains mais difficilement quantifiables. Il est désormais admis que des actifs sont voués à perdre de la valeur – *stranded assets*. C'est notamment le cas des exposi-

tions à l'industrie fossile dont la sortie à moyen terme est inévitable pour respecter les objectifs fixés dans les accords de Paris²⁰. Ces actifs devraient donc recevoir des charges en capital plus élevées, en distinguant les expositions aux projets d'exploitation/extraction existants, de l'exploration et l'exploitation de nouvelles réserves incompatibles avec la limitation de la hausse des températures à 1,5°C²¹.

Outre l'exposition aux énergies fossiles, un travail plus large d'analyse des risques associés aux actifs « verts » et aux actifs « bruns » est nécessaire. Cela a commencé avec l'élaboration d'une taxonomie européenne des actifs verts. Mais un travail plus large d'analyse de la régulation financière est nécessaire pour tenir compte du fait que de plus en plus d'activités économiques sont vouées à s'arrêter (par exemple la production de voitures thermiques) : comment rendre compte adéquatement du risque associé à la détention de ce type d'actifs ?

Conclusion

11 - Les régulations prudentielles post-crise ont relativement bien joué leur rôle : le secteur financier européen est bien plus robuste que par le passé. Néanmoins, des failles demeurent et les chocs subis depuis lors ont en partie été atténués par l'intervention massive de la puissance publique. La tentation de déréguler est grande dans un contexte de faible croissance économique, au risque de revenir sur les acquis fondamentaux de la crise de 2007.

L'efficacité des règles prudentielles dépendra de leur efficacité à prévenir les prochaines crises. Leur élaboration ne doit pas seulement se faire en regardant dans le rétroviseur. Nous savons déjà que les crises qui s'approchent à l'horizon, de par leur ampleur, leur caractère systémique et global n'auront que peu de choses en commun avec les crises précédentes. D'où l'urgence, dès à présent, d'anticiper les risques futurs et de s'assurer de leur bonne gestion par les acteurs financiers. ■

17. J. N. Campa, L. de Guindos, A. Enria, « Strong rules, strong banks : let's stick to our commitments », 4 novembre 2022. Disponible sur : <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221104~34240c3770.en.html>

18. *Digital Operational Resilience Act – DORA*.

19. C'est-à-dire l'exact opposé des risques traditionnels (par exemple le risque de crédit) dont la survenance est inconnue (on ne sait pas si tel débiteur fera défaut) mais dont on connaît les conséquences de sa survenance (perte du montant qui reste à rembourser).

20. D'après l'Agence internationale de l'énergie, atteindre la neutralité carbone en 2050 suppose de ne plus exploiter de nouvelles réserves d'énergie fossile.

21. Voir en ce sens les préconisations du rapport « *Breaking the climate-finance doom loop* » de Finance Watch – juin 2020.

8 The Proliferation of Different Types of Supervisory Colleges in the European Union : Is Supervisory Coordination Becoming more Effective or too Complex ?



Duncan ALFORD,

Professor of Law, Associate Dean and Director of the Law Library, University of South Carolina

1 - Since the Great Recession, more emphasis has been placed on the use of supervisory colleges to coordinate the supervision of cross-border financial institutions. The G-20 in its *Declaration* after its November 2008 Washington Summit stated : « Supervisors should collaborate to establish supervisory colleges for all major cross-border financial institutions, as part of efforts to strengthen the surveillance of cross-border firms. »¹ On 23 February 2009, a high level group of advisors, chaired by Jacques de Larosière, former Governor of the Banque de France, issued its report on the reform of the European Union system of financial supervision, also known as the Larosière Report.² The Larosière Report recommended that, for cross-border financial institutions, the colleges of supervisors introduced by the revised Capital Requirements Directive should take the lead in supervision. The Larosière Report in Recommendation 18 advised that « colleges of supervisors would be set up for all major cross-border institutions. »³

The European Union (« EU ») has particularly focused on supervisory cooperation among financial supervisors and created three different types of colleges to supervise financial institutions : (1) prudential supervisory colleges (2) resolution colleges, and most recently (3) anti-money laundering and countering the financing of terrorism (« AML/CFT ») colleges. The intent of these colleges is to improve prudential supervisory coordination, allow for the orderly recovery or resolution of a financial institution, and prevent money laundering or the financing of terrorism through the EU financial system. This article examines preliminarily whether this proliferation of colleges has improved supervisory coordination or merely made it more complex and potentially less effective.

1. Prudential Supervisory Colleges

2 - A prudential supervisory college is « essentially a permanent, though flexible structure comprised of an international bank's 'home' and 'host' supervisors. »⁴ The European Banking Authority (« EBA ») defines supervisory colleges as the « vehicles through

which supervisory activities are coordinated » and « [t]he structure of colleges reflects the activities of the supervised entity. »⁵

Supervisory colleges began in the early 1970s in response to the failure of several international banks that affected the stability of the international banking system. Since the 1970s, the Basel Committee, through its issuance of various standards for bank supervision, has attempted to improve supervisory cooperation and reduce systemic risk in the financial system. The collapse of the Herstatt Bank in Germany in 1974 led to the creation of the Basel Committee and the issuance of the Committee's first agreement on bank supervision, known as the Basel Concordat, in 1975.⁶ Due to its fraudulent bookkeeping practices, the Herstatt Bank failed and other German banks were unable to bail it out.⁷ Legal claims against the Herstatt Bank were eventually settled.⁸ Most of the international operations of the bank were conducted at its head office in Germany.⁹ While Herstatt's assets were mainly domestic, the bank also had significant foreign creditors.¹⁰ The resolution of the bank's failure-particularly the incomplete satisfaction of foreign creditors' claims-set a negative precedent for the settlement of international financial crises and demonstrated the need for greater international supervisory cooperation.¹¹ Regular communication among bank supervisors would allow the identification of risks in a particular cross-border bank and create trust among supervisors in the event of a banking crisis.

5. EBA, Supervisory colleges, <https://www.eba.europa.eu/supervisory-convergence/supervisory-colleges>

6. Richard C. Williams et al., *International Capital Markets : Recent Developments and Short-Term Prospects* (Int'l Monetary Fund Occasional Paper No. 7, Aug. 1981) 29-32, [https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/03671-9781451981681/03671-9781463986964.pdf](https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF084/03671-9781451981681/03671-9781451981681/Other_formats/Source_PDF/03671-9781463986964.pdf) [<https://perma.cc/EY2U-6WYR>]. The original Concordat was not released to the public until March 1981. See id. at 29.

7. Ulrich Hess, *The Banco Ambrosiano Collapse and the Luxury of National Lenders of Last Resort with International Responsibilities*, 22 N.Y.U.J. Int'l L. & Pol. 181, 185-86 (1990). See generally Joseph D. Becker, *International Insolvency : The Case of Herstatt*, 62 A.B.A.J. 1290 (1976) (giving a full account of the Herstatt failure). In addition, the London branch of the Franklin National Bank suffered severe losses in the early 1970s, for which the Federal Reserve compensated with liquidity support. Franklin National Bank eventually failed anyway, illustrating the confusion of supervisory responsibilities over international banks. See Hess, at 186-87.

8. West German banks received 45 percent, foreign banks received 55 percent, and other creditors received 65 percent of their respective claims. Hess, *supra* note 7, at 186.

9. See id.

10. Id.

11. Id.

1. G-20, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy* (Nov. 15, 2008), <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html>

2. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (Feb. 25, 2009), https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication_14527_en.pdf

3. Id. at 48.

4. ECB, What are supervisory colleges (Dec. 12, 2018) https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/supervisory_colleges.en.html

EU law mandates the creation of supervisory colleges for cross-border banks. The consolidating supervisor of the parent bank shall decide which supervisors participate in a college meeting.¹² The consolidating supervisor is the competent authority in the Member State where the parent credit institution is headquartered and is responsible for supervision of the credit institution on a consolidated basis.¹³ The members of the supervisory college shall include the supervisor of any subsidiary of the parent bank, the supervisor of the parent financial holding company, the supervisor in a Member State where a significant branch is located, central banks of the Member States where the bank operates as appropriate, and supervisory authorities of nations outside the EU as appropriate.¹⁴ The supervisory college shall reach a joint decision on each of the following : (1) supervisory review and evaluation ;¹⁵ (2) capital adequacy (own funds) and additional own funds ;¹⁶ (3) liquidity ;¹⁷ and (4) the adequacy of the group recovery plan.¹⁸ In the event that the members of the college cannot reach a joint decision, the EBA shall have the power to mediate any dispute regarding the above decisions.¹⁹

2. Joint Supervisory Teams

3 - The sovereign debt crisis in certain EU Member States beginning in late 2009 highlighted the continuing weaknesses in the supervisory regime under the EBA. National supervisors continued to play a significant role in the supervision of cross-border banking groups. The connection between sovereign bonds and banks severely weakened confidence in the banking system in some EU Member States. As a result, the European Commission proposed the Banking Union in order to sever the link between sovereign debt and the banking system and to improve the supervision of cross-border banks.²⁰ The European Union brought into effect the first pillar of the Banking Union – the Single Supervisory Mechanism (« SSM ») on 4 November 2014. At that time, the European Central Bank (« ECB ») became the prudential supervisor of the 123 largest banking groups in the Eurozone. These 123 banking groups represent approximately 85% of the banking assets within the Euro-

zone.²¹ Currently the SSM directly supervises 99 banking groups.²²

Under the SSM, the ECB exercises its authority through Joint Supervisory Teams (JSTs) which substitute for the supervisory college of a Eurozone banking group. JST's « are one of the main forms of cooperation between the ECB and the national supervisors » and « [t]hey actively foster a common supervisory culture and promote consistent supervisory practices and approaches. »²³ Created for each of the 99 cross-border banking groups supervised by the ECB, a JST consists of ECB supervisory officials and officials from the national supervisors in the eurozone jurisdictions where the cross-border banking group operates. An ECB official – the JST coordinator – heads the JST and officials from the national supervisors also serve on the JST. The nationality of the JST coordinator may not be the same as the country where the home office of the banking group supervised is located.²⁴ To further ensure independence, the JST coordinator is appointed to a 3-5 year term.²⁵ Depending on the structure of the cross-border bank and its supervisory college, the JST can serve as a host supervisor in a supervisory college.

By treaty, all EU Member States except Denmark must adopt at some point the euro as their currency and thus also join the banking union.²⁶ Thus far, 19 Member States out of the current 27 have adopted the euro. In 2020 Bulgaria and Croatia joined the banking union through a close cooperation agreement as a step towards adopting the euro. Effective 1 January 2023, Croatia became the 20th Member State to adopt the euro as its currency.²⁷ Six Member States are not members of the banking union – the Czech Republic, Denmark, Hungary, Poland, Romania, and Sweden. Eventually, as more EU Member States join the Eurozone or enter into close cooperation agreements with the ECB and thus are obligated to join the Single Supervisory Mechanism, the use of supervisory colleges within the EU will decline and eventually end. In 2020 within the EU, there were 56 active supervisory colleges in operation.²⁸ In 2021, the number of active supervisory colleges dropped to 45 because of the implementation of Brexit and the start of the close cooperation agreements between the Single Supervisory Mechanism and Bulgaria and Croatia.²⁹ The JST's will effectively take the place of supervisory colleges for banks operating within the jurisdiction of the Single Supervisory Mechanism.

12. Directive 2013/36, Art. 116(7), 2013 O.J. (L 176) 338.

13. Directive 2013/36, Art. 111.

14. Directive 2013/36, Art. 116(6).

15. Directive 2013/36, Art. 113(3) & Art. 97. The Supervisory Review and Evaluation Process is an assessment of the risks to which the financial institution is or might be exposed, and the risks revealed by stress testing. Directive 2013/36, Art. 97.

16. Directive 2013/36, Art. 113(1)(a) & (c). An evaluation of the « sound, effective and comprehensive strategies and processes to assess and maintain on an ongoing basis the amounts, types and distribution of internal capital that they [the financial institution] consider adequate to cover the nature and level of the risks to which they are or might be exposed. » Directive 2013/36, Art. 73.

17. Directive 2013/36, Art. 113(1)(b). According to Article 86 of Directive 2013/36, « [c]ompetent authorities shall ensure that institutions have robust strategies, policies, processes and systems for the identification, measurement, management and monitoring of liquidity risk over an appropriate set of time horizons, including intra-day, so as to ensure that institutions maintain adequate levels of liquidity buffers. Those strategies, policies, processes and systems shall be tailored to business lines, currencies, branches and legal entities and shall include adequate allocation mechanisms of liquidity costs, benefits and risks. »

18. Directive 2014/59, Art. 7 & 8, 2014 O.J. (L 331) 12. The college evaluates whether « the implementation of the arrangements proposed in the plan is reasonably likely to maintain or restore the viability and financial position of the institution... taking into account the preparatory measures that the institution has taken or has planned to take » and the plan is « reasonably likely to be implemented quickly and effectively in situations of financial stress and avoiding to the maximum extent possible any significant adverse effect on the financial system. » Directive 2014/59, Art. 6.

19. Regulation 1093/2010, Art. 19, 2010 O.J. (L 331) 12.

20. European Commission, *A Roadmap Towards a Banking Union*, (COM) (2012) 510.

21. European Central Bank, Annual Report, at 4 (2014). The legal basis for the ECB's role as the single European prudential supervisor is Article 127(6) of the Treaty on the Functioning of the European Union. Treaty on the Functioning of the European Union, Art. 127, O.J. (C 326) 46 (2012).

22. European Central Bank, 2021 Annual Report on Supervisory Activities, Sec. 4.2.3 (March 2022).

23. ECB, Joint Supervisory Teams <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/approach/jst/html/index.en.html>

24. European Central Bank, Guide to Banking Supervision at 17 (2014), available at <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidebankingsupervision201411.en.pdf>.

25. *Id.*

26. See Maastricht Treaty, Protocol on certain provisions relating to Denmark, Protocol No. 12, February 7, 1992, 1992 O.J. (C 191) ; See also Council Decision, Art. 2, 2003 O.J. (L236) 33 [hereinafter Accession Treaties] (Act concerning the conditions of accession of the Czech Republic, the Republic of Estonia, the Republic of Cyprus, the Republic of Latvia, the Republic of Lithuania, the Republic of Hungary, the Republic of Malta, the Republic of Poland, the Republic of Slovenia, the Slovak Republic).

27. Council of the EU, Croatia set to join the euro area on 1 January 2023 : Council adopts final required legal acts, Press Release, July 12, 2022, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/07/12/croatia-set-to-join-the-euro-area-on-1-january-2023-council-adopts-final-required-legal-acts/#:text=Croatia%20has%20successfully%20completed%20all,as%20of%201%20January%202023.&text=One%20of%20the%20three%20legal,7.53450%20kuna%20per%201%20euro.>

28. EBA, Report on the Convergence of Supervisory Practices 33 (EBA/REP/2022/10) (May 2022).

29. *Id.*

3. Resolution Colleges

4 - The Bank Recovery and Resolution Directive³⁰ authorized a second type of college : resolution colleges. The EBA defines resolution colleges as « the bodies that ensure cooperation of all parties at all stages of the resolution planning and resolution process of a failing bank. »³¹ The members of a resolution college shall include : the group-level resolution authority (which for Member States of the Eurozone is the Single Resolution Board),³² the resolution authorities of a Member State where the parent company or a subsidiary of the parent institution is located, the resolution authorities of the Member State where a significant branch is located, the consolidating supervisor and prudential supervisory authority of the Member States where the resolution authority is a member, central banks of Member States as appropriate, ministries of finance of Member States as appropriate, and the deposit guarantee authority of a Member State where the resolution authority is a member of the college.³³ The EBA is a non-voting member of the college and resolution authorities of third countries may serve as observers.

The resolution college shall reach a joint decision on each of the following tasks : (1) approve group resolution plans for a financial institution,³⁴ (2) assess the resolvability of a financial institution,³⁵ (3) decide on the minimum requirement for own funds and eligible liabilities for a financial institution,³⁶ and (4) implement the group resolution plan as necessary.³⁷ The college meets in person at least once annually.³⁸

4. AML/CFT Colleges

5 - Because of recent money laundering scandals at EU banks,³⁹ the European Commission and the EBA have encouraged the formation of a third type of college : AML/CFT colleges. AML/CFT colleges are intended to « enhance cooperation and information exchange between various supervisors responsible for the supervision of cross-border financial institutions » and should be created « for each financial institution that operates in at least three different EU Member States. »⁴⁰

Members of the AML/CFT colleges include AML supervisors from EU Member States where the financial institution operates and the European Banking Authority as permanent members. Prudential supervisors, AML supervisors from third countries, and Financial Intelligence Units⁴¹ serve as observers in these colleges.⁴² AML/CFT colleges are encouraged to meet with that institution's prudential supervisory college.

Most AML/CFT colleges that have been created thus far supervise banks.⁴³ AML/CFT colleges are not yet mandated to make joint decisions like the other colleges but rather exchange information to identify risks related to money laundering or the financing of terrorism.⁴⁴ The AML/CFT colleges will coordinate on-site supervisory activities of a financial institution.⁴⁵

In 2021, 227 AML/CFT colleges were organized in the EU.⁴⁶ The EBA began closely monitoring 37 of these AML/CFT colleges in 2022 to determine their effectiveness and to encourage supervisory convergence.⁴⁷

The European Commission has proposed legislation that will create an Anti-Money Laundering Authority (« AMLA ») that would be the supervisor of « the riskiest cross-border financial selected obliged entities. »⁴⁸ The new AMLA is expected to directly supervise up to 40 financial institutions.⁴⁹ The AMLA will supervise these financial institutions (called « selected obliged entities ») using joint supervisory teams consisting of AMLA personnel and personnel from the national competent authorities responsible for AML/CFT regulation.⁵⁰ A JST coordinator designated by the AMLA will lead the joint supervisory team.⁵¹ These JST's are similar to the JST's used by the ECB's SSM to supervise cross-border banks operating in the Eurozone. The AMLA would also facilitate supervisory convergence related to anti-money laundering within the EU much like the EBA and the ECB's SSM do with the prudential supervision of EU banks.⁵²

Conclusion

6 - What are the preliminary effects of this proliferation of types of supervisory colleges ? Three types of colleges operate within the EU : prudential supervisory colleges (and their equivalent JST's within the SSM), resolution colleges, and AML/CFT colleges.⁵³

The membership of these colleges overlaps. Prudential supervisors and central banks that have supervisory responsibilities may serve on all three types of colleges whether as members or observers. This overlap consumes supervisors' time needed to prepare for and participate in college meetings, putting further strain on the limited supervisory resources available. Similarly, these supervisory colleges consume the resources and time of supervised financial institutions that are required to report to these colleges, or, on occasion, whose senior officers must attend supervisory college meetings.

To a certain extent, the duties of these colleges also overlap. Prudential supervisory colleges are responsible for the approval of the recovery plan of a financial institution. The resolution colleges are responsible for the approval of the resolution plan of a financial institution. However, the delineation of when a recovery plan is not successful and when a resolution plan comes into play is not

30. Directive 2014/59, 2014 O.J. (L 173).

31. EBA, EBA defines functioning of EU banking resolution colleges, 3 July 2015 <https://www.eba.europa.eu/eba-defines-functioning-of-eu-banking-resolution-colleges> The Financial Stability Board has called for the creation of a similar college – the Crisis Management Group – for global financial institutions. Financial Stability Board, Good Practices for Crisis Management Groups (30 Nov. 2021) <https://www.fsb.org/2021/11/good-practices-for-crisis-management-groups-cmgs-2/>

32. Single Resolution Board, About, Cooperation, Resolution College, <https://www.srb.europa.eu/en/content/cooperation>

33. Directive 2014/59, Art. 88(2).

34. Directive 2014/59, Art. 12.

35. Directive 2014/59, Art. 16.

36. Directive 2014/59, Art. 45h.

37. Directive 2014/59, Art. 88(1). Regulation 2016/1075, Art. 61-95, 2016 O.J. (L 184).

38. Regulation 2016/1075, Art. 56.

39. European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing the Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism, COM (2021) 421 final at 1.

40. EBA, Report on the Functioning of AML/CFT Colleges in 2021, Sec. 1.1.2 (EBA/REP/2022/18) (2022).

41. A Financial Intelligence Units is « a central national agency responsible for receiving, analyzing and transmitting disclosures on suspicious transactions to the competent authorities. » International Monetary Fund, Financial Intelligence Units : An Overview, at ix (2004).

42. European Banking Authority, AML/CFT Supervisory Colleges (Dec. 2021) https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/News%20and%20Press/Communication%20materials/Factsheets/1025034/Factsheet%20on%20AML%20Colleges.pdf

43. European Banking Authority, Report on the Functioning of Anti-Money Laundering and Counter-Terrorist Financing Colleges in 2021, 6 (EBA/REP/2022/18) (2021) [hereinafter 2021 AML College Report].

44. AMLA Regulation, Art. 29, COM (2021) 421 final (proposed legislation)

45. AMLA Regulation, Art. 29(1)(c).

46. European Banking Authority, 2021 AML College Report 6.

47. European Banking Authority, 2021 AML College Report 7.

48. European Commission, COM(2021) 421 final 12.

49. Council of the European Union, New EU Authority for Anti-money laundering : Council agrees its partial position, Press Release, 29 June 2022 <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/29/new-eu-authority-for-anti-money-laundering-council-agrees-its-partial-position/>

50. AMLA Regulation, Art. 15.

51. AMLA Regulation, Art. 15(2).

52. AMLA Regulation, Art. 5(3)(e).

53. The concept of a supervisory college has even been suggested as a tool to regulate global technology companies. Johannes Ehrentraud, et al., Big Tech Regulation : In Search of a New Framework, BIS Occasional Paper No. 20, 31.

always clear. Therefore, the passing of authority to resolve a financial institution in an orderly manner to the resolution college from the prudential supervisory college is not always clear. While the AML/CFT college focuses on the risks of money laundering or the financing of terrorism in a particular financial institution, the AML/CFT college also considers how these risks could affect the solvency of the institution. Prudential supervisory colleges are also concerned with the solvency of a financial institution. The division of these tasks among these three types of colleges at times can be difficult, and, therefore, accountability for any supervisory failures could be problematic.

The political reality within the EU currently makes this structure of different types of colleges necessary. The ECB's SSM does not have the legal authority to supervise AML/CFT activities necessitating the delegation of AML supervision to another EU agency. Member States remain concerned about taxpayer support for bail outs of banks, particularly for banks operating in other Member

States, as seen in the slow development of the Single Resolution Mechanism and the minimal progress on developing a true deposit insurance scheme across the Eurozone.⁵⁴ The Single Resolution Board, a separate legal entity, serves as the resolution authority within the Eurozone and has limited financial resources.⁵⁵ Therefore, resolution authorities of Member States, deposit insurance authorities of Member States, and sometime Member States' ministries of finance must authorize a bank bailout. Because these entities are typically not members of prudential supervisory colleges or AML/CFT colleges, resolution colleges are necessary. These fundamental financial concerns among Member States about bailing out banks operating in other Member States with taxpayer funds and the limited legal authority of the ECB regarding supervision of banks outside the eurozone necessitate the expedient and complex process of three types of colleges related to financial supervision within the EU.

Types of Colleges

	Supervisory College	Joint Supervisory Teams (JST) – European Central Bank and Anti-Money Laundering Authority	Resolution College	Anti-Money Laundering (AML/CFT) College
First Use	1970s	2014	2015	2020
Purpose	Review of risks and capital adequacy of cross-border financial institutions	Review of risks and capital adequacy of cross-border financial institutions within SSM	Orderly resolution of financial institutions	Prevention of money laundering
Source of Legal Authority	Directive 2013/36/EU, 2013 O.J. (L 176) Art. 116.	Council Regulation (EU) 1024/2013, 2013 O.J. (L 287) Art. 31.	Directive 2014/59/EU, 2014 O.J. (L 173) Art. 88 & 89.	Directive (EU) 2015/849, 2015 O.J. (L 141) Art. 57a(4).

54. Deposit Guarantee Directive, 2014/49/EU, 2014 O.J. (L 173), June 12, 2014.

55. Single Resolution Board Announces Amount of Contributions Made by Banks to Single Resolution Fund for 2022, July 9, 2022 <https://www.srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund-grows-eu137-billion-reach-eu66-billion>

9 L'évolution des garanties requises par l'Eurosystème en matière de refinancement



Maïlis PACHEBAT,
Avocat au barreau de Paris,
Associate en réglementation bancaire et financière
au sein du cabinet White & Case LLP



Benjamin DEGOUL,
Avocat au barreau de Paris,
Associate en Debt finance
au sein du cabinet White & Case LLP

Introduction

1 - Les opérations de politique monétaire font l'objet de plus rares développements juridiques que d'autres sujets tels que la réglementation bancaire et financière. Pourtant, il s'agit de problématiques qui concernent les directions juridiques des banques.

2 - Nous avons souhaité traiter de l'évolution du refinancement depuis la crise financière de 2008 et plus particulièrement de ses conditions auprès de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), que nous abordons tant au travers des évolutions relatives au collatéral, correspondant au régime juridique de remise en garantie et aux conditions tenant aux actifs éligibles depuis 2007, que sous le spectre d'une nouvelle évolution majeure à venir, à savoir le verdissement de ce dernier.

3 - L'Eurosystème est contraint par les statuts du Système Européen de Banques Centrales (« SEBC ») de demander des *sûretés appropriées* en échange des opérations de politique monétaire qu'elle consent¹. Selon la BCE², le caractère approprié de ces sûretés fait tant référence, d'une part, à des sûretés permettant de protéger l'Eurosystème d'éventuelles pertes résultant des crédits qu'elle consent, que d'autre part, au fait qu'un nombre suffisant d'actifs pouvant être mis en collatéral soit disponible afin qu'un large nombre d'entités puissent accéder aux liquidités de la banque centrale. Il s'agit ainsi de trouver un juste équilibre entre ces deux intérêts.

4 - D'un point de vue institutionnel le SEBC correspond au réseau des banques centrales de l'Union européenne et l'Eurosystème désigne la BCE ainsi que les banques centrales nationales (« BCN ») des États de la zone euro. Les orientations et instructions de la BCE s'adressent aux BCN qui agissent conformément à ces dernières, en les transposant ensuite en droit national, en vertu de l'article 14.3 des statuts du SEBC.

5 - L'Eurosystème fonctionne ainsi de manière décentralisée, de sorte que les remises en garantie sont, pour l'instant, encore soumises au droit français. Comme nous le verrons, des efforts sont faits depuis 1999 afin d'homogénéiser progressivement les conditions du collatéral dans la zone euro car celles-ci sont disparates. D'un point de vue institutionnel toutefois, l'état de fonctionnement

de l'Eurosystème est resté stable et n'a pas, a priori, vocation à changer à court terme.

6 - La mise en œuvre de la politique monétaire par l'Eurosystème repose notamment sur deux outils que sont les opérations d'*open market* et les facilités permanentes. Les opérations d'*open market* sont réparties en cinq catégories : les opérations principales de refinancement, les opérations de refinancement à plus long terme, les opérations de réglage fin et les opérations structurelles. Les facilités permanentes regroupent quant à elles à la fois la facilité de prêt marginal ainsi que la facilité de dépôt. L'Eurosystème exige des contreparties (c'est-à-dire particulièrement les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations) la fourniture de certaines garanties pour qu'elles puissent participer à certaines opérations notamment pour les opérations d'*open market* lorsqu'elles sont sous forme de cession temporaire (les opérations principales de refinancement et opérations de refinancement à plus long terme et les opérations de réglage fin) ou encore, par exemple s'agissant des facilités permanentes, la facilité de prêt marginal.

1. Les évolutions de la politique de collatéral depuis 2008

A. - Le régime des opérations de garantie

7 - Comme il sera étayé ci-dessous, les actifs susceptibles d'être remis en garantie à l'Eurosystème sont essentiellement les titres négociables, ainsi que les créances dites privées.

8 - La remise en garantie des titres négociables peut suivre deux modalités opérationnelles différentes. La remise en garantie peut correspondre à de l'*earmarking*, ce qui implique que les actifs sont remis en garantie au moyen de l'affectation à une transaction précisément identifiée. Dans le cadre du système de *pooling* (ou système de mise en réserve commune), la contrepartie alimente une réserve suffisante sur ces actifs, qui ne sont pas liés à des opérations spécifiques.

9 - La Banque de France a adopté le système de l'*earmarking* en 2008 avec l'adoption du système 3G (gestion globale des garanties). Ce système présente deux avantages : d'une part, il permet une gestion opérationnelle plus facile du collatéral, et d'autre part, il réduit le nombre d'appels de marge réalisés par la Banque de France. Ce passage au système 3G et au *pooling* n'a pas affecté la remise en garantie de créances privées.

10 - Le passage au *pooling* suppose de recourir au nantissement et non à la pension livrée. Aux débuts de l'Eurosystème, la Banque de France avait adopté le système de la pension livrée pour les titres négociables et les cessions Dailly pour les créances privées. Le mécanisme de la pension livrée avait été favorisé à l'époque car il

1. Article 18.1 des statuts disposent : « Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent : [...] effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts ». [https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_fr.pdf]

2. ECB, The Eurosystem Collateral Framework throughout the crisis, ECB Monthly Bulletin July 2013. [https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_fr.pdf]

répondait mieux aux impératifs de protection de l'Eurosystème, alors que le nantissement n'offrait pas les mêmes garanties pour la protection des avoirs de la banque centrale³.

11 - Ce passage de l'*earmarking* au *pooling* correspond à l'évolution au sein de la zone euro depuis 2007. Tel que le relève la BCE, tandis qu'en 2007⁴, on observait un mélange de solutions recourant au *pooling* et d'autres à l'*earmarking*, c'est aujourd'hui l'*earmarking* qui domine.

12 - C'est d'ailleurs une évolution qui va être généralisée par le passage au *European Collateral Management System* (« **ECMS** »). Ce dernier devait être mis en place en novembre 2022 mais cette date a été décalée à avril 2024⁵.

13 - Ce système va généraliser l'*earmarking* et représente une évolution majeure dans le sens d'une intégration européenne plus dense en matière de politique monétaire. En effet, il vise à établir une plateforme commune qui remplacera les 19 systèmes de gestion du collatéral aujourd'hui employés par les différentes BCN. Un premier projet avait échoué en raison des disparités juridiques très importantes entre les différents États membres en ce qui concerne la remise en garantie. Notamment, les conditions de remise en garantie des créances privées étaient très disparates entre les différentes banques centrales. Il s'agit d'une évolution majeure vers une plus grande intégration financière en Europe. Toutefois, il s'agit plus d'une évolution technique qu'institutionnelle : formellement, l'Eurosystème restera décentralisé.

14 - S'agissant de leur régime contractuel, les opérations de garantie en France font l'objet de la convention mise à disposition par la Banque de France⁶.

15 - La nature du contrat de garantie dépend de la nature de l'actif remis en garantie.

16 - Les créances privées font l'objet d'une remise en pleine propriété à titre de garantie sur le fondement de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Jusqu'en 2015, les remises de créances privées en garantie étaient soumises au régime de la cession Dailly.

17 - En ce qui concerne les titres financiers, ceux-ci font l'objet d'un nantissement soumis lui aussi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Cette transition a été permise par le renforcement des protections offertes au créancier nanti au cours des années 2000, par l'adoption notamment de la directive Collatéral en 2002 et la réforme de droit des sûretés opérée en droit français en 2006.

18 - La protection légale de ces garanties a été harmonisée au fur et à mesure : l'article L. 141-4 alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier, introduit en 2001, dispose tout d'abord que l'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales ne sont pas affectées par l'ouverture d'une procédure collective. L'absence d'effet des procédures collectives sur l'opposabilité de ces créances reprend le droit applicable aux garanties financières, et produit les mêmes effets que l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

19 - Ensuite, l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier dispose qu'aucun droit de compensation ne peut engendrer l'extinction de ces créances remises en garantie. Cet alinéa a été introduit en 2016 seulement par la loi du 9 décembre 2016 (dite Sapin II). D'après l'exposé des motifs, il s'agissait surtout, dans le cas des créances privées sur des déposants par les banques, de parer la « *possibilité pour un emprunteur de déduire du montant*

de sa dette envers sa banque les dépôts qu'il détient auprès de celle-ci »⁷. De ce point de vue-là, la protection du bilan de la Banque de France a été accrue.

20 - Les évolutions des conditions de remise en garantie vont donc dans le sens d'une plus grande intégration européenne, bien que l'Eurosystème reste encore décentralisé, malgré le projet ECMS qui reste à ce stade essentiellement un projet d'infrastructure. On peut s'interroger sur la question de savoir quand s'amorcera un mouvement de plus grande intégration institutionnelle de l'Eurosystème. La question est toutefois éminemment politique. Le mouvement tend également vers une plus grande flexibilité pour les contreparties bancaires aux opérations de refinancement en ce qui concerne le collatéral, tout en renforçant la sécurité des avoirs de l'Eurosystème.

B. - Le régime juridique applicable à la nature des actifs remis en garantie et son évolution

21 - Les BCN appliquaient jusqu'en 2007 un dispositif de garanties à deux niveaux leur permettant de déterminer quels actifs pouvaient être octroyés en garantie par les contreparties pour leurs opérations de refinancement. Cette dichotomie a été modifiée le 1^{er} janvier 2007, marquant la fin du dispositif qui était en place depuis le début de la troisième phase de l'Union économique et monétaire. En France, la décision n° 2007-05 a introduit cet abandon au profit d'une distinction cette fois entre les critères applicables aux actifs négociables et aux actifs non négociables, se trouvant désormais respectivement au titre II et III de la décision n° 2015-01 du 22 avril 2015 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire et du crédit intrajournalier de la Banque de France (ci-après la « **Décision de 2015** ») et transposant l'orientation BCE/2014/60 (ci-après l'« **Orientation de la BCE** »). L'Eurosystème accepte depuis sa création, ce qui n'est pas le cas des autres banques centrales occidentales, un large éventail d'actifs en garantie de toutes ses opérations de crédit qui est dû à la diversité des tailles des marchés économiques, des caractéristiques juridiques des États membres et des différences de stades de développement des marchés financiers de la zone euro.

22 - Les actifs négociables qui peuvent être utilisés à des fins de garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème par les contreparties sont des titres de créance qui, par mesure de transparence, sont publiés et répertoriés chaque semaine par la BCE sur son site internet. Avant de pouvoir bénéficier du précieux sésame, les actifs négociables doivent remplir des critères qui se trouvent notamment aux articles 60 à 88 de la Décision de 2015, et qui vont de leurs devises aux marchés sur lesquels les titres sont admis à la négociation. Parmi les critères historiques d'éligibilité de la liste dite « unique », on retrouve notamment : la nécessité d'un montant principal et inconditionnel, l'absence de subordination des titres aux droits des détenteurs d'autres titres de créance d'un même émetteur, la fourniture d'une garantie, l'établissement de l'émetteur dans un pays jugé satisfaisant par l'Eurosystème pour la préservation de ses droits. Certains des critères d'éligibilité des actifs négociables se recoupent avec ceux applicables aux actifs non négociables qui contrastaient pourtant de par leur traitement dans la mesure où ils étaient directement relégués au niveau deux de l'ancien dispositif de garantie avant 2007. Depuis, la Décision de 2015 distingue trois catégories d'actifs non négociables, à savoir les créances privées⁸, les dépôts à terme, ainsi que les titres de créance adossés à des créances hypothécaires sur des particuliers

3. G. Goffinet, La gestion globale des garanties, Bulletin de la Banque de France, avril 2008. [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-de-la-banque-de-france_172_2008-t2.pdf]

4. *Ibid.* 2.

5. BCE, Communiqué de presse, Eurosystème reschedules launch of new collateral management system, décembre 2022. [<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr2212028a49cbe9.fr.html>]

6. Convention d'accès aux opérations de politique monétaire et de crédit intrajournalier de la Banque de France.

7. Sénat, Projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, Avis n° 710 (2015-2016), fait au nom de la commission des finances, déposé le 22 juin 2016. [<https://www.senat.fr/rap/a15-710/a15-710.html>]

8. Une créance privée est définie comme « une dette d'un débiteur vis-à-vis d'une contrepartie » (article 89 de la Décision de 2015). [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/decisions-gouverneur-sebc_2015-01_2015-04-30.pdf].

(*retail mortgage-backed debt instruments* – RMBD)⁹. Les actifs non négociables sont pleinement intégrés dans le système de garantie et largement mobilisés par les contreparties pour les opérations de l'Eurosystème dont elles bénéficient, ce qui a porté le montant total moyen des encours de la BCE à plus de 2.126 milliards d'euros à la fin du troisième trimestre de 2022 contre 556 milliards d'euros en 2008¹⁰. Une différence fondamentale de traitement entre les actifs négociables et les actifs non négociables continue de perdurer et elle concerne les mesures prises par l'Eurosystème afin de contrôler les risques. La Décision de 2015 classe effectivement les actifs négociables¹¹ et les actifs non négociables¹² dans des catégories d'échelons, les premiers en particulier selon le type d'émetteur et le type d'actif mobilisé en garantie, les seconds selon la catégorie à laquelle lesdits actifs appartiennent. C'est en fonction de l'échelon attribué, que l'Eurosystème applique une décote, c'est-à-dire une réduction de la valeur des garanties en fonction de leur niveau de risque, qui oblige les contreparties à mobiliser davantage d'actifs éligibles en garantie par rapport au montant total de leur participation aux opérations de l'Eurosystème.

23 - Les actifs éligibles permettent de protéger l'Eurosystème des éventuelles pertes pouvant être subies dans le cadre de ses opérations de crédit. Les différentes crises économiques et financières ont contraint l'Eurosystème à modifier les règles applicables aux actifs éligibles. Les mesures communes à ces crises sont tout particulièrement l'ajout et le retrait d'actifs éligibles mais aussi l'abaissement des critères de notation qui ont permis de répondre aux besoins opérationnels des contreparties. Depuis 2007, les crises ont forcé l'Eurosystème à revoir et actualiser ses pratiques en matière de garantie de ses opérations. Plus récemment, les mesures de l'Eurosystème durant la pandémie liée à la COVID-19 ont permis à la fois d'offrir aux institutions la possibilité d'utiliser des portefeuilles d'actifs qui n'étaient pas éligibles auparavant, facilitant ainsi la participation aux opérations de refinancement des contreparties tout en soutenant le flux de crédit vers l'économie réelle. La politique de collatéral de l'Eurosystème est devenu un véritable instrument de politique monétaire à part entière qui est mobilisé depuis la crise économique et financière de 2008 de manière systématique, même en dehors des crises, afin de mettre en œuvre la politique monétaire de la BCE.

24 - Pour autant, ces adaptations récurrentes et l'inflation des critères ont complexifié le processus de refinancement des contreparties de l'Eurosystème qui doivent en pratique se doter d'équipes dédiées à l'audit juridique et financier des contrats sous-jacents aux actifs potentiellement éligibles.

2. Un nouvel enjeu : le verdissement de l'action des banques centrales par le biais de la politique de collatéral

A. - La question du mandat de l'Eurosystème

25 - Une question importante se pose au sujet du mandat de la BCE, qui est celle de savoir si cette dernière dispose des attributions afin d'agir pour la décarbonation de son bilan.

26 - La question de savoir si l'Eurosystème agit dans les limites de son mandat n'est pas sans incidence juridique, puisqu'on assiste depuis une dizaine d'années à l'émergence d'un contentieux en la matière. Ce contentieux ne porte pas sur la politique de collatéral mais sur le sujet, plus médiatisé, des programmes de rachat de titres et la question de certaines interventions de la BCE en matière de politique monétaire. L'arrêt le plus emblématique à ce sujet est sans doute l'arrêt *Gauweiler*, rendu par la Cour de justice de l'Union européenne (« CJUE ») en 2015¹³. La CJUE rappelle ainsi que « le traité FUE ne contient aucune définition précise de la politique monétaire mais définit à la fois les objectifs de politique monétaire et les moyens dont dispose le SEBC pour mettre en œuvre cette politique ». Tel que le rappelle la Cour dans cette décision, en vertu des articles 127(1) et 282(2) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, l'objectif principal de la politique monétaire de l'Union est le maintien de la stabilité des prix. Également, ces articles disposent que le SEBC, sans préjudice de cet objectif, apporte son soutien aux politiques économiques générales de l'Union. Dans l'affaire *Gauweiler*, tout l'enjeu était de savoir si l'annonce d'un projet d'achat de titres ressortait de la politique monétaire ou de politique économique, qui ne constitue pas l'objectif principal du SEBC. La CJUE a eu l'occasion de rappeler qu'une « mesure de politique monétaire ne peut être assimilée à une mesure de politique économique en raison du seul fait qu'elle est susceptible de produire des effets indirects pouvant également être recherchés dans le cadre de la politique économique »¹⁴.

27 - En ce qui concerne le verdissement de la politique de collatéral et de sa pertinence au regard du mandat donné à l'Eurosystème : aujourd'hui, selon une doctrine apparaissant comme majoritaire, le principe du verdissement de sa politique monétaire entre dans le champ du mandat de l'Eurosystème, déjà au titre de la stabilité des prix, le changement climatique étant susceptible d'avoir une incidence directe sur l'inflation¹⁵. Ensuite, la BCE elle-même exprime que de telles mesures visent à mieux tenir compte du risque financier lié au climat pesant sur le bilan de l'Eurosystème¹⁶.

28 - L'argument de protection du bilan de la banque centrale permet également de justifier une telle initiative au regard du principe de neutralité des opérations conduites par l'Eurosystème. Le principe de neutralité est un principe guidant l'action de l'Eurosystème, qui consiste dans une action « neutre par rapport au marché sur le plan opérationnel pour garantir le bon fonctionnement de ses canaux de transmission, ce qui signifie que la banque centrale ne cible pas d'objectifs sociaux ou sectoriels spécifiques »¹⁷.

29 - Au demeurant, l'idée que les risques liés au changement climatique peuvent nuire à la sécurité financière fait largement écho à la récente proposition d'intégration des risques climatiques dans les normes prudentielles applicables aux établissements de crédit¹⁸. Ces évolutions constituent une évolution majeure dans la conception des risques qu'encourent les institutions financières de manière générale, qui n'était pas du tout abordée en 2008. Il en

9. Un RMBD est défini comme « un billet à ordre ou un effet de commerce garanti par un ensemble de prêts immobiliers résidentiels, qui ne correspond pas totalement à un actif titrisé » (article 107 de la Décision de 2015) [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/decisions-gouverneur-sebc_2015-01_2015-04-30.pdf].

10. European Central Bank, « Eurosystem Collateral Data », [https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/charts/html/index.en.html].

11. Article 129 de la Décision de 2015. [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/decisions-gouverneur-sebc_2015-01_2015-04-30.pdf].

12. Article 131 de la Décision de 2015. [https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/decisions-gouverneur-sebc_2015-01_2015-04-30.pdf].

13. CJUE, 16 juin 2015, aff. C-62/14, *Gauweiler*.

14. CJUE, 11 décembre 2018, aff. C-493/17, *Weiss et a.*

15. F. Elderson, Vers une politique monétaire plus « verte », Le Blog de la BCE, février 2021. [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog2102137c26af8606.fr.html].

16. BCE, Communiqué de presse, La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire, juillet 2022. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr2207044f48a72462.fr.html].

17. F. Villeroy de Galhau, *Climat : les banques centrales se mobilisent*, Revue de la stabilité financière n° 23, juin 2019.

18. Voir la proposition de modification de la directive CRD : Proposal for a Directive amending Directive 2013/36/EU, COM/2021/663 final, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663] et la proposition de modification du règlement CRR : Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) 575/2013, COM/2021/664 final, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:14dcf18a-37cd-11ec-8daf-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF].

ressort que l'Eurosystème et la Banque de France sont résolument engagés à faire évoluer ces aspects de la politique monétaire, tel que François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, l'énonçait : « *La prise en compte du changement climatique par l'Eurosystème n'est ni un abus de mission, ni une simple conviction militante ou une mode ; c'est un impératif que nous devons poursuivre au nom même de notre mandat actuel et pour assurer la bonne mise en œuvre de la politique monétaire* »¹⁹.

30 - Sans doute, et à la différence du contentieux portant sur les politiques de rachat de titres, un contentieux sur la politique de verdissement du collatéral ne serait pas initié par des particuliers (à l'inverse du contentieux autour des politiques d'achats de titres, plus médiatisé) mais par des établissements de crédit. Toutefois, au regard du mouvement général d'intégration des risques liés au changement climatique dans les risques encourus par les institutions financières, il semble peu probable qu'une telle politique de verdissement au niveau du collatéral soit considérée comme excédant les limites du mandat de la BCE.

B. - Les initiatives prises en matière de verdissement du collatéral

31 - Les seules informations officielles sont pour l'instant issues de deux communiqués de presse de la BCE en date de juillet 2021²⁰ et juillet 2022²¹ dans lequel l'institution aborde rapide-

ment la nécessité de prendre en compte les risques liés au changement climatique et d'inscrire de nouveaux critères dans ses dispositifs d'évaluation et de contrôle des risques applicables aux actifs utilisés en garantie par les contreparties. Cette prise en considération des risques devrait entrer en vigueur en 2024 et consisterait en la réduction de la part des actifs qui sont émis par des entreprises non financières ayant une empreinte carbone élevée et pouvant être apportés en garantie par les contreparties. À ce titre, la BCE n'accepterait notamment que des actifs en garantie émis par des débiteurs respectant la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD). Néanmoins, dès cette année, l'Eurosystème tiendra compte des risques liés au changement climatique lors de ses révisions des décotes appliquées aux obligations d'entreprise utilisées comme garanties²². D'un point de vue pratique, le marché a vu émerger des avenants aux contrats de financement existants pour introduire des indicateurs de performance verts pour correspondre aux futures nouvelles exigences de la BCE.

32 - Il est proposé à ce stade par François Villeroy de Galhau que les titres souverains soient exclus de ce dispositif : c'est-à-dire que les titres émis par des États émettant beaucoup de carbone ne seraient pas concernés par une éventuelle exclusion du collatéral accepté par l'Eurosystème²³. Une telle mesure, qui permettrait *in fine* à l'Eurosystème de jauger la performance des États en matière de gestion du risque climatique, est particulièrement difficile à mettre en œuvre et pourrait placer la BCE dans une situation politique délicate – bien que cette dernière ait démontré son indépendance à plusieurs reprises, en écartant certains titres souverains lorsqu'elle l'a jugé nécessaire.■

19. F. Villeroy de Galhau, Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie, 11 février 2021. [https://www.banque-france.fr/intervention/le-role-des-banques-centrales-dans-le-verdissement-de-leconomie].

20. BCE, Communiqué de presse, La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire, juillet 2021. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1f104919225.fr.html].

21. *Ibid.* 14.

22. L'application d'une décote consiste à réduire la valeur des garanties en fonction de leur niveau de risque.

23. *Ibid.* 16.

10 The way ahead for the Banking Union : not just black or white, but a push to build real progress



Isabelle VAILLANT,
Director of Prudential Regulation and Supervisory Policy at the European Banking Authority

This article focuses on the steps needed to effectively complete the development of the Banking Union, from a crisis management perspective. In particular, this article will cover : (i) the progress achieved so far in regard to the creation of an EU crisis management framework to deal with failing or failed banks ; (ii) the need for improvement to further strengthen the resolution framework and to address the current gaps as a precondition for further development of the banking union, and (iii) the importance of the Crisis Management and Deposit Insurance review as a next key step to finalise the framework and the EBA role.

1 - The creation of the Banking Union in 2012 has been a crucial step to place the European banking sector on more sound footing after the 2008 global financial crisis, and in reaction to the EU sovereign debt crisis. This initiative laid the foundation for common supervisory and resolution mechanisms with the establishment of a Single Supervisory Mechanism in 2014, followed by a Single Resolution Board at the beginning of 2015. Its third pillar, a single European Deposit Insurance Scheme (EDIS), is unfortunately still missing, preventing full completion of the framework.

1. EU crisis management framework : significant progress achieved

2 - In the area of crisis management, the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), which came into force at the beginning of 2015, established a modern framework in the EU for dealing with failing or failed banks.

After the public sector interventions of the financial crisis, the EU resolution regime has aimed to protect public funds by minimizing the reliance on extraordinary public financial support to failing banks. To achieve this objective, the BRRD framework provides powers to resolution authorities to impose losses on investors in failed banks while ensuring the critical operations of the bank can continue. In order to support the implementation of the resolution strategy, all banks must build up minimum requirements for own funds and eligible liabilities (MREL) levels to ensure that, in case the bank fails, the resolution authority can use these financial resources to absorb losses and recapitalise the continuing business.

All jurisdictions within the EU now have authorities dedicated to resolution, dealing exclusively with planning for the failure of institutions and the execution of such plans. Their actions, along with additional powers given to supervisory authorities to intervene early in stressed banks, as well as obligations on banks to maintain their own recovery plans, transform the landscape for handling idiosyncratic and systemic failures. The actions of those authorities working with the precious support of banks mean that banks are now in a fundamentally better place, thanks to the significant work that has been undertaken preparing for crisis situations and resolution.

In terms of resolution planning, significant progress has been achieved thanks to MREL. MREL has been set by resolution authorities, and interim targets have currently been met by the majority of banks.

Resolution planning has also continued to develop with important progress in key areas, such as the bail-in tool and its execution, operational continuity arrangements, maintenance of access to financial market infrastructures, and the development of management information capabilities to support resolution.

2. Further improvement of the framework needed

3 - That being said, it is also important to acknowledge that the process is not complete. Resolution is complex to execute, and it is too early to be complacent.

The recent crisis events represent an important testing moment of the regulatory framework in place, and lessons learnt from the few cases of application of the European resolution framework have pointed to some inconsistencies and misalignments in need of being addressed.

Areas to improve upon. Strengthening the crisis management framework is essential to improve its effectiveness, and to ultimately complete the Banking Union. Resolving banks in a uniform way across the European member states would increase trust among authorities reducing the need for ring-fencing behaviors while ensuring uniform treatment of creditors.

While the recent crisis cases have shown that the framework is well-grounded, some areas for improvement have emerged, nevertheless. The following are four important areas where changes are needed.

First, in relation to the largest banks in the EU, there exists a need to achieve high levels of resolvability so that in order to ensure that when such banks encounter difficulties, it is possible to manage their failures effectively.

To support this objective, the EBA has published guidelines on resolvability and transferability that should be complied with by all EU banks by January 1, 2024. The EBA is also working on guidelines for testing resolvability that aim to frame how resolution authorities should gain assurance of institutions' capabilities in

order to support the execution of the preferred resolution strategy. In this context, the need to increase the overall transparency of the resolution framework is increasingly evident to improve its credibility via greater predictability and a broader understanding by a wider audience.

Second, there exists a need for a harmonised insolvency regime for banks in the EU. The variation in domestic insolvency requirements across the EU creates a situation where the liquidation of similar banks in different jurisdictions is likely to generate dissimilar outcomes. This can be due to differences in areas such as the grounds for insolvency, the procedures and tools that are available, and sources of external funding that may be available. Also, many national insolvency regimes – which normally have general application to corporate entities and are not bank specific – are not aligned with the provisions of the BRRD. This can result in a situation where the Directive's requirements that deem a bank as 'failed' or 'likely to fail' are inconsistent with the domestic regime for determining insolvency.

In addition, differences in the hierarchy of liabilities in insolvency across Member States add complexity and highlight the undesirable differences in treatment among creditors and investors in banking crises in a cross-border context. Besides the level playing-field issues, these differences stand in the way of a fully integrated market and contradict the objectives of the Banking Union. Relatedly, there is also the issue of divergences in approach to the public interest assessment that determines whether a failing bank will be resolved using the resolution tools, or liquidated. More harmonisation on this aspect would introduce greater predictability and increase trust between home and host authorities. This is of particular relevance to mid-sized banks and banks with cross-border presence.

Third, there is a need to allow for broader use of deposit guarantee scheme (« DGS ») resources and resolution funds to support the resolution. Currently, the hurdles to using such funds in resolution are so great, that these funds are hardly if ever used for this purpose. In practice, the use of DGS funds is restricted mainly to payouts. More flexibility in this respect would provide the authorities with the possibility to apply the most efficient tools and avoid value destruction in bank failures. In particular, those funds could support the use of transfer tools for medium-sized banks, broadening the application of the resolution framework and building a level playing-field. Broader use of DGS resources in resolution would however need to be subjected to clear and consistent access conditions. It would also be imperative that wider use of DGS resources would not compromise the DGS position in particular with regards to the so-called « least-cost test » (LCT) that would need to be harmonized as much as possible at the EU level.

The EBA has contributed to this issue in its response to the European Commission's call for advice, showing how in scenarios other

than DGS payouts, under the current framework (i) funds levied for the DGS and resolution funds are only accessible in very few cases, and thus they impose costs to the industry with limited potential benefits and (ii) changes in the creditor hierarchy can help make these funds accessible without lowering the level of protection of depositors.

Finally, there is a need to further strengthen and harmonise deposit protection rules. While the agreement on the third pillar of the Banking Union – the European Deposit Insurance Scheme – remains elusive, this pillar is essential to continue strengthening the framework to ensure that where depositor payouts are needed, they are executed as efficiently as possible. This matters because maintaining the trust of depositors in the deposit guarantee is essential for maintaining financial stability.

The EBA has supported the European Commission in its review of the current DGSD and made over a hundred recommendations as to how to improve the current framework, including clearer and better information for depositors, improved transparency concerning DGS funding, and clearer, more harmonised rules on complex or specific cases, such as failures where there are money laundering concerns.

3. The way forward

4 - Against this backdrop, strengthening the crisis management and deposit insurance framework (« CMDI ») in alignment with the objectives of the European Commission targeted review certainly represents an important step forward towards completing the framework and improving its effectiveness and coherence. Improving the quality of the framework is essential to push progress, foster consistency, and reduce fragmentation and divergences across the Banking Union.

While these issues related to the crisis management framework are important, they remain a part of the wider agenda on enhancing the Banking Union. For the regime to deliver on its objective, it is essential that the third pillar of the regime, a common deposit insurance scheme, is completed. Additionally, the way needs to be paved to foster effective integration of cross-border activities and the single market by allowing the free and effective movement of capital and liquidity across borders. In this way, the full benefits of the Single Market can be gained and resolution of failed banks can occur through straightforward loss transfer mechanisms.

Significant progress has been achieved on the Banking Union and we are not far from the finishing line. A final push is now needed to complete the process in order to fully deliver its benefits and strengths. ■

Régulation des marchés financiers



11 Regards croisés sur l'évolution de la réglementation financière depuis la crise de 2008



Entretien avec
Jean-Baptiste POULLE ¹



Nicolas SPITZ ²



Arut KANNAN ³



et
Arthur GAUTIER ⁴

La Revue des Juristes de Sciences Po (RJSP) : Pensez-vous que la crise financière de 2008 est née, ou a été favorisée, par une réglementation défaillante des marchés financiers ?

Jean-Baptiste Poulle (JBP) : On cherche toujours les causes, pour ne pas dire les « responsables », à chaque crise. Et chercher si la réglementation est à l'origine de la crise, pourrait laisser penser que la réglementation financière a uniquement pour but de prévenir les crises. Or, la réglementation financière ambitionne aussi d'offrir aux acteurs du marché un cadre permettant l'innovation, le développement de nouveaux produits, de nouveaux services, qui sont autant de sources de croissance.

À cet égard, on oublie trop souvent que la crise dite des « subprimes » – point de départ de la crise financière de 2008 – trouve son origine dans la volonté politique de favoriser l'accès à la propriété des ménages américains les plus modestes. Le mécanisme de la titrisation – innovant à l'époque – y a notamment contribué.

Le législateur et les autorités de régulation des marchés financiers cherchent à maintenir le meilleur équilibre possible entre, d'une part, l'intérêt des épargnants et le bon fonctionnement des marchés et, d'autre part, un cadre attractif et compétitif pour les acteurs financiers. Mais c'est un équilibre instable car le droit court après l'innovation. C'est aussi un équilibre fragile car il implique que les autorités et les régulateurs aient une vue claire des pratiques sur les marchés pour anticiper et proposer le meilleur environnement normatif.

Or, avec le recul, on peut dire que le manque de transparence ainsi que l'absence de cadre réglementaire adapté concernant le pouvoir des autorités, notamment en cas de difficultés touchant les établissements financiers les plus importants, sont deux sujets majeurs sur lesquels la réglementation s'est révélée défaillante. Un rapide coup d'œil aux textes qui suivirent la crise de 2008 permet de s'en convaincre.

Sans s'appesantir sur la problématique des conditions d'octroi des prêts aux États-Unis, la crise de 2008 a malheureusement montré, entre autres, que les opérations de titrisation étaient opaques, mal évaluées par les agences de notation, ainsi que la réglementation prudentielle des banques était inadaptée voire trop permissive en matière d'effets de levier, et le mélange des activités de négociation pour compte propre et des activités de banque de détail au sein de certaines banques américaines (à l'issue de l'abrogation du Glass Steagall Act) était une source de risque. Enfin bien sûr, on peut rappeler que la transparence sur les opérations sur dérivés était insuffisante, car celles-ci étaient le plus souvent négociées de gré à gré. Il était difficile de prévoir qu'elles pourraient mettre en risque des contreparties financières majeures, qui n'avaient pas anticipé que la dégradation de leur

notation entraînerait des appels de marge massifs auxquels elles ne seraient plus en mesure de répondre dans un marché interbancaire devenu illiquide.

En tant que praticien, ce que l'on a pu observer également, c'était l'hyperspécialisation des compétences, le développement de pratiques en silo, parfois l'absence de compréhension à une échelle macro-économique.

Finalement, le courant libéral des années 2000, plus pressant sur certains pans de l'industrie financière, reposait sur la conviction que l'autorégulation ou, pour le dire autrement, la libre poursuite des intérêts particuliers aurait dû concourir au bon fonctionnement des marchés. D'une certaine manière, c'était la théorie de la main invisible d'Adam Smith. La crise de 2008 a remis en cause cette vision peut-être trop optimiste : il s'en est suivi plus de régulation, plus de pouvoirs confiés aux régulateurs, plus d'obligations de transparence.

RJSP : Comment les autorités ont réagi à la suite de la crise financière ?

Nicolas Spitz (NS) : Devant la gravité de la situation (faillite ou quasi-faillite d'établissements financiers d'envergure mondiale comme Lehman Brothers, Bear Stearns ou AIG, la perte de confiance des acteurs financiers dans le système entraînant l'effondrement de la liquidité sur le marché interbancaire, des répercussions mondiales sur l'économie, etc.), les pouvoirs publics des grandes puissances économiques ont fixé dans l'urgence des objectifs ambitieux lors des sommets du G20 de 2008 et 2009 (Sommet de Pittsburgh) ou via le Comité de Bâle. Pour mettre en œuvre ces objectifs, les législateurs et régulateurs ont adopté des paquets réglementaires qui refondent les grands textes de la réglementation financière européenne : MIF 2, EMIR, SFTR, CRD IV/CRR, AIFM, etc.

Ils ont toutefois dû s'y reprendre à plusieurs reprises. En effet, l'expression « *do it and fix it* » a été utilisée pour décrire cette méthode de réglementation. Afin de répondre à l'urgence et pallier les carences de la réglementation, les réformes ont été adoptées rapidement, quitte à être revues pour retirer ou aménager des mesures qui s'avéraient être trop restrictives ou avec des impacts négatifs trop forts. Par exemple, MIF 2 a été adoptée assez rapidement après la crise (en 2014) mais son entrée en vigueur a été reportée jusqu'en 2018 pour permettre aux acteurs de s'adapter, étant précisé que certaines mesures attendent encore leur mise en œuvre. Ce texte reste en évolution, notamment avec le récent « *Quick Fix* » et actuellement avec « *MIF 2 refit* » qui est en cours d'adoption.

Toutefois, il serait réducteur de ne voir en ces réglementations que de simples réponses à la crise, adoptées dans l'urgence. Les pouvoirs publics et les régulateurs ont profité de ce *momentum* pour corriger profondément certaines pratiques des acteurs financiers.

Là encore, MIF 2 est un bon exemple. D'une part, le règlement MiFIR, traitant des infrastructures de marché, visait, entre autres, à répondre aux enjeux en matière de transparence qui ont été

1. Avocat associé, Spitz Poulle Kannan.

2. Avocat associé, Spitz Poulle Kannan.

3. Avocat associé, Spitz Poulle Kannan.

4. Avocat, Spitz Poulle Kannan.

rappelés par Jean-Baptiste. D'autres part, MIF 2 a renforcé la protection des investisseurs en clarifiant les obligations des intermédiaires lors de la commercialisation des produits financiers.

RJSP : Si la crise financière trouve son origine dans la crise immobilière aux États-Unis, le rôle joué par les produits dérivés dans la propagation de la crise est bien connu. Pourriez-vous nous expliquer pourquoi et comment la réglementation sur ces produits a été renforcée ?

NS : Le rôle des produits dérivés comme catalyseur de la crise de 2008 a été décrit dans de nombreuses publications mais aussi dans des films comme « *The Big Short* ».

Les contrats dérivés négociés de gré à gré (dits « *OTC* » en anglais) sont, par définition, des contrats conclus en dehors des marchés régulés. Ils permettent de s'exposer financièrement à l'évolution de la valeur d'un actif ou d'un sous-jacent (une action, une matière première, une devise, un indice, une obligation émise par un véhicule de titrisation, etc.) sans acquérir ce sous-jacent.

Au moment de la crise, ces contrats étaient notamment utilisés par des acteurs financiers pour s'exposer aux *subprimes* sans être directement impliqués dans l'octroi de ces prêts et sans que les autres acteurs ni les régulateurs ne soient en mesure de connaître leur exposition. Ce manque de transparence a été à l'origine de la crise de confiance entre les intervenants des marchés en 2008.

Le législateur européen, dans le sillage des mesures adoptées au niveau mondial, a voulu réduire les risques liés aux dérivés *OTC* par l'adoption en 2009, au lendemain de la crise, du règlement EMIR.

Pour renforcer la transparence du marché des produits dérivés, EMIR impose tout d'abord aux professionnels des marchés l'obligation de déclarer leurs positions sur dérivés cotés et non cotés, de manière à donner aux autorités de régulation une vue consolidée sur la répartition des risques entre les acteurs.

EMIR impose ensuite la compensation des contrats dérivés les plus standardisés, c'est-à-dire qu'une fois conclue entre deux acteurs, une chambre de compensation (désignée comme une « contrepartie centrale ») vient s'interposer entre eux pour devenir leur seule contrepartie et ainsi appliquer ses règles (notamment des appels de marge en garantie). Toutefois, cette mesure a pu être critiquée car elle aboutit à une concentration des risques sur ces contreparties centrales qui ne sont pas toujours situées dans l'Union européenne, notamment depuis le Brexit.

D'autres obligations ont été adoptées comme des obligations d'échanges de marges pour forcer les acteurs à limiter leurs expositions sur une même contrepartie.

Intervenant dans la négociation de la documentation juridique des produits dérivés, nous avons pu observer les conséquences pratiques de ces nouvelles réglementations. Avant EMIR, la documentation des contrats dérivés *OTC* était largement le fruit de la négociation contractuelle entre les parties (le plus souvent à partir de modèles standardisés proposés par des associations professionnelles comme l'ISDA). À la suite de l'entrée en vigueur d'EMIR, l'intégration des nouvelles contraintes réglementaires en matière de produits dérivés a impliqué un étoffement de la documentation juridique de ces opérations. Il a alors fallu faire œuvre de pédagogie pour expliquer ces contraintes aux équipes *business* des établissements financiers, puis à leurs clients.

RJSP : Vous avez fait référence à MIF 2, est-ce que cette réglementation a atteint ses objectifs et comment les acteurs français l'ont-ils mise en œuvre ?

JBP : Comme vous le savez, MIF 2 est, pour simplifier à l'extrême, structurée autour de deux grands volets : le premier concernant les infrastructures de marché où sont exécutées les opérations sur instruments financiers et le second concernant la protection des investisseurs auxquels des services d'investissement sont fournis.

Sur le premier volet, on peut soutenir que les nouvelles obligations de négociation sur des lieux d'exécution pour les actions et dérivés répondant à certains critères ont conduit à une plus grande transparence et donc à une meilleure supervision de ces opérations.

Cette volonté de déplacer autant que possible les opérations qui étaient traitées sur le marché opaque du gré-à-gré vers l'univers réglementé des lieux d'exécution – ou *trading venues* – notamment par la création des *Organised Trading Facilities* – ou « *OTF* » – soumis à de très nombreuses obligations de transparence, a permis une meilleure surveillance par les autorités de supervision.

Sur le second volet, on peut mentionner la mise en place des obligations relatives à la gouvernance produit. La crise de 2008 avait mis en lumière des angles morts en matière de distribution de produits financiers : certains instruments financiers ayant été souscrits par des investisseurs auxquels ceux-ci n'étaient pas destinés. L'obligation de définir un marché cible, le resserrement des relations entre émetteurs et producteurs, notamment en ce qui concerne les obligations d'échange d'informations, ont certainement répondu aux objectifs de meilleure protection des investisseurs.

Avec le recul, on peut dire que MIF 2 a globalement rempli ses objectifs.

Les acteurs français ont bien anticipé les enjeux associés à MIF 2 et ont ajusté en conséquence leur organisation, leur procédure et leur documentation contractuelle dans des temps assez resserrés. Les régulateurs français, AMF et ACPR, et les associations professionnelles telles que l'AMAFI ont joué un rôle de premier plan dans l'accompagnement de la conduite du changement.

RJSP : Nous avons parlé du fond de la réglementation. Sur la forme, quelles ont été les évolutions depuis la crise financière de 2008 ?

Arthur Gautier (AG) : En dehors de la croissance exponentielle de la réglementation, on peut évoquer deux évolutions majeures en matière de production de la réglementation.

Tout d'abord, l'Union européenne s'est imposée comme la principale source de la réglementation financière. Le législateur européen s'est vu confier la tâche d'adopter les réformes de la réglementation encadrant les produits et les marchés financiers (certes à partir des projets réalisés par la Commission après consultation des exécutifs nationaux et des autorités de régulation). On constate que les politiques experts de la réglementation financière sont de plus en plus des députés au Parlement européen, peut-être en remplacement des législateurs nationaux.

Afin d'assurer une application harmonisée des règles dans l'Union, le règlement – d'application directe – est de plus en plus privilégié. On notera qu'en France, depuis 2021, la définition d'« établissement de crédit » du Code monétaire et financier est un simple renvoi au règlement CRR. Le rôle du parlement est limité à l'adoption d'ordonnances de transposition rédigées par les services des ministères. Toutefois, l'action européenne étant longue, les parlements nationaux gardent un rôle d'anticipation comme lors de l'adoption en France d'une législation sur les cryptoactifs. Ils conservent également la gestion de réglementations locales encadrant la distribution des produits ou la protection des consommateurs – en France celles sur le démarchage ou les intermédiaires en opération de banque et en services de paiement par exemple.

La seconde évolution est la montée en puissance du droit non législatif et du droit souple. La tendance étant l'élaboration d'une réglementation toujours plus précise, voire tatillonne (parfois à la demande des acteurs financiers), les autorités nationales et européennes sont amenées à préciser le contenu des textes législatifs par le biais d'actes réglementaires et de lignes directrices. Ces textes sont souvent pris en compte par les acteurs financiers et leurs conseils comme le droit « dur ». A leur contestation, est préféré un travail d'influence en amont par la participation aux consultations organisées à tous les niveaux de la production législative et réglementaire.

RJSP : Nous voyons que la réglementation financière est aujourd'hui essentiellement d'origine européenne. L'objectif de mettre en place une Union des marchés de capitaux a-t-il enfin abouti ?

AG : A bien des égards, nous constatons l'existence d'un marché unique. Notre cabinet assiste quotidiennement des clients dans le développement d'une activité *cross-border* en France. Grâce au passeport, de véritables places financières européennes se

sont développées : avant le Brexit, il y avait Londres pour la fourniture de nombreux services d'investissement, le Luxembourg pour la gestion d'actifs, etc., mais également la Lituanie ou Malte pour les *fintech*.

Néanmoins, notre activité nous a amenés à faire un constat clair. Bien que les règles soient censées être les mêmes dans tous les États membres, on observe des différences dans leur application. Certains régulateurs ont une approche plus souple et les acteurs des marchés n'hésitent pas à faire jouer cette concurrence réglementaire. Ce *forum-shopping* peut constituer un risque pour les épargnants. On note que, sous la pression des régulateurs plus « sérieux », les autorités européennes publient des évaluations et des consultations sur la supervision et l'encadrement des activités *cross-border*. Après la concurrence réglementaire, viendra peut-être la relocalisation obligatoire des activités dans les États où est située la majorité des clients et des investisseurs.

RJSP : À la suite de la crise financière, le vote du Brexit en 2016 est le second événement majeur ayant conduit à de nouvelles réflexions concernant l'environnement réglementaire applicable aux marchés financiers en Europe. Pourriez-vous nous indiquer quels impacts du Brexit sur la réglementation financière européenne vous avez pu observer ?

JBP : La possibilité que le Royaume-Uni quitte l'Europe était impensable, à tel point que le régime dit de « pays tiers » prévu par différents textes européens, en particulier par MIF 2, n'envisage pas l'hypothèse spécifique d'un pays majeur de l'UE qui deviendrait un pays tiers.

Personne ne pouvait en effet s'imaginer que la première place financière européenne, qui s'était construite en très grande partie sur le régime du passeport européen (lequel permettait aux acteurs du monde entier de se faire agréer au Royaume-Uni pour se déployer ensuite au sein de toute l'Europe continentale) quitterait l'Union et renoncerait ainsi à tous les bénéfices qu'elle en avait tirés. Et pourtant c'est ce qui s'est passé.

La première conséquence, très concrète, fut le mouvement de relocalisation des acteurs internationaux vers le continent européen, en particulier en France. Les praticiens ont pu constater, au moment des demandes de ré-agrément auprès de l'ACPR ou de l'AMF, que les exigences du régulateur anglais étaient significativement inférieures à celles du régulateur français. Dans le même sens, les praticiens ont découvert que le Royaume-Uni avait introduit de nombreuses exceptions et entorses aux textes européens, les acteurs se demandant pourquoi ce qui avait été accepté au Royaume-Uni ne pouvait pas l'être en France ou en Allemagne.

Dans le cadre de ce mouvement de relocalisation, une vigilance particulière a porté sur les accords d'externalisation entre les entités nouvellement créées et agréées au sein de l'Union européenne et les équipes de Londres. En effet, les régulateurs européens voulaient éviter l'ouverture de simples « boîtes aux lettres » en Europe. Des contrôles ont récemment été menés par les autorités européennes pour s'assurer que les entités relocalisées au sein de l'Europe continentale disposaient des ressources nécessaires sur place.

Reste encore le sujet de la relocalisation des chambres de compensation pour les dérivés compensés en euro. L'UE avait initialement prévu d'accorder une dérogation de 18 mois aux contreparties centrales anglaises afin qu'elles puissent proposer leurs services à des entités européennes sans être agréées dans l'Union. Toutefois, la difficulté à trouver une solution satisfaisante a conduit à prolonger cette exemption jusqu'au 30 juin 2025...

Le mouvement de détachement de la place de Londres du reste de l'Europe semble maintenant irréversible. Les équipes des affaires publiques des grands établissements français, les associations professionnelles françaises, le dynamisme de la Direction générale du Trésor contribuent à faire de la France un des pays moteurs de l'évolution de la réglementation en matière financière.

RJSP : Diriez-vous que Londres a perdu sa place de première place financière européenne ?

Arut Kannan (AK) : On comprend bien le paradoxe que représentait le Brexit. Londres était en effet devenue la première

place financière européenne après avoir bénéficié du *Big Bang* de la libéralisation de la finance voulue par Margaret Thatcher. Par ailleurs, les acteurs financiers anglais jouaient un rôle important dans la production des normes européennes, comme on a pu le voir lors des discussions sur la rédaction de MIF 2. Plus important, ils étaient, grâce au passeport que mentionnait Jean-Baptiste, une porte ouverte sur le marché européen pour toutes les banques américaines. Et pourtant, la décision a été prise de quitter l'Union européenne et les avantages que cela présentait pour eux.

Londres reste évidemment une place financière mondiale majeure. L'effondrement de la place londonienne pronostiqué par certains au lendemain du Brexit n'a finalement pas eu lieu. Encore aujourd'hui, beaucoup d'entreprises du secteur financier localisées en Europe délocalisent des fonctions clés au Royaume-Uni pour bénéficier du savoir-faire historique de leurs entités londoniennes. Les chiffres le montrent bien, sur le million d'employés que représente le secteur financier à Londres, il n'y a eu à ce jour que 10.000 transferts vers l'Union européenne alors que les experts prévoient un départ de plus de 20% des effectifs.

Néanmoins, certains États membres ont profité du Brexit pour gagner des parts de marché sur le Royaume-Uni. La volonté des places financières, notamment de Paris, Francfort, Dublin et Amsterdam, d'accueillir les acteurs exilés du Brexit a fait ressortir des arbitrages réglementaires, et pas seulement en matière de droit des services financiers. La France a tiré son épingle du jeu mais il reste encore des choses à faire, surtout quand on voit que le Brexit profite aussi à New York qui récupère des parts de marché dans le domaine des produits dérivés.

Enfin, on peut mentionner la position actuelle de certains politiques anglais qui, après avoir récupéré le pouvoir à Bruxelles, évoquent de le récupérer auprès des régulateurs. Comme on le disait précédemment, les régulateurs jouent un rôle important dans le secteur de la finance. Il sera donc intéressant de suivre l'évolution de ce mouvement et l'impact que cela aura sur la place financière de Londres.

RJSP : Quant à la place de Paris, est-elle parvenue à se doter des moyens pour rivaliser avec Londres ?

JBP : Une citation célèbre pose la question de savoir si « la France serait si bien la France si elle n'avait pour exalter sa personnalité l'antithèse de l'Angleterre ». Et Paris aime rivaliser avec Londres. Mais cette rivalité n'est-elle pas celle d'un autre temps ?

En tout cas, Paris a bénéficié de la mobilisation commune de la Direction générale du Trésor, des régulateurs ainsi que des organisations de place. Les grands groupes bancaires français, les acteurs de la *french tech*, le développement d'un écosystème de prestataires (IT, conseil, etc.) ont également contribué à attirer les acteurs souhaitant se relocaliser à Paris.

La profondeur du marché parisien n'est certes pas celle de Londres et on peut même douter que Paris cherche à devenir une capitale aussi tournée vers la finance que Londres.

Cependant, la place de Paris peut encore grandir, et afficher ses ambitions au sein de l'Europe continentale pour promouvoir sa vision dans tous les domaines du droit financier, notamment en matière de finance durable.

RJSP : Quels autres enjeux en matière de réglementation des marchés financiers identifiez-vous ?

AK : On le voit notamment dans notre activité au cabinet, la volonté politique de promouvoir et d'encadrer les cryptoactifs est un enjeu de taille. Le législateur européen promeut l'activité avec le règlement MiCA et la France fait figure de pionnier avec le travail important de l'AMF sur le sujet. Cette technologie présente néanmoins un risque financier majeur pour l'épargne. L'AMF expliquait déjà il y a quelques temps que le risque venait notamment du fait que personne n'ait une vision d'ensemble du mécanisme. Cela entraînerait le manque d'une compréhension exhaustive des éventuelles failles, exactement comme c'était le cas avec la titrisation au début des années 2000. Il ne faudrait pas que les cryptos deviennent l'innovation à l'origine de la prochaine crise financière.

Il convient toutefois de nuancer cette méfiance envers les nouvelles technologies en matière financière en précisant que

les cryptomonnaies ne sont qu'une composante du mouvement de digitalisation de l'économie. D'autres aspects que l'on peut totalement dissocier des cryptos – comme la *blockchain* – peuvent être bénéfiques pour le bon fonctionnement des marchés.

On notera enfin le paradoxe entre la volonté de développer les cryptoactifs, activité particulièrement énergivore au moment de promouvoir la sobriété énergétique et la responsabilité climatique.

On peut aussi parler de l'enjeu de souveraineté particulièrement discuté au sein de l'Union et qui est aussi présent en matière financière, notamment dans le domaine des infrastructures informatiques. L'Europe travaille donc en ce moment sur le projet de règlement DORA permettant d'améliorer la résilience des systèmes d'informations et qui intéresse différents secteurs dont celui de la finance.

RJSP : Selon-vous, est-il déjà possible de prévoir d'où viendra la prochaine crise ?

JBP : Il est toujours plus facile de prédire les crises du passé. Les crises financières trouvent souvent leur origine ou, à tout le moins, se nourrissent des failles concernant certains produits ou

pratiques dont le fonctionnement et le niveau de risque sont mal compris, en particulier en cas de conditions de marché difficiles. Mais pour que la crise s'étende à toute l'industrie financière, il faut que le produit à l'origine de la crise se soit diffusé au sein du système financier (qu'il soit utilisé en tant que collatéral, investi dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, etc.) – c'est le fameux effet de contagion.

Pour l'instant, la faillite de FTX et la crise des cryptos semble se limiter au monde des cryptos. Les prochains mois seront intéressants pour découvrir si cet univers a des liens plus forts que l'on ne le pensait avec l'industrie financière.

AK : Certains économistes avaient prévu la crise de 2008 après avoir étudié en profondeur le marché de l'immobilier américain. C'était notamment le cas de Nouriel Roubini qui a par la suite développé sa théorie du *white swan* en 2010 selon laquelle il est toujours possible de prévoir une crise économique. C'est d'ailleurs à l'image de certains financiers qui avaient prévu l'effondrement du secteur des cryptos. C'est donc davantage un travail d'économiste que de juriste. En revanche, le juriste aura sa place au moment de trouver des solutions à la prochaine crise pour fixer la réglementation et l'adapter aux innovations afin d'essayer d'anticiper les prochaines difficultés. ■

12 Post-Crisis Derivatives Regulation : What went Right (and what went Wrong) ¹



Steven L. SCHWARCZ ²,
Stanley A. Star Distinguished Professor of Law & Business at Duke
University School of Law

The conventional wisdom that derivatives are complex, exotic, and uniquely risky financial instruments ³ has given rise to a flawed post-financial-crisis regulatory patchwork. This Article challenges that wisdom, showing that derivatives can be divided by their economic functions into two categories of traditional legal instruments—option contracts and guarantees. Because they are neither exotic nor uniquely risky, most derivatives should be regulated like these traditional instruments.

To the extent that derivatives represent financial guarantees with systemically important counterparties, however, they can seriously threaten economic stability. Credit-default swaps epitomize these types of derivatives. This Article analyzes how regulation can efficiently target that threat.

Introduction

1 - Derivatives are simply financial contracts about an underlying asset or assets. ⁴ An early history of highly publicized losses by large and sophisticated investors, however, spurred the misconception that derivatives are inherently riskier than other financial instruments. ⁵ Reinforced by politicians and the media, these false perceptions became widely shared, even by scholars. ⁶

Especially since the financial crisis, many observers believe that derivatives are also *systemically* risky, ⁷ threatening economic stability by undermining the ability of the financial system to function as a network. ⁸ The media portrayed American International Group (AIG)—which was potentially liable under multiple deriva-

tives contracts to investors in mortgage-backed securities (MBS) ⁹—as the poster child for that crisis. ¹⁰ And even before the financial crisis, Warren Buffett famously referred to derivatives contracts as « *financial weapons of mass destruction*. » ¹¹

Derivatives regulation is largely premised on these perceptions, spawning laws that regulate most derivatives alike as if they are inherently riskier than other financial instruments. ¹² That blunderbuss strategy can backfire, however. ¹³ For example, although regulation generally requires most derivatives contracts to be cleared and settled through central counterparties, ¹⁴ it is uncertain whether that requirement actually reduces, or inadvertently

1. Copyright © 2023 Steven L. Schwarcz. This Article is adapted from *Regulating Derivatives : A Fundamental Rethinking*, 70 Duke Law Journal 545 (2020) [hereinafter *Regulating Derivatives*].
2. Stanley A. Star Distinguished Professor of Law & Business, Duke University School of Law ; Senior Fellow, the Centre for International Governance Innovation (CIGI) ; Founding Director, Duke Global Financial Markets Center.
3. See, e.g., Timothy E. Lynch, *Derivatives : A Twenty-First Century Understanding*, 43 Loy. U. Chi. L.J. 1, 9-10 (2011) (referring to a common understanding of derivatives as « complex » and « exotic »).
4. Lynn A. Stout, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, 1 Harv. Bus. L. Rev. 1, 5-6 (2011).
5. In April 1994, Procter & Gamble Co. announced a \$157 million trading loss speculating on interest rates through derivatives. Gabriella Stern & Steven Lipin, *Procter & Gamble to Take a Charge To Close Out Two Interest-Rate Swaps*, Wall St. J., Apr. 13, 1994, at A3. Several months later, Orange County, California, filed for bankruptcy protection due to a \$2.5 billion loss speculating on exotic financial instruments that included derivatives. Laura Jereski, *Orange County Fund Losses Put at \$2.5 Billion*, Wall St. J., Dec. 12, 1994, at A3. These investors' sophistication did not extend to derivatives.
6. See Lynch, *supra* note 3, at 9 (« [R]egulatory, policy, and even legal discussions of derivatives are often muddled and demonstrate persistent misunderstandings of what derivatives are. ») ; Stout, *supra* note 4, at 22-31 (arguing that the enactment in 2000 of the Commodities Futures Modernization Act set the stage for the 2007-2008 financial crisis by legalizing speculative nonexchange trading in derivatives, thereby dramatically increasing systemic risk).
7. See, e.g., Ernst & Young, *Dodd-Frank's Title VII – OTC Derivatives Reform 1* (2013), [https://perma.cc/792T-24GB] (« Congress viewed the lack of regulation of OTC derivatives transactions as exacerbating the 2008 financial crisis.... »). OTC derivatives generally refer to over-the-counter, or privately negotiated, derivatives transactions.
8. See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 Geo. L.J. 193, 204, 207-08 (2008) [hereinafter *Systemic Risk*] (defining systemic risk as risk that threatens the ability of the financial system to function as a network, thereby jeopardizing the real economy). References in this Article to « economic stability » and « financial

stability » are intended to be synonymous, meaning the stability of the real economy.

9. See Christoph Henkel, *Harmonizing European Union Bank Resolution : Central Clearing of OTC Derivative Contracts Maintaining the Status Quo of Safe Harbors*, 22 Transnat'l L. & Contemp. Probs. 81, 97 (2013) (explaining that AIG was « unable to post sufficient collateral to ensure meeting its [margin] obligations under the majority of its CDS agreements, » leading to « a run on its collateral by its derivative counterparties and CDS protection buyers ») ; Stephen J. Lubben, *Repeal the Safe Harbors*, 18 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 319, 320 (2010) (describing the AIG collapse as a « downward spiral »). MBS are promissory notes backed by interests in mortgage loans and thus not themselves derivatives. See First Empire Sec., *Mortgage Backed Securities*, [https://perma.cc/63SV-M8FR].
10. See, e.g., Michael S. Barr & Joe Valenti, *Commentary : How the CFPB Fight Is a Sign of the Next Financial Crisis*, *Fortune* (Dec. 6, 2017), [https://perma.cc/MD42-H59F].
11. Letter from Warren E. Buffett, Chairman of the Board, Berkshire Hathaway Inc., to the Shareholders, Berkshire Hathaway Inc. (21 Feb., 2003), Berkshire Hathaway Inc., 2002 Annual Report 15 (2003), [https://perma.cc/A5WK-D5FL]. The media has also suggested that Lehman Brothers' derivatives contracts were unusually systemically risky. See, e.g., Jeffrey McCracken, *Lehman's Chaotic Bankruptcy Filing Destroyed Billions in Value*, Wall St. J. (29 Dec., 2008), [https://perma.cc/9S6X-P2GB] (reporting that the early termination of Lehman Brothers' derivatives contracts is estimated to have cost the firm approximately \$50 billion).
12. See Stout, *supra* note 4, at 33 (« [T]he Congress that enacted Dodd-Frank clearly recognized that the OTC derivatives market had played a critical, if poorly understood, role in causing the [financial] crisis. »).
13. See Lynch, *supra* note 3, at 11-12 (arguing that the standard definition of a derivative is « both over- and under-inclusive, » thereby « hamper[ing] our ability to differentiate between socially useful and socially harmful derivatives » and « prolong[ing] the use of an outdated derivatives regulatory scheme »).
14. Such clearing and settling is called central clearing ; it usually occurs through a well-capitalized entity associated with a derivatives, commodities, or other securities exchange. Andrew Bloomenthal, *Central Counterparty Clearing House (CCP)*, Investopedia (5 Aug., 2019), [https://perma.cc/MA3W-G7UY].

concentrates and increases, systemic risk.¹⁵ Furthermore, derivatives regulation does not always adequately address credit-default swap (CDS) derivatives, which this Article shows to be the most systemically risky type of derivatives.¹⁶

1. Deconstructing Derivatives

2 - Market participants refer to four types of derivatives contracts : options, forwards, futures, and swaps.¹⁷ An option is a contract under which one party has the right to buy an asset from, or sell an asset to, another party on or before a future date at a specified price.¹⁸ A forward contract is « *an agreement between two parties (a buyer and a seller) that calls for the delivery of an asset at a future point in time [at] a price agreed upon today.* »¹⁹ A futures contract is a standardized « *type of forward contract that is traded on an organized exchange and subject to exchange rules and clearing procedures.* »²⁰ A swap is a contract under which « *two parties agree to exchange (or 'swap') at least two identified sets of cash flows* » on a future date.²¹

Although these industry-derived categories describe some of the mechanics of derivatives contracts, they do not provide an analytical foundation for regulating derivatives. To provide that foundation, this Article shows that derivatives can be deconstructed by their economic functions into two categories of traditional legal instruments : option contracts and guarantees.²²

3 - *Deconstructing Derivatives into Option Contracts.* One type of derivative, an option, maps directly onto the traditional category of legal instruments known as option contracts.²³ Option contracts are contracts that « *limit the promisor's power to revoke an offer.* »²⁴ They are therefore coextensive with option derivatives. For example, an option derivative under which one party has the right to *buy* an asset from another party on a future date, at a set price, is an option contract because the seller of that asset cannot revoke its promise to sell on those terms.²⁵ Similarly, an option derivative under which one party has the right to *sell* an asset to another party on a future date, at a set price, is an option contract because the buyer of that asset cannot revoke its promise to buy on those terms.²⁶

4 - *Deconstructing Derivatives into Guarantees.* The International Monetary Fund (IMF) and the finance literature refer to the three remaining types of derivatives-forward contracts, futures contracts, and swaps-as « *forward-type contracts.* »²⁷ Forward-type contracts represent arrangements in which the parties agree to exchange-that

is, to swap-identified assets (or their market value) or cash flows at a future time. Thus, in a forward contract, the parties agree to deliver an asset at a future time in exchange for an agreed price ; in a futures contract, the parties agree on standardized terms to deliver an asset at a future time in exchange for an agreed price ; and in a swap, the parties agree to exchange identified cash flows at a future time.

Functionally, however, forward-type contracts fit into the traditional category of « *guarantees,* » which are promises or assurances that certain conditions will be fulfilled.²⁸ To understand why, consider the most widely used forward-type contracts : commodity swaps, interest-rate swaps, and CDS contracts.²⁹ In a typical commodity swap, Parties A and B effectively bet on the market value of an identified unit of commodity Y at time 1 (« t1 ») in the future. If the market value of that unit at t1 exceeds \$X, say by \$Δ, the contract requires Party A to pay \$Δ to Party B. If the market value of that unit at t1 is below \$X, say by \$Φ, the contract requires Party B to pay \$Φ to Party A. The swap functions economically, then, as two guarantees. Each party to the transaction guarantees the other party that the market value of a unit of commodity Y will not be above or below \$X at t1, respectively. Unless the value of the unit is \$X at t1, one party pays the other Δ or Φ, according to which guarantee was not met. Although parties historically settled these types of derivatives contracts by the actual delivery of commodities, cash settlements are now more common because they are convenient.³⁰

Similarly, in a typical interest-rate swap, Parties A and B agree to exchange a stream of floating interest-rate payments for a stream of fixed interest-rate payments, based on an identified principal amount, identified interest rates, and a specified time period.³¹ The party that initiates the swap-say Party A-is usually trying to manage the exposure created by its obligations to pay a floating interest rate on an underlying loan. Party A accomplishes this in a swap by paying a stream of fixed interest-rate payments to its counterparty, Party B, and receiving in exchange the stream of floating interest-rate payments-which it then uses to pay its lender.³² If the amount of the stream of fixed interest-rate payments exceeds the amount of the stream of floating interest-rate payments, say by \$Δ, Party A would be required to pay \$Δ to Party B.³³ If the amount of the stream of floating interest-rate payments exceeds the amount of the stream of fixed interest-rate payments, say by \$Φ, Party B would be required to pay \$Φ to Party A. Party B would agree to the swap if it believes the stream of fixed interest-rate payments that it receives from Party A will exceed the stream of floating interest-rate payments that it pays to Party A.

Economically, an interest-rate swap-just like a commodity swap-functions as two guarantees. Party A guarantees Party B that the amount of the stream of fixed interest-rate payments exceeds the amount of the stream of floating interest-rate payments. Party B

15. See *infra* notes 106-107 and accompanying text.

16. See *infra* Parts IV.B & IV.C (discussing credit-default swaps as the most systemically risky type of derivative).

17. See Lynch, *supra* note 3, at 20 (observing that, in « common parlance, derivatives are typically referred to as options, forwards, or swaps [or hybrids of each] »).

18. Don M. Chance & Robert Brooks, *Introduction to Derivatives and Risk Management* 28 (9th ed. 2013).

19. *Id.* at 258.

20. Lynch, *supra* note 3, at 20 n.75 ; see also Chance & Brooks, *supra* note 18, at 258.

21. Lynch, *supra* note 3, at 20 n.76. Swaps also could be viewed, economically, as a series of forward contracts. Chance & Brooks, *supra* note 18, at 413.

22. Steven L. Schwarcz, *Regulating Financial Change : A Functional Approach*, 100 Minn. L. Rev. 1441, 1444 (2016) (« In thinking about regulating a dynamically changing financial system, it may be more effective... to focus on the system's underlying, and thus less time-dependent, economic functions than to tie regulation to any specific financial architecture »).

23. See, e.g., John D. Calamari & Joseph M. Perillo, *Contracts* 10 (4th ed. 1998) (describing option contracts as a traditional contract category).

24. Restatement (Second) of Contracts § 25 (Am. L. Inst. 1981) (defining an option contract).

25. See Restatement (Second) of Contracts § 87 (Am. L. Inst. 1981).

26. See *id.*

27. Int'l Monetary Fund, *Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide* § 4.160 (2017) [hereinafter IMF Manual], <https://perma.cc/7WXU-LJT9> (« There are two broad types of financial derivatives-options and forward-type contracts ») ; *id.* at § 4.162 (« A forward-type contract... is an unconditional contract by which two counterparties agree to exchange a specified quantity

of an underlying item (financial or real) at an agreed-upon contract price (the strike price) on a specified date »).

28. See *Guarantee*, Lexico, <https://perma.cc/QP7N-W6WN> (defining a « guarantee » as a « formal promise or assurance (typically in writing) that certain conditions will be fulfilled »).

29. See, e.g., Carney Simpson, *Do End-Users Get the Best of Both Worlds ?-Title VII of Dodd-Frank and the End-User Exception*, 69 Wash. & Lee L. Rev. 1759, 1775 (2012) (reporting on a 2010 ISDA survey showing that « 80% of derivatives counterparties use the OTC market for interest rate swaps, 59% for currency swaps, 27% for credit default swaps, 25% for equity swaps, and 32% for energy/commodity swaps »).

30. See James Chen, *Cash Settlement*, Investopedia (Apr. 4, 2019), <https://perma.cc/2FL5-WUPZ> ; Michael Durbin, *All About Derivatives* 1 (2nd ed. 2010) (observing that although « some derivatives guarantee something other than a price [like performance of an obligation or even] things like temperature or rainfall, » the « vast majority of derivatives are price guarantees »).

31. See, e.g., Justin Kuepper, *Interest Rate Swap Definition*, Investopedia (Feb. 19, 2019), <https://perma.cc/8CF6-L53E>.

32. See *Interest Rate Swaps*, Pimco, <https://perma.cc/34UJ-3Y66> (explaining interest-rate swaps generally).

33. The actual settlement times for payment depend on the specific contract.

guarantees Party A that the amount of the stream of floating interest-rate payments exceeds the amount of the stream of fixed interest-rate payments.³⁴

The last most commonly used forward-type contract, a CDS contract, is most transparently a guarantee. Indeed, it is a special type called a « *financial guarantee*. »³⁵ In a typical CDS contract,³⁶ a protection or credit « seller » (say Party A) agrees to assume, in exchange for a fee, a protection or credit « buyer's » (say Party B's) credit risk with respect to certain debt obligations owed by a specified borrower or other obligor.³⁷ If a « credit event »—for example, default or bankruptcy—occurs in respect of that obligor, Party A will either pay Party B an amount calculated by reference to the post-default value of the debt obligations or buy the debt obligations for their full face value from Party B.³⁸

Although market participants usually regard CDS contracts as swaps and the « S » in the CDS acronym stands for « swap, » a CDS is not a typical swap. Rather, it epitomizes a financial guarantee—a contractual arrangement in which one party, in exchange for a fee, agrees for the benefit of another party to assume credit risk on a debt obligation.³⁹ In my experience, market participants sometimes characterize a CDS as « *a guarantee documented as a derivative* » by writing the contract on a standard form promulgated by the International Swaps and Derivatives Association (« ISDA »), the leading industry trade organization.⁴⁰

By their economic functions, derivatives contracts are thus option contracts and guarantees. This suggests, and the following discussion demonstrates, that derivatives contracts, inherently, are no riskier than those traditional legal instruments.

2. Derivatives Are Not Inherently Riskier than Option Contracts and Guarantees

5 - Some argue that derivatives are inherently riskier because they are bets.⁴¹ However, virtually all financial instruments are bets. An option contract is a bet on the future price of an asset.⁴² A guarantee is a bet by the guarantor that the guaranteed obligation will not default. Even a loan agreement is a bet by a lender that the borrower will repay the loan with interest on a timely basis.

Others argue that derivatives are inherently riskier than other financial instruments because they are much more volatile given that « [u]nlike other contracts, the value of [derivatives contracts]

typically can change rapidly based on the fluctuating value of the underlying assets or collateral, prevailing market conditions and other factors. »⁴³ That volatility, the argument goes, can create the possibility of indeterminate liability. Consider, for example, an interest-rate swap in which Party A exchanges its fixed interest-rate payments for Party B's floating-rate payments. If interest rates fall, the argument goes, Party A will take a loss that cannot be precisely quantified ex ante because it will depend on the magnitude of the interest-rate change.

That argument fails to recognize, however, that derivatives counterparties usually can estimate the limits of their potential liability.⁴⁴ In the foregoing example, there is indeterminate liability insofar as the parties cannot know the sign, positive or negative, and magnitude of the interest-rate change at the time they enter into the derivatives contract. In reality, however, they will know from market experience and data modeling the likely maximum range of any interest-rate change within the timeframe of their contractual settlement date.⁴⁵ Thus, if Party A contracts to sell one thousand shares of XYZ stock to Party B a year hence at seventy dollars per share, its current market value, then there is indeterminate liability insofar as the parties cannot currently know how the sign and magnitude of XYZ stock's market value will change. In reality, counterparties minimize this indeterminacy by again relying on market experience and their ability to calculate the likely maximum range of XYZ stock's change within the next year.⁴⁶

Although the foregoing examples are relatively simple, counterparties usually can estimate the limits of their potential liability even for much more complex derivatives. In the United States, for example, the disclosure of this liability is an accounting requirement; derivatives are to be measured at fair value and reported as either assets or liabilities.⁴⁷ The goal is to ensure parties provide the « *credible, transparent, and comparable financial information* » that undergirds « *the efficient functioning of the economy*. »⁴⁸ To facilitate this required disclosure, accountants have devised a range of methodologies to estimate potential liability for even the most complex derivatives.⁴⁹

34. If the amount of the stream of fixed interest-rate payments exceeds the amount of the stream of floating interest-rate payments, say by \$Δ, Party A would be required to pay \$Δ to Party B. If the amount of the stream of floating interest-rate payments exceeds the amount of the stream of fixed interest-rate payments, say by \$Φ, Party B would be required to pay \$Φ to Party A.

35. See *infra* note 39 and accompanying text.

36. CDS contracts are sometimes referred to as credit derivatives. IMF Manual, *supra* note 27, at § 4.180. References in this Article to CDS contracts and credit derivatives are synonymous.

37. Steven L. Schwarcz, *Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization* § 10:1.1 (Adam D. Ford ed., 3ed ed. 2010).

38. *Id.* § 10:3.1.

39. See *Guarantee*, *supra* note 28 (providing a legal definition of « guarantee » as a « formal pledge to pay another person's debt or to perform another person's obligation in the case of default »). U.K. law, for example, recognizes a CDS's essential guarantee function. See, e.g., Leonard Ng, *Credit Default Swaps, Guarantees and Insurance Policies: Same Effect, Different Treatment?*, 25 *Butterworths J. Int'l Banking & Fin. L.* 664, 664-66 (2010) (observing that U.K. financial and insurance law treats CDS contracts and guarantees similarly in many important respects, in sharp contrast to how that law treats « insurance contracts, » with which they are sometimes confused).

40. See *About ISDA*, Int'l Swaps & Derivatives Ass'n, <https://perma.cc/3TKD-XF3F>. See generally Gina-Gail S. Fletcher, *Engineered Credit Default Swaps: Innovative or Manipulative?*, 94 N.Y.U. L. Rev. 1073 (2019) (discussing ISDA).

41. See, e.g., Stout, *supra* note 4, at 6 (characterizing derivatives contracts as bets, given that they are « agreements between parties that one will pay the other a sum of money that is determined by whether or not a particular event occurs in the future. »).

42. See *supra* note 18 and accompanying text (observing that an option contract gives one party the right to buy an asset from, or to sell an asset to, another party at a specified price in the future).

43. *Exploring Chapter 11 Reform: Corporate and Financial Institution Insolvencies; Treatment of Derivatives: Hearing Before the Subcomm. on Regul. Reform, Com. & Antitrust L. of the H. Comm. on the Judiciary*, 113th Cong. 40 (2014) (statement of Seth Grosshandler, Partner, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP).

44. See, e.g., René M. Stulz, *Should We Fear Derivatives?*, 18 *J. Econ. Persp.* 173, 186 (2004) (observing that, « [s]ince 1994, regular users of derivatives have made considerable progress in measuring the risks of derivatives portfolios [and with these tools, firms that use derivatives regularly know their risks reasonably well, » but cautioning that « these measurement tools do not always work well. »).

45. See, e.g., Paul G. Ferrara & Seyed Ali Nezzamoddini, *Interest Rate Swaps – An Exposure Analysis* 26 (2013), [<https://perma.cc/7D7Z-KGUQ>] (discussing how parties estimate their likely exposure to interest-rate change within the timeframe of their contractual settlement date).

46. See, e.g., *infra* note 49 and accompanying text (observing that accountants have devised a range of methodologies to estimate potential liability for even the most complex derivatives).

47. 3 *Acct. Standards Codification* § 815-10-10 (Fin. Acct. Standards Bd. 2020). The standards set by the Financial Accounting Standards Board are recognized by the SEC as « 'generally accepted' for purposes of the federal securities laws. » Commission Statement of Policy Reaffirming the Status of the FASB as a Designated Private-Sector Standard Setter, *Securities Act Release No. 8221*, Exchange Act Release No. 47,743, Investment Company Act Release No. 26,028, 68 Fed. Reg. 23,333 (May 1, 2003).

48. Fin. Acct. Standards Bd., *Facts About FASB 1* (2007), [<https://perma.cc/ZS7T-U3HQ>].

49. See, e.g., Ernst & Young, *Credit Valuation Adjustments for Derivative Contracts* 1, 5-6 (2014), [[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-credit-valuation-adjustments-for-derivative-contracts/\\$FILE/EY-Applying-FV-April-2014.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-credit-valuation-adjustments-for-derivative-contracts/$FILE/EY-Applying-FV-April-2014.pdf)] [<https://perma.cc/S8CK-LQSH>]. This publication discusses various approaches for calculating valuation adjustments to value derivatives contracts « at fair value. » *Id.* Fair value, in this context, is defined by International Financial Reporting Standards (« IFRS ») 13 as « the price that would be... paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date, » Int'l Fin. Reporting Standards Found., *IFRS 13: Fair Value*

3. Analyzing Derivatives Risk

6 - Although the foregoing discussion shows that derivatives are not inherently riskier than option contracts and guarantees, there is little doubt that derivatives sometimes create very significant risk. I next argue that CDS contracts, which constitute financial guarantees, can be exceptionally risky. Thereafter, I argue that CDS contracts that have one or more systemically important counterparties can become systemically risky and that the absence of an insurable-interest requirement can further magnify that risk.

Financial Guarantees, and Thus CDS Contracts, Can Be Exceptionally Risky

For at least four reasons, financial guarantees are riskier than other types of guarantees : they ensure against unpredictable future events, in contrast with non-financial guarantees ; they are subject to more economy-wide risks ; they over-rely on quantitative modeling and thus are more subject to bias ;⁵⁰ and they guarantee instruments that can become correlated.

First, financial guarantees ensure against unpredictable future events. All guarantees are risky, of course, because they ensure future events. Non-financial guarantees, though, normally ensure reasonably predictable events. Consider typical property-and-casualty and life insurance, for instance, which comprises the great bulk of non-financial guarantees. Traditionally, insurance companies will not insure events absent rigorous statistical and actuarial data.⁵¹ Financial obligations, in contrast, tend to be *sui generis* and harder to predict. For example, decades of residential mortgage-loan data did not predict the unprecedented housing-price decline in 2007-2009, which was greater than during the Great Depression. Even the rating agencies failed to predict that decline.⁵² Moreover, there are « *no standardized agreements or controls that exist* » for over-the-counter debt securities.⁵³

Second, financial guarantees are also subject to greater uncertainty than other guarantees because they are more exposed to « *systematic* », ⁵⁴ economy-wide risks. Non-financial guarantees are less susceptible to economy-wide risks because a guarantor can

better diversify its coverage. In property-and-casualty life insurance, for example, insurers normally can diversify their risks sufficiently to accurately estimate their future losses, enabling them to price their insurance accordingly.⁵⁵ A financial guarantor, however, cannot easily diversify its coverage because most, if not all, financial obligations are affected systematically—that is, in the same orderly way-by economy-wide risks such as interest rate changes, inflation, recessions, and war.⁵⁶

Third, in light of the foregoing uncertainties, financial guarantors are prone to overrely on quantitative models, which provide a (sometimes unjustified) sense of comfort.⁵⁷ These models, in turn, can foster cognitive biases-implicit simplifications of how one perceives reality.⁵⁸ For example, optimism bias can cause financial guarantors to believe they can quantify unquantifiable risks.⁵⁹ While parties to any financial contract may be subject to optimism bias,⁶⁰ financial guarantors are also subject to another important cognitive bias. Because they do not actually transfer their property at the time they make a guarantee, financial guarantors may view their risk-taking more abstractly than, say, a lender that advances its own funds to a borrower.⁶¹ This « *abstraction bias* » causes financial guarantors to underestimate the risk,⁶² even after discounting for the fact that payment on a guarantee is a contingent obligation.⁶³ Empirical findings confirm that abstraction bias is real and that it can influence even sophisticated financial guarantors.⁶⁴

Fourth, the instruments underlying financial guarantees can become correlated. And as they become correlated, so do the risks on the guarantees. This occurred, for example, when home-mortgage-loan obligations became correlated during the financial crisis.⁶⁵ Lenders believed that repayment of those obligations was diversified by the variation in regional housing prices, not recognizing that nationally all housing prices were overvalued. In 2007,

*Measurement, in IFRS Standards, at A669, A673 (2020), [https://perma.cc/LRS4-WF7E]. The Deloitte accounting firm defines fair value under IFRS 13 more intuitively as « how much the reporting entity has to pay to a market participant such that the market participant is willing to take over the liability. » Deloitte LLP, Clearly IFRS : Summary Guidance and Practical Tips for IFRS 13 – Fair Value Measurement 1 (2014), [https://perma.cc/NJC9-XUAK]. The « most advanced approach » is the Expected Future Exposure (« EFE ») approach, which is used by banks and other financial institutions with large derivative portfolios and can be « used for many types of derivatives. » Ernst & Young, Credit Valuation Adjustments for Derivative Contracts, *supra*, at 5-6. Because the EFE approach « can be very complex and... needs to be executed by quantitative experts and requires access to significant IT systems, » many firms « have adopted alternative approaches for estimating » liability on their derivatives contracts. *Id.**

50. For a discussion of the impact of biases, see generally Steven L. Schwarcz, *Regulating Financial Guarantors : Abstraction Bias as a Cause of Excessive Risk-Taking*, 11 Harv. Bus. L. Rev. 159 (2021) [hereinafter *Regulating Financial Guarantors*], [https://perma.cc/K5ZG-L3BD].

51. See, e.g., Charles Nycce, Am. Inst. for Chartered Prop. Cas. Underwriters/Ins. Inst. Am., Predictive Analytics White Paper 2 (2007), [https://perma.cc/KS2T-3ELB] (demonstrating insurance companies' use of predictive analytics and explaining that proprietary data, as well as data from « numerous third party sources, » allow insurance companies to develop predictive models by which to determine premiums).

52. See, e.g., CoreLogic, *Evaluating the Housing Market Since the Great Recession 4* (2018) (noting S&P's pre-crisis model that housing prices could fall as much as 20 percent, whereas they actually fell around 33 percent-more than their fall in the Great Depression) ; cf. Adam J. Levitin & Susan M. Wachter, *Explaining the Housing Bubble*, 100 Geo. L. J., 1177, 1234 (2012) (discussing the failure of rating agencies to provide reliable ratings on MBS because of the securities' lack of « multicycle experience » and the variety of « collateral, borrower strength, and credit enhancements » across deals, none of which are alike).

53. Protiviti KnowledgeLeader, *What is Financial Instrument Risk ?*, KnowledgeLeader (Jan. 25, 2018, 5 :13 PM), [https://perma.cc/G3S6-4CPV].

54. Systematic risk means « risk that cannot be diversified away and therefore affects most, if not all, market participants. » *Systemic Risk*, *supra* note 8, at 204. Systematic risk is different than systemic risk, which refers to risk that could undermine the ability of the financial system to function as a network. *Id.*

55. See, e.g., Viral V. Acharya, John Biggs, Hanh Le, Matthew Richardson & Stephen Ryan, *Systemic Risk and the Regulation of Insurance Companies, in Regulating Wall Street : The Dodd-Frank Act and the New Architect of Global Finance* 241 (Viral V. Acharya, Thomas F. Cooley, Matthew Richardson & Ingo Walter eds., 2011) (« In competitive markets, insurers price diversifiable risks on an actuarial basis, yielding tremendous utility gains to the previously exposed individuals and businesses. »).

56. See *id.* at 253 (noting that nontraditional insurance activities are more exposed to macroeconomic variables) ; Matthew C. Turk, *The Convergence of Insurance with Banking and Securities Industries, and the Limits of Regulatory Arbitrage in Finance*, 2015 Colum. Bus. L. Rev. 967, 989-99 (discussing the convergence of traditional insurance and finance).

57. See, e.g., Raphaële Chappe, Edward Nell & Willi Semmler, *The Financial Crisis of 2008 as Cognitive Failure : An Overview of Risk over Uncertainty*, 57 Berkeley J. Socio. 9, 23 (2013) (discussing problems with the mathematical models that were used precrisis for MBS risk management and arguing that by unreliably predicting the magnitude and frequency of rare events, they allowed investors to « get lulled with a false sense of security »).

58. Steven L. Schwarcz, *Regulating Complacency : Human Limitations and Legal Efficacy*, 93 Notre Dame L. Rev. 1073, 1079 (2018).

59. See Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar, *Taking Behavioralism Seriously : The Problem of Market Manipulation*, 74 N.Y.U. L. Rev. 630, 661 (1999) (« When the pertinent events are not easily predictable and the feedback is not unambiguous, experts tend to be even more overconfident than laypersons. »).

60. Iman Anabtawi & Steven L. Schwarcz, *Regulating Systemic Risk : Towards an Analytical Framework*, 86 Notre Dame L. Rev. 1349, 1366 (2011) [hereinafter *Anabtawi & Schwarcz, Regulating Systemic Risk*].

61. *Regulating Financial Guarantors*, *supra* note 50, at 162.

62. *Id.*

63. Posit, for example, that a firm is deciding between two options : to lend \$1 million to a borrower for a year with 3 percent interest and a 0.5 percent chance of the borrower defaulting on payment ; or to guarantee a one-year \$1 million loan made by another lender to the same borrower (and thus with the same 0.5 percent chance of default), for a guarantee fee having the same economic value. Although the expected value of these options to the firm would be equivalent, abstraction bias would cause the firm to view the guarantee option less seriously. *Id.* at 162 n.23.

64. See generally *id.* (comparing the pricing of otherwise parallel risk-taking by financial firms that invest capital at the outset of securitization transactions and by financial guarantors of those transactions, and finding that the initial investors demand substantially higher pricing than the financial guarantors for taking the same amount of risk).

65. See, e.g., Int'l Monetary Fund, *Global Financial Stability Report 5-20* (2008), [https://perma.cc/8UPX-66LH].

housing prices throughout the country dropped precipitously, and borrowers generally began defaulting on their mortgage loans.⁶⁶ It often is difficult to foresee these correlations.⁶⁷ Furthermore, the degree of loss on a guarantee of a financial obligation can be up to the full amount of that obligation.⁶⁸ The risk analysis on guarantees might not always take that degree of loss into account.⁶⁹

The failure rate of financial guarantors confirms these risks. Consider the example of insurance companies that guarantee the payment of principal and interest to investors on bonds and other debt securities.⁷⁰ Of the nine such insurers operating prior to the financial crisis, all but one failed—a failure rate much higher than that of banks.⁷¹

CDS contracts fit within the category of financial guarantees. It therefore is no surprise that scholars have labeled them as « *the derivative instrument most implicated in the recent financial crisis* »⁷² as well as the riskiest type of derivatives contract.⁷³ AIG's near failure,⁷⁴ for example, resulted from defaults under CDS contracts.⁷⁵ More recently, JP Morgan Chase lost \$6 billion betting on the strength of CDS instruments.⁷⁶

Having One or More Systemically Important Counterparties Can Magnify CDS Risk

66. Steven L. Schwarcz, Keynote Address, *Understanding the Subprime Financial Crisis*, 60 S.C. L. Rev. 549, 550-52 (2009).

67. See, e.g., Steven L. Schwarcz, *Regulating Complexity in Financial Markets*, 87 Wash. U. L. Rev. 211, 223-24 (2009) [hereinafter *Regulating Complexity in Financial Markets*].

68. Robert C. Merton & Zvi Bodie, *On the Management of Financial Guarantees*, 21 Fin. Mgmt. 87, 91 (1992) (« The guarantor firm bears the full downside risk as if it were the owner of the collateral assets. »); see also Prudential Fin., Inc., 2014 Annual Report 206 (2015), [https://perma.cc/X6TL-Y2NT] (« The Company's maximum amount at risk under [its] credit derivatives equals the aforementioned notional amounts [i.e., principal and accrued interest on the underlying obligations on which Prudential sold credit protection] and assumes the value of the underlying referenced securities [i.e., their principal and interest payable thereunder] become[s] worthless. »).

69. See generally Merton & Bodie, *supra* note 68 (describing risk-management methods for financial guarantors and the methods' associated difficulties).

70. See, e.g., D. Dulani Jayasuriya, *Icarus of the 21st Century: The Rise and Fall of Monoline/Bond Insurers 2* (Jan. 18, 2019) (unpublished manuscript), [https://perma.cc/P6N2-XGMT].

71. *Id.* at 19-26. Data from the Federal Deposit Insurance Corporation (« FDIC ») show that twenty-five banks failed in 2008, 140 failed in 2009, and 157 failed in 2010. *Quarterly Banking Profile*, 5 FDIC Q., no. 4, 2011, at 5 tbl.I-A, [https://perma.cc/AES8-P3XD]. For the years of 2008, 2009, and 2010, there were 8305, 8012, and 7658 banks reporting to the FDIC, respectively, for failure rates of 0.3 percent, 1.7 percent, and 2.1 percent, respectively. *Id.*

72. See, e.g., Sean J. Griffith, *Substituted Compliance and Systemic Risk: How To Make a Global Market in Derivatives Regulation*, 98 Minn. L. Rev. 1291, 1299 (2014); see also Michael Greenberger, *Too Big To Fail U.S. Banks' Regulatory Alchemy: Converting an Obscure Agency Footnote into an « At Will » Nullification of Dodd-Frank's Regulation of the Multi-Trillion Dollar Financial Swaps Market* 29-30 (Inst. for New Econ. Thinking, Working Paper No. 74, 2018), [https://perma.cc/NBP3-7FKQ] (arguing that « CDS (especially 'naked' CDS) fomented » the financial crisis, and citing « economists, regulators, investigating commissions, market observers, and financial columnists » who agree that CDS « played » a « central role » in that crisis (footnotes omitted)).

73. Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 Geo. L.J. 387, 391 (2013).

74. See *supra* notes 9-10 and accompanying text (discussing the use of derivatives by AIG and its near failure).

75. See, e.g., Lubben, *supra* note 9, at 320 (observing that CDS investors commenced collection actions against AIG because of the collapse of the MBS market, which threatened AIG's financial integrity).

76. JP Morgan Chase *Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses: Hearing Before the Permanent Subcomm. on Investigations of the S. Comm. on Homeland Sec. & Governmental Affs.*, 113th Cong. 4 (2013) (statement of Sen. Carl Levin). The bank's London desk executed a series of complicated trades that would profit if corporate bond indexes rose, with the intention of hedging itself from the risk of default on the loans it held on its books. See Daniel Wilchins & Carrick Mollenkamp, *JP Morgan's Future Losses at the Mercy of an Obscure Index*, Reuters (17 May 2012, 12:21 AM), [https://perma.cc/F557-3LQK]. One index, the Markit CDX NA IG Series 9, maturing in 2017, was a portfolio of CDS contracts. *Id.* That index tracked the credit quality of 121 high-quality bond issuers, including Kraft Foods and Walmart. *Id.* When JP Morgan's trades started losing money, many other traders began taking the opposite position. They hoped to profit from JPMorgan's loss, thus compounding it. *Id.*

Financial-guarantee risk is magnified when the guarantee contract has one or more systemically important counterparties. And, notably, CDS contracts often have at least one such counterparty.⁷⁷ This magnifies the risk because systemically important counterparties tend to do business with like counterparties,⁷⁸ creating an interconnectedness that drives systemic risk.⁷⁹ The failure of a systemically important counterparty can trigger a chain of failures.⁸⁰

The Absence of an Insurable-Interest Requirement Can Further Magnify CDS Risk

Currently, a CDS protection buyer or seller is not required to have an « *insurable interest* » in the financial obligation for which it buys or sells protection.⁸¹ A CDS contract for which the protection buyer lacks such an insurable interest is often called a « *naked* » CDS.⁸² Naked CDS contracts have heightened risk for two related

77. See Christopher S. Dwight, Note, *Missed (Inter)Connections: Proposed Revisions to the Federal Reserve's Approach to Financial Stability Analysis Under the Bank Holding Company Act*, 18 N.C. Banking Inst. 599, 603 (2014) (arguing that derivatives counterparties often engage in multiple transactions with systemically important firms); Franklin R. Edwards & Edward R. Morrison, *Derivatives and Systemic Risk: What Role Can the Bankruptcy Code Play?*, in *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies* 347, 351 (Douglas D. Evanoff & George G. Kaufman eds., 2005) (finding that relatively few banks control the derivatives market and that seven U.S. banks hold more than 95 percent of the U.S. national derivatives exposure).

78. See, e.g., Mila Getmansky, Giulio Girardi & Craig Lewis, *Interconnectedness in the CDS Market*, 72 Fin. Analysts J. 62, 76-78 (2016) (« Overall, the interconnectedness of the CDS market is largely attributable to end users that transact with a relatively small number of dealers, who then manage net exposures by trading among themselves. »).

79. See Steven L. Schwarcz, *Derivatives and Collateral: Balancing Remedies and Systemic Risk*, 2015 U. Ill. L. Rev. 699, 704 [hereinafter *Derivatives and Collateral*]; see also Getmansky, Girardi & Lewis, *supra* note 78, at 76-79 (« The picture that emerges is one of a network that is relatively robust to the disappearance of a random node but potentially vulnerable if a few highly connected dealers should fail. »). This interconnectedness creates risk regardless of the position of a systemically important counterparty: if a protection seller, the counterparty might fail-like AIG—because it cannot make the payments; if a protection buyer, the counterparty might fail because it will not get paid.

80. James Bullard, President & Chief Exec. Officer of Fed. Rsrv. Bank of St. Louis, *Systemic Risk and the Macroeconomy: An Attempt at Perspective* (2 Oct. 2008), [https://perma.cc/JDD3-RJBM]. But see Paul Glasserman & H. Peyton Young, *Contagion in Financial Networks*, 54 J. Econ. Literature 779, 826 (2016) (reviewing literature on financial contagion and concluding that more research is needed to understand how risks are transmitted); Rizwaan Jameel Mokal, *Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts*, 10 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 15, 15-16 (2015) (arguing that counterparty failure may not be a significant source of systemic risk, and that the « domino » contagion view of distress... is theoretically flawed and empirically false. »).

81. Christopher L. Culp, Andria van der Merwe & Bettina J. Stärkle, *Credit Default Swaps* 144-45 (2018); see also Stout, *supra* note 4, at 6 (making the same observation). Likewise, there currently is no legal requirement that a beneficiary of a guarantee have an insurable interest in the financial obligation that is guaranteed. See, e.g., Stout, *supra* note 4, at 21 (describing the enactment of the Commodities Futures Modernization Act of 2000, which provided the « wholesale removal of centuries-old restraints on off-exchange derivatives speculation »).

82. See, e.g., Gretchen Morgenson, *Naked Came the Speculators*, N.Y. Times (Aug. 17, 2008), [https://perma.cc/DEQ2-ADC6]. This Article avoids computational details in defining what constitutes a naked CDS. An actual CDS contract might only partially protect an insurable interest. See 111 Cong. Rec. 3944 (2010) (proposal of Sen. Byron Dorgan) (proposing an amendment to the Restoring American Financial Stability Act to ban naked CDS transactions and distinguishing between CDS and naked CDS contracts on the basis of two criteria: whether the protection buyer owned valid credit instruments that matched the CDS's reference entity, and whether the value of the protection buyer's credit instruments was equal to or greater than the notional amount of the CDS). Without precisely comparing the value of the protection buyer's insurable interest to the amount of CDS protection purchased, this author's visceral reaction is that value that is reasonably equivalent to that amount should avoid being naked. See *infra* note 86 and accompanying text (observing that the insurable-interest requirement merely dictates that an insured derive a benefit from the continued existence of the insured entity). Clearly, for example, one thousand dollars of CDS protection sold to an owner of one hundred dollars of bonds should be naked CDS protection—at least to the extent of nine hundred dollars of the CDS contract.

reasons. First, in theory, they can be used purely for speculation,⁸³ which is thought to magnify risk by creating an unlimited multiplier effect :

[B]etting on market events can create new risk that is an order of magnitude larger than the risk associated with the underlying market phenomenon. A highly confident derivatives speculator, for example, might happily sell \$1,000,000 in CDS contracts on a \$100,000 bond.⁸⁴

Second, naked CDS contracts also are thought to magnify risk by fostering moral hazard.⁸⁵ The insurable-interest requirement mandates that a person who takes out insurance must derive some benefit from the continued existence of the insured person or property.⁸⁶ This requirement helps reduce moral hazard by decreasing the incentive for the person taking out the insurance to kill the insured person or destroy the insured property in order to collect on the insurance policy.⁸⁷

Without such a requirement, naked CDS contracts are susceptible to similar dangers. Professor Lynch argues, for example, that purely speculative derivatives « increase[] the opportunities to engage in societally injurious regulatory arbitrage and may create moral hazards and conflicts of interest for corporate executives and corporate creditors. »⁸⁸ Industry observer Nathaniel Dutt argues that a naked CDS « will reduce an incentive to monitor or accurately appraise certain risks. »⁸⁹ For example, he suggests that « a bank that makes loans and then purchases a CDS to reduce the risk of a borrower default will have a reduced incentive to monitor the loans. »⁹⁰ Although the CDS protection seller would thereby gain that incentive, he argues that the « bank is in the best position to » engage in that monitoring.⁹¹

In summary, derivatives are not inherently riskier than the traditional option contracts and guarantees that they functionally repre-

sent. However, at least one subset of guarantees-CDS contracts with systemically important counterparties-can seriously threaten economic stability, and their speculative nature and the absence of an insurable-interest requirement can further magnify that threat.

4. Derivatives Regulation is Often Flawed

7 - By starting from the flawed premise that derivatives are uniquely risky, derivatives regulation can simultaneously overregulate and underregulate derivatives in ways that can inadvertently concentrate systemic risk.

Under the G20 regulatory scheme, most derivatives, often regardless of their type and contractual counterparties,⁹² are required to be cleared⁹³ and settled⁹⁴ through central counterparties (« CCPs »). CCPs are well-capitalized entities⁹⁵ often associated with derivatives, commodities, or other securities exchanges. The goal of this central clearing requirement is to reduce counterparty risk.⁹⁶ By legally substituting its credit for that of the contracting parties, the CCP becomes the primary counterparty on both sides of the derivatives contract.⁹⁷ Central clearing thereby reduces individual counterparty risk⁹⁸ by ensuring the performance of a derivatives contract even if a contracting party fails.⁹⁹

The United States and many other countries follow the G20 regulatory scheme, requiring the central clearing of derivatives regardless of their type.¹⁰⁰ As of December 2021, for example, « [c]entral clearing requirements [for standardized derivatives] are

83. See, e.g., Sheri Markose, Simone Giansante & Ali Rais Shaghaghi, *'Too Interconnected To Fail' Financial Network of US CDS Market : Topological Fragility and Systemic Risk*, 83 J. Econ. Behav. & Org. 627, 631 (2012) (« The so-called naked CDS buy position is, therefore, a speculative one undertaken for pecuniary gain from either the cash settlement in the event of a default or a chance to offset the CDS purchase with a sale at an improved CDS spread. »). However, even a naked CDS contract can be viewed as a traditional guarantee because guarantees, unlike insurance contracts, do not need to have an « insurable interest » to be valid. See *supra* note 81 ; cf. Stout, *supra* note 4, at 4 (observing that, prior to the twentieth century, the common law applied a doctrine called « the rule against difference contracts » to discourage derivatives that did not serve a hedging purpose by treating them as unenforceable wagers). But see Stout, *supra* note 4, at 14 (« Despite judicial concern about the negative economic impacts of gambling, the common law did not prohibit parties who wanted to wager through speculative derivative contracts from doing so. »).

84. Stout, *supra* note 4, at 10.

85. Charles W. Murdock, *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act : What Caused the Financial Crisis and Will Dodd-Frank Prevent Future Crises ?*, 64 SMU L. Rev. 1243, 1319-20 (2011) ; cf. Jerome A. Madden, *A Weapon of Mass Destruction Strikes : Credit Default Swaps Bring Down AIG and Lehman Brothers*, 5 Am. U. Bus. L. Brief 15, 20 (2008) (arguing that at least some of AIG's use of CDS contracts included naked CDS contracts).

86. Alexander Charap, *Minimizing Risks, Maximizing Flexibility : A New Approach to Credit Default Swap Regulation*, 11 J. Bus. & Sec. L. 127, 156 (2011) (« The insurable interest requirement is a common law doctrine which dictates that an insured must derive a benefit, financial or otherwise, from the continued existence of the insured entity. Absent an insurable interest, an insurance contract may be void. »).

87. *Id.* at 157.

88. Timothy E. Lynch, *Gambling by Another Name ; The Challenge of Purely Speculative Derivatives*, 17 Stan. J.L. Bus. & Fin. 67, 74 (2011) [hereinafter Lynch, *Gambling by Another Name*]. But compare Stout, *supra* note 4, at 10 (arguing that speculative derivatives trading is a zero-sum game that exposes both parties to « new risks without providing any compensating increase in aggregate returns »), with Michael S. Barr, Howell E. Jackson & Margaret E. Tahyar, *Financial Regulation : Law and Policy* 1165 (2d ed. 2018) (observing that any « derivative's payoff structure is normally zero-sum »).

89. Nathaniel G. Dutt, *Current United States Credit Default Swap Regulatory Initiatives : A New World Standard of Just a Ploy*, 16 ILSA J. Int'l & Comp. L. 169, 184 (2009).

90. *Id.* It is questionable, however, whether that example represents naked CDS if the bank is buying CDS protection on a loan it still owns.

91. *Id.*

92. The Financial Stability Board suggests, however, that regulators should consider exempting derivatives without systemically important counterparties from central clearing requirements :

The impact of an entity on financial stability from OTC derivatives is likely to depend on the extent of their activity. Lower levels of OTC derivatives activity, all else equal, are likely to result in a lower impact. Thus, while the financial stability benefits from central clearing by [counterparties with lower levels of derivatives activity] can still exist, the gains are likely to be smaller than those for entities in the systemic core, particularly relative to the costs... [Standard setting bodies therefore] may merit consideration... of [not imposing the central clearing] reforms on market participants that are not considered systemically important.

Fin. Stability Bd., *Incentives to Centrally Clear Over-the-Counter (OTC) Derivatives 4* (2018) [hereinafter Fin. Stability Bd., *Incentives to Centrally Clear*], [https://perma.cc/2F2B-5R4C] ; see also *Derivatives and Collateral*, *supra* note 79, at 712 (« Incongruously, the [U.S. bankruptcy law] safe harbor [for derivatives] operates independently of the size of the counterparty or its portfolio... By failing to take systemic importance into account, the safe harbor extends well beyond its purported rationale of reducing systemic risk. »).

93. Clearing is « the process of transmitting, reconciling and, in some cases, confirming transfer orders prior to settlement. » Eur. Cent. Bank, *Glossary of Terms Related to Payment, Clearing and Settlement Systems 5* (2009), [https://perma.cc/Q2YK-9EQV]. It involves identifying the obligations of the parties to the transaction. See *id.*

94. Settlement is « the completion of a transaction or of processing with the aim of discharging participants' obligations through the transfer of funds and/or securities. » *Id.* at 24.

95. *Central Clearing of Financial Contracts : Theory and Regulatory Implications*, 167 University of Pennsylvania Law Review 1327, at 1329, 1358 (2019). But see Paolo Saguato, *The Ownership of Clearinghouses : When « Skin in the Game » Is Not Enough, the Remutualization of Clearinghouses*, 34 Yale J. on Reg. 601, 604 (2017) (discussing the agency costs and risks associated with different ownership models for CCPs).

96. *Central Clearing of Financial Contracts*, *supra* note 95, at 1330.

97. See, e.g., Peter Norman, *The Risk Controllers 7* (2011) (« By becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer, the CCP assures completion of the trade if a trading partner defaults. ») ; Richard Squire, *Clearinghouses as Liquidity Partitioning*, 99 Cornell L. Rev. 857, 862 (2014) (« The clearinghouse interposes itself between the parties, serving as the counterparty to each. Instead of selling the cattle future to Buyer, Seller sells it to the clearinghouse, which sells an identical future to Buyer. »). The substitution of credit is legally referred to as a « novation, » which arises when a new party assumes a payment obligation that was incurred by a debtor on a contract and the original debtor is totally released from the obligation. 66 C.J.S. *Novation* § 1 (2020).

98. Counterparty risk is the risk that a contracting party's default will harm other parties to the contract. Norman, *supra* note 97, at 9.

99. *Id.* at 7.

100. See generally Richard Heckinger, Ivana Ruffini & Kirstin Wells, Fed. Rsrv. Bank of Chi., *Over-the-Counter (OTC) Derivatives*, in *Understanding Derivatives : Markets and Infrastructure* ch. 3, at 32 (2014), [https://perma.cc/MT7F-M92M]

in force in 17 FSB member jurisdictions.... »¹⁰¹ Although that number is « unchanged since the 2020 progress report, » additional « jurisdictions are taking steps toward implementation of mandatory central clearing » for standardized derivatives.¹⁰² « Standardized » derivatives include virtually all derivatives that are « documented on ISDA forms. »¹⁰³ That is a « very low bar » because derivatives commonly are documented on those forms.¹⁰⁴

The flawed premise that most derivatives are uniquely risky has thus given rise to « a derivatives regulatory regime that often appears confusing, incomplete, contradictory, greatly subject to interpretation, incapable of addressing derivatives innovation, and even at times, simply irrational or incomprehensible. »¹⁰⁵ The central clearing requirement, for example, overregulates derivatives because it applies to most derivatives, often regardless of their type or their counterparties. Existing regulation also underregulates derivatives by inadequately addressing what this Article later describes as systemically risky CDS contracts.

Although intended to reduce risk, central clearing could inadvertently increase systemic risk by « shift[ing] counterparty risk » from individual counterparties to the CCP, thereby concentrating the risk.¹⁰⁶ Even the Financial Stability Board, the G20 body that originally proposed the central clearing requirement, is becoming concerned that central clearing might increase, rather than reduce, systemic risk.¹⁰⁷

The G20 regulatory scheme also proposes minimum margin requirements for non-centrally cleared derivatives.¹⁰⁸ « Posting margin » refers to providing securities or other liquid assets as collateral to secure a counterparty's obligation to settle a derivatives contract. For example, a CDS protection seller that would be obligated to pay \$1 million if the CDS contract was settled on that day might, if the contract so provided, be required to provide the protection buyer with (at least) \$1 million of securities to collateralize that obligation. Presuming that most derivatives are uniquely risky, minimum margin requirements are supposed to ensure that derivatives counterparties who are unprotected by central clearing at least are adequately protected by collateral.¹⁰⁹ Margin requirements, however, can be a mixed blessing. Although they can help

to protect against counterparty default,¹¹⁰ margin requirements also can lead to unpredictable liquidity-funding demands if the counterparty lacks sufficient liquid assets to post.¹¹¹ Indeed, AIG's near failure resulted from its inability to satisfy CDS margin requirements.¹¹²

More significantly, it is dubious whether regulators should impose formulaic margin requirements on sophisticated derivatives counterparties who presumably know best how to control their own risk and have incentives to do so. Those counterparties can, and normally do, balance their own costs and benefits when contracting about their rights and obligations to post margin.¹¹³ In this regard, the G20's minimum margin requirements for non-centrally cleared derivatives parallel the G20's questionable risk-retention, or « skin-in-the-game, » requirements for securitization transactions.¹¹⁴ Those securitization requirements either overlook, or ignore, that it was always common practice for sponsors of securitizations to retain substantial risk on the underlying loans they sold.¹¹⁵ Indeed, other securitization counterparties demanded the sponsors do so, as a matter of commercial reality, to protect themselves.¹¹⁶ Thus, the real-world impact of the G20's risk-retention requirements may well be de minimis, at best.¹¹⁷ Moreover, the false appearance of a regulatory « solution » can be dangerous.¹¹⁸

(summarizing the regulatory history of the central clearing mandate for derivatives contracts).

101. Fin. Stability Bd., OTC Derivatives Market Reforms : Implementation Progress in 2021 2 (Dec. 3, 2021), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P031221.pdf>.

102. *Id.*

103. *Central Clearing of Financial Contracts*, *supra* note 95, at 1372.

104. *Id.*

105. Lynch, *supra* note 3, at 13.

106. Anabtawi & Schwarcz, *Regulating Systemic Risk*, *supra* note 60, at 1395 ; see also Mark J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 Calif. L. Rev. 1641, 1692 n.123, 1697 (2013) (collecting sources on whether central clearing reduces or merely shifts counterparty risk from individual counterparties to the CCPs) ; Ivana Ruffini, *Central Clearing : Risks and Customer Protections*, 39 Econ. Persp. 90, 97 (2015) (observing that central clearing creates systemic costs by concentrating counterparty risk in the CCPs) ; Yadav, *supra* note 73, at 389 (challenging the « regulatory and academic consensus » by arguing « that clearinghouses, as presently conceived, are sorely ill-equipped to contend with the complex legal and economic risks of the credit derivative. »).

107. See Fin. Stability Bd., Incentives to Centrally Clear, *supra* note 92, at 3 (observing that « [s]urvey responses and market outreach are also consistent with a view that concentration in clearing service provision could amplify the consequences of the failure » of a « major » derivatives counterparty). Economists also argue that the central clearing of CDS transactions could reduce netting efficiency if done separately. Darrell Duffie & Haoxiang Zhu, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk ?*, 1 Rev. Asset Pricing Stud. 74, 90 (2011).

108. Heckinger et al., *supra* note 100.

109. See, e.g., Basel Comm. on Banking Supervision & Bd. of the Int'l Org. of Sec. Comm'ns, Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives 3 (2015) [hereinafter Basel Comm. et al., Margin Requirements], <https://perma.cc/GY8A-3GYN> ; Commodity Futures Trading Comm'n & SEC, Joint Report on International Swap Regulation 25 (2012), <https://perma.cc/ZK5Q-KA54>.

110. See *Regulating Complexity in Financial Markets*, *supra* note 67, at 232-33 (discussing how margin requirements can help to protect against counterparty default).

111. *Id.* ; see also Diana Milanesi, Risk/Benefit Analysis of Central Clearing of Over-the-Counter (OTC) Derivatives and a Chaos Theory-Based Perspective on Clearing Mandates 197 (Summer 2017) (Ph.D. dissertation, University of California, Berkeley), <https://perma.cc/F6N5-HS6P> ; Craig Pirrong, *The Inefficiency of Clearing Mandates*, Cato Inst. 3 (July 21, 2010), <https://perma.cc/3CEZ-UDKH> (observing that « imposing margin requirements » can limit risk but is « socially costly »).

112. See *supra* note 9. But cf. Patrick Fitzgerald & Marie Beaudette, *Lehman Wasn't Felled by JP Morgan Collateral Calls*, Wall St. J. (May 17, 2012, 2 :46 PM), <https://perma.cc/59N7-7VYQ> (reporting the Treasury Secretary's position that « the government takeover of Fannie Mae and Freddie Mac in the days before Lehman's Sept. 15, 2008, Chapter 11 filing resulted in institutional investors and clearing banks 'pulling away' from financial institutions, including Lehman, and was the real reason that the investment bank entered a death spiral »).

113. See, e.g., Int'l Swaps and Derivatives Ass'n, Legal Guidelines For Smart Derivatives Contracts : Collateral 15 (2019), <https://perma.cc/M2UL-GFDP> (stating that « [p]arties may wish to exchange collateral even where there is no obligation under any relevant regulatory regime to do so, » and providing documentation for parties to do so). In theory, one might conceive counterparty A demanding less collateral than socially optimal from counterparty B because counterparty A would be unconcerned about externalities if it ends up failing due to counterparty B's default. See *infra* note 122 and accompanying text. In practice, though, any such collateral deficiency should be de minimis, if not zero, because counterparty A commonly would demand, and counterparty B commonly would grant, sufficient collateral to ensure payment if counterparty B defaults. See Dan Awrey, *Split Derivatives : Inside The World's Most Misunderstood Contract*, 36 Yale J. on Reg. 495, 500 (2019) (discussing how derivatives counterparties use collateral to help protect themselves).

114. See, e.g., Andrew M. Faulkner, *Despite Challenges, Risk Retention Rules Set To Impact All Asset-Backed Securities by End of 2016*, Skadden Arps Slate Meagher & Flom LLP (Apr. 26, 2016), <https://perma.cc/52QC-QJJ5>. The risk-retention requirements were mandated by a G20 summit in September 2009. See *G20 Leaders Statement : The Pittsburgh Summit*, Trinity Coll. Univ. Toronto (2019), <https://perma.cc/W4M7-GNT3>.

115. See Ryan Bubb & Prasad Krishnamurthy, *Regulating Against Bubbles : How Mortgage Regulation Can Keep Main Street and Wall Street Safe-from Themselves*, 163 U. Pa. L. Rev. 1539, 1589-93 (2015) (disputing the notion that risk-retention requirements created moral hazard and thus contributed to the financial crisis of 2007-2008).

116. *Id.*

117. Mathew C. Turk, *Securitization Reform after the Crisis : Regulation by Rule-making or by Settlement ?*, 37 Rev. Banking & Fin. L. 861, 880, 901 (2018).

118. See Steven L. Schwarcz, *Securitization : Ten Years After the Financial Crisis*, 37 Rev. Banking & Fin. L. 757, 762 (2018) (observing that risk retention inadvertently can mislead securitization investors into thinking they are buying something that is safer than it actually is).

5. Designing More Targeted Derivatives Regulation

8 - For these reasons, we need to analyze how to design more targeted and effective derivatives regulation. Page limitations do not permit this Article to engage fully in that analysis. Nonetheless, interested readers might wish to compare a similar analysis in my Duke Law Journal article.¹¹⁹

That article argues that targeted derivatives regulation should focus on regulating CDS contracts with systemically important counterparties (« systemically risky CDS contracts »), which can seriously threaten economic stability. To design that regulation, the Duke Law Journal article starts by building a normative framework that uses cost-benefit analysis.¹²⁰

This presents an apparent puzzle : sophisticated financial firms that engage in derivatives transactions presumably know best how to control their own risk, and they have incentives to control risk to protect their investors. Why would regulation ever be justified ? The answer is that even if sophisticated financial firms perfectly control their own risk-taking to protect investors, they still might harm other parties, including customers, contractors, and even members of the public.¹²¹ This third-party harm represents a market failure, known as an externality.¹²²

Although the law does not purport to regulate all risky contracting, it should control contracting that causes material externalities. Systemically risky CDS contracts could cause such externalities—a systemically important protection seller's default leading to its failure, or a protection seller's default causing a systemically important protection buyer's failure, could cause a financial collapse that harms the real economy. Regulation that helps to control these externalities would be justified if its benefits can be expected to exceed its costs.

The Duke Law Journal article examines possible regulatory approaches, assessing their costs and benefits, to help control the material externalities caused by systemically risky CDS contracts.

Among other approaches, it considers limiting the credit exposure of systemically important firms on systemically risky CDS contracts,¹²³ correcting the cognitive biases that motivate protection sellers' excessive risk-taking,¹²⁴ setting special capital requirements on systemically important protection sellers in order to make them robust enough to resist failure,¹²⁵ as well as improving the G20 regulatory scheme.¹²⁶ It recommends that the G20 should focus more specifically on regulating systemically risky CDS contracts.¹²⁷ The Duke Law Journal article also critiques the G20's two other derivatives-reform proposals : imposing minimum margin requirements for non-centrally cleared derivatives transactions, and requiring data reporting about OTC derivatives transactions to government-mandated trade repositories.¹²⁸

Additionally, the Duke Law Journal article analyzes in detail how to regulate « naked » systemically risky CDS contracts. It ultimately recommends setting credit exposure limits and correcting cognitive biases to regulate those contracts.¹²⁹

Finally, the Duke Law Journal article proposes the text of a model law to implement its regulatory recommendations.¹³⁰ The proposed model law is intended to complement and enhance the existing G20 regulatory scheme for derivatives.

Conclusion

9 - This Article rethinks how derivatives should be regulated. It deconstructs derivatives by their economic functions into two categories of traditional legal instruments—option contracts and guarantees—and shows that, like these instruments, most derivatives are neither exotic nor uniquely risky. The Article explains why the potential for derivatives to create serious risk is primarily limited to CDS contracts, the category of derivatives that function as financial guarantees. It also explains why financial guarantee risk, and thus CDS risk, is magnified when the contract has one or more systemically important counterparties, which is typical of CDS contracts. Moreover, the absence of an insurable-interest requirement under some CDS contracts can even further magnify that risk.■

119. See *Regulating Derivatives*, *supra* note 1.

120. *Regulating Derivatives*, *supra* note 1, at 575-76.

121. Steven L. Schwarcz, *Misalignment : Corporate Risk-Taking and Public Duty*, 92 Notre Dame L. Rev. 1, 4-5 (2016).

122. Although economists often categorize externalities as a type of market failure, externalities more precisely are caused by market failures—in this case, risk-taking that causes uninternalized externalities. Steven L. Schwarcz, *Regulating Shadows : Financial Regulation and Responsibility Failure*, 70 Wash. & Lee L. Rev. 1781, 1799-1800 (2013).

123. *Regulating Derivatives*, *supra* note 1, at 578-82.

124. *Id.* at 582-85.

125. *Id.* at 585-87.

126. *Id.* at 587-89.

127. *Id.* at 575-89.

128. *Id.* at 588-89.

129. *Id.* at 589-94.

130. *Id.* at 598-606.

13 The role of derivatives in the Global Financial Crisis



Entretien avec
Benoît GOURISSE¹

La Revue des Juristes de Sciences Po (RJSP) : We are now more than a decade after the Global Financial Crisis (« GFC ») and an extensive set of financial regulations has been deployed upon the financial system to prevent a future crisis from happening. As a general matter, do you feel like regulators have addressed the main weaknesses of the regulatory framework ? Why do you think some aspects have been left out of the US regulatory crackdown after the GFC ?

Benoît Gourisse (BG) : First of all, it has actually been more than 15 years since the collapse of Bear Stearns in 2007. What is interesting about this question is that one of the good outcomes of the 2008 financial crisis is the creation of the Group of 20 (G20) to address flaws in the regulation of the financial sector in order to prevent future financial crises.

G20 leaders then committed in Pittsburgh in 2009 to regulating the financial sector, particularly the derivatives markets.

However, what are we talking about exactly when we say that we want to prevent a future crisis ?

We are talking about what we have learned from history and all the financial crises that we have been through, from the one in the late 90s, the one in the 80s, to, of course, the Great Depression following the 1929 stock market collapse. Furthermore, what we have learned from all these crises is that they have all specific causes, and they are all very different. Of course, leverage is always there as the common point of all crises. But the trigger of a crisis is always somewhere else, and leverage is an accelerator of the consequences.

What we have done in the past 15 years at the ISDA is supporting the regulation of derivatives markets, bringing standardization to help consistent implementation of the framework across jurisdictions, in order to prevent the same kind of crisis as in 2007. However, it is probably fair to say that the next financial crisis will be of a different nature, and we are not sure that the tools in place now would be able to prevent it.

These tools will probably prevent certain contagion effects because a large amount of money has been required to mitigate the contagious systemic risks from one global institution to another. However, the nature of the next crisis might be completely different from the previous one. Therefore, we recognize that we may need to do something else.

Again, I would say that what we have done after 2008 probably can prevent a crisis like the GFC of 2007, which was about inappropriate transfers of credit leverage risks. When you transfer the risks of loans provided to retail consumers through highly complex products, for instance, securitized products, to the entire market, at some point, you would lose track of the risks. You are then not able to completely assess the risks of these products.

The real roots of the GFC were the massive development in the early 2000s of loans to individuals in a fragile financial situation, particularly in the sector of housing. Mortgage loans have at some point developed at an unprecedented pace. Everybody in

the American system (the lenders, the banks, the supervisors, the federal agencies, and the government) started to lose track of how big the risks were.

There is one figure we need to keep in mind. In general, from the 1950s to the 90s, the size of US home loans was always in the range between 40 and 45% of the American GDP. It reached 73% in 2005.

It means that, in the early 2000s, the size of the US mortgage market was more extensive than you could expect, that the situation would be very difficult for the entire system in case of a housing bubble burst, which is exactly what happened. Moreover, this was aggravated by the fact that the risk had been transferred to the entire system through complex products.

There are two points here I want to clarify. The first relates to American culture. In the United States, there are no global and comprehensive national health protections based on collective solidarity and organized by the government as we have in France, in the United Kingdom, or in many other countries. Americans also do not have a pension system based on solidarity like the one we have in France. Americans do not have that kind of national solidarity, but they have conceptualized the idea of solidarity differently. For them, it means that everybody, even the poorest people, has the right to own their piece of land and their house.

If one were to try to settle in the United States, they would realize that the size of the rental market, to rent apartments, is small. There is a vibrant market for renting an apartment only in a few cities in the US : Washington DC and New York for instance. However, in the other large cities of the United States, most Americans own their apartments or their houses. They do not rent. This is how Americans interpret solidarity which means, of course, that you need to give people access to the housing market.

In France, you probably know the practice applied by all large banks to apply for mortgage credits to buy a house, which makes it difficult to get mortgage credits if you do not have relatively high revenues. The first question normally asked by the bank in France is how much money you earn each month because the internal rule established in the bank is that the amount you must refund every month cannot be higher than 1/3 or 40% of what you earn. If your monthly salary is 2000 euros, your mortgage then cannot be over 700 to 800 euros per month. That is the practice applied by all banks in France and exceptions are very rare.

In the US, this was not the case at all. You would go to a lending or mortgage agency, explaining that you want to buy a house and need \$400,000. The agency would tell you that you get it and specify the monthly amount that you will pay. Nobody looks at your credit history. Because that goes with another specific mindset of Americans, according to which they are confident that tomorrow they will earn more money than today and that regarding their house, if they have to sell it, its price will be higher tomorrow than it is today.

And what happened from 2004 to 2006 in the US is that not only millions of people had mortgages that they could not refund

1. Benoît Gourisse heads ISDA public policy workstreams in Asia Pacific, covering the whole region except Japan.

because they could not afford it, but at the same time, the value of houses had significantly decreased. It was a perfect storm.

Then, because the size of the US mortgage market was so big, as I said just now, around 73% of the GDP compared to 45% ten years before, suddenly, they realized that someone had to take on the risks associated with all these mortgage loans.

Furthermore, all these lending agencies are not banks, which shows another specific thing of the culture of the United States : you can grant a mortgage loan without being a bank. It is strictly prohibited in Europe. If you want to grant a loan, you need to be a credit institution and to have a license. In the US, however, you do not have to. It means that you do not have to comply with prudential rules or capital rules. Of course, this is dangerous but that is an important part of the American system.

And all these agencies found a way to sell their portfolios of mortgage loans to these large investment banks who were happy to buy them since they became the owners of this pool of portfolios of mortgage loans and could transform and transfer the risk.

These mortgage loans were risky assets, but the investment banks thought they could structure these portfolios into new products and eventually sell them to the public. Therefore, the risk would be spread out and vanish so that these products could be safe. That is the process of securitization through Residential Mortgage-Backed Securities (« RMBS »). These are securitized products. Simply speaking, investment banks structured credit portfolios and then created new products. Investment banks made these new products very attractive. They promised investors high returns as compensation for high risk. Then they went to Credit Rating Agencies, who gave them AAA ratings. In the end, they sent them to millions of investors and this kind of product was everywhere. This is how the bubble of securitization was made before it burst in 2008.

Actually, in the banking sector, the first signal we got at the time was in the spring of 2007 in France, when BNP Paribas decided to block the redemption of certain products after BNP said there was no liquidity and there was a problem with the valuation of these products.

The bankers said these products had an AAA rating and a high valuation, but when one looks closer at what is inside these products, this was not what was observed. There was a massive liquidity problem, and the first products identified as such were Bear Stearns' products, which was the first US investment bank to collapse in the United States. Bear Stearns was the fifth-largest investment bank in the US. It collapsed in 2007, and a year after, Lehman Brothers went bankrupt.

Merrill Lynch was very close to collapsing but it was sold to Bank of America, which accepted to take on risks and some losses. The two remaining banks which ranked in the top 5 US broker-dealers, Morgan Stanley and Goldman Sachs, went through the crisis without too much damage.

One could consider this crisis as a rocket with three floors : the first floor is the distribution of mortgage credit and the sale of portfolios of credits to investment banks ; the bankers then structured the portfolios in a way to create new products through the process of securitization and ; the third floor is the sale of such securitized products to the entire market with no real consideration that the valuation and the liquidity of the products would be questionable in case of massive redemption requests by investors. That is why the risk was everywhere. It was like a virus, a pandemic. Instead of a virus, it was a bad risk of loans that spread everywhere in 2008.

Consequently, we have put together many rules to prevent such crisis. I doubt a similar crisis could happen because the prudential rules applied particularly to how you evaluate credit scores, and the products are so strict now that you cannot step into the same situation as in 2008. The valuation of products and the capital requirements applicable to the banking book and the bank's trading book are much stricter. I would say that if all the regulatory wave is about preventing a similar crisis, central clearing of derivatives, margin rules applied to non-cleared derivatives and capital rules are effective. We are talking about trillions of dollars put into the system to anticipate and mitigate risks.

So, we have addressed weaknesses. However, have we addressed all the weaknesses in the financial market ? Nobody can be sure. The next crisis will probably be different. There is apparently a paradoxical situation. Because we put these trillions of dollars into the system to secure it from a credit crisis, all this money cannot be used to finance and fund the economy. It has to stay there just in case of a crisis to absorb it.

This is especially true with the storm we are currently facing due to the geopolitical crisis and the energy crisis caused by the conflict in Ukraine. We are going through a shortage of money available to finance the economy, because a large part of the liquidity pool is put aside to secure the system and cannot be used to finance the economy.

Moreover, one thing to remember is that the role of banks and the role of financial markets is always to find the equilibrium between funding the economy, which implies taking risks, and properly assessing credit and counterparty risks. We must find the tools to manage the risk and to find the balance. If I take too much risk, the entire system can be endangered, but the economy would be stagnant if I do not take enough risks.

We are now at a point where economic growth is in danger because of the shortage in liquidity and we can particularly see that in a country like China. Because now, with this geopolitical crisis, Chinese corporations and banks struggle to access international liquidities especially after President Xi Jinping's recent declaration that his next mandate would be much more political than economic in terms of priorities. It would be a concern internally and externally.

As I said, we may have a new crisis in front of us, but I do not know exactly when it could be, how severe it would be, and how different it would be from the GFC.

RJSP : Let's start with your first point about mortgage lenders. What are the risks associated with these nonbank financial intermediaries extending mortgages to the public ?

BG : Mortgage lenders have been there for decades. This ties in with the fact that the construction of the United States at the beginning was particularly fast. At first, with a few territories, people decided to form States and join the Union, with a particular acceleration of pace from the 1840s until the end of the 19th century. Some others joined later in the 20th century, and the last two were Alaska and Hawaii and they were admitted to the Union in 1960.

Before they became States, there was no obligation to comply with any kind of federal rules in the financial system. Instead, they all had to build the infrastructure and help people to get houses to live in. Providing fragile people with money to buy a house or an apartment was the reason for the creation of hundreds of agencies for mortgage credit, which are not banks and not regulated,

One of the most famous Hollywood movies ever is all about this : « *It's a wonderful life* », directed by Frank Capra in 1946, starring James Stewart. It tells the story of a man running a loan company in a small city to help poor people get their houses. He is experiencing the liquidity crisis and potential bankruptcy. This goes deep into American culture.

When Barack Obama was elected in 2008, he decided to mandate the US Congress with preparing a bill to regulate financial markets. This was the Dodd-Frank Act, introduced by Representative Barney Frank and Senator Christopher Dodd.

They did not want to directly address mortgage lenders because that would disrupt the way Americans have organized their housing market for almost 200 years. It is interesting to read the Dodd-Frank Act, a 1200 pages document in which one can find regulations about rates, commodities, securities, and banks that must put some capital to mitigate risk.

Nevertheless, there is nearly nothing directly addressing the distribution of mortgage credits in the Act. What are the risks associated with these non-bank financial intermediaries extending mortgages to the public ? It was that they were overdoing it. In the meantime, you have a crisis related to the valuation of houses. One could say that this mortgage system took almost 73% of the GDP was too much but if the value of houses had not decreased, the system would still have been safe. People would have obtained liquidity by selling the house, and the lenders

would have gotten their money back. In that sense, the system would have been safe.

One could say that the real root of the GFC was not the distribution of mortgage credits but rather the sudden drop in house prices by around 60% to 80%. People who believed their house was worth \$500,000 realized that it was only \$100,000.

So even if they could sell it, they could not cover the mortgage. I remember that even 2 or 3 years after the GFC, one could still see ghost towns in the west (e.g. in the suburbs of Las Vegas), with thousands of beautiful houses equipped with swimming pools completely empty. It was the same thing in Florida, where beautiful compounds and lovely apartments nearby the seashores were completely empty.

The only place in Europe where this phenomenon was observed, albeit to a lesser extent, was Spain, in Costa Brava. Coincidentally, I believe that it was also one of the only country in Europe to offer subprime credits.

RJSP : About your second point on securitization : how wide do you think the regulatory gap is ? If this practice triggered the GFC, why do you think this has not been addressed on international fora such as the Basel Committee ?

BG : First of all, securitization was a massive problem in the US because the securitized products were sold to retail investors, particularly to elderly people. Since there is no pension system based on national solidarity in the US, millions of senior people completely lost their pensions because they invested it all in these securitized products.

Again, I remember when I went to the US in 2009 and 2010, I was shocked to see some seniors around 80 years old still working in some restaurants and bars. Some seniors had to work to get some income because they had completely lost their pensions. As a result, they could for instance be seen working in the service industry in the aftermath of the GFC.

In most other countries, most banks sold securitized products to investors. Some non-US banks created these products and lost a lot of money, such as UBS. Nevertheless, they did not sell it to their retail clients and kept them in the wholesale market. Therefore, there was a consensus at the international level with regards to the fact that millions of individuals had lost their money, but that it was mainly a US problem and that the US had to deal with it.

Furthermore, about 20 years ago, it was the beginning of securitization in Europe. Some people constantly asked why securitized products were not being sold to retail investors. This was a way of extending and of diversifying their portfolio in order to have a high return. After many discussions, a consensus was reached regarding the fact that these products were way too complicated.

The fundamental difference between these products and investment funds is their usage. When you are exposed to 50 different equities of 50 different corporates in an investment fund, the risk is diluted because if one of them fails, the other 49 are still there. Securitization is quite the opposite and could always trigger a domino effect.

In the end, the decision was made by European banks not to sell securitized products to retail investors, and they were right. While millions of people had lost their pensions in the US, European retail investors did not directly suffer from the Great Financial Crisis in 2008. The financial crisis did not directly impact individuals in Europe through these securitized products, but some side effects resulted from the endangerment of the banking system and the experience of some bailouts. This is the main reason why the problem of securitization was never addressed at the international level.

A few attempts were made by some international bodies that wanted to work on securitization. Nevertheless, in the end, they did not do so because they hesitated about whether to address this subject, an issue mostly specific to the United States. On the other side, agencies in the United States also decided that they had to find a solution by themselves, without any interference. Indeed, US agencies and the US Government usually prefer bilateral negotiations.

RJSP : Do you think that lowering risk-weight for the purpose of capital requirements to derivatives going through Central Clearing Parties is enough ?

BG : Central Clearing Counterparties (« CCPs ») is a regulatory concept created in 2008. We called them clearing houses before, which in French are called « *Chambres de Compensation* ».

As a reminder, the G20 leaders in Pittsburgh took four commitments.

The first one is the creation of reporting requirements for all OTC derivative transactions to trade repositories. Before the financial crisis, cash equities instruments, corporate debt instruments, and government debt instruments were all reported, but there was no reporting system for the transactions on derivatives.

The second commitment is that OTC derivatives can be centrally cleared through central counterparties when they are sufficiently liquid and standardized. It is the most successful and the most effective measure.

The third commitment is to reserve more capital requirements for non-centrally cleared derivatives.

The fourth one is to bring all derivative products that are sufficiently liquid and standardized to be traded on regulated platforms rather than over-the-counter.

Eighteen months later, the G20 leaders decided to add a fifth commitment, which consists of having some margin rules for the derivatives that are not centrally cleared. Thus, there are now five commitments.

The text of Basel 3 is available, but its implementation is still not realized. There will be several steps starting in early 2024. It is therefore difficult to assess whether it would be very effective or not. It took many years to agree on all the systems of fundamental research, trading, trading books, and credit valuation adjustments.

Moreover, reporting is an interesting matter. All jurisdictions made the first set of reporting rules in the early 2010s and built them up on their own trade repositories. A few years later however, they realized that trade repositories were unable to communicate with others because they were not using the same data fields and language, nor the same IT system.

For that reason, it is impossible to have a global view of what is in the repositories. Thus, for the last five years, all jurisdictions have rewritten their reporting rules in order to make them much more consistent and converge toward the new reporting rules in the future. The first set of repositories will be released by the US in late 2022 and the others will be in 2024, including Europe, UK, Hong Kong, Singapore, Japan, and Australia.

All information was there in multiple Trade repositories all over the world. The problem is whether regulators can really use it and at this stage. The answer is a mixed. But with the next set of new rules, it will probably be the case.

Regarding non-clearing margin rules ; was it a success ? Yes, it was, regarding the variation margin and the initial margin. We have gone through their implementation, and it is successful.

Regarding trading, on the other hand, the answer would be different since trading is not about preventing systemic risk. Margin rules, capital rules, and central clearing are measures to prevent systemic risk. They are highly beneficial and instrumental, as well as necessary. Trading rules are all about transparency and competition between financial centers.

Following the trading commitment taken in 2009, the only jurisdiction where policymakers tried to force central trading was the European Union through the MiFID II directive, and the United States with the Dodd-Frank Act.

It is my assessment that clearing is a great success, because it brings many efficiencies compared to bilateral clearing, especially due to the fact that banks have a central point, called the clearing house, where they can calculate the net portfolio. It is secured by some margin rules applied by the clearing houses themselves through their rulebook.

Given the fact that 80% of interest rate derivatives are now centrally cleared through large clearing houses, the next question raised by many academics and some policymakers was the following : are we creating systemic monsters that could burst and make the entire system explode ?

For instance, the big clearing house in London, LCH limited, is the point of central clearing of a very large part of the interest rate derivatives market.

Interest rate derivatives are by far the largest asset class.² More than 80% of it is centrally cleared, from which a large part is centrally cleared in London through the LCH. Is it a systemic monster that could burst and make the entire system explode? Looking at the figures, one could ask how a clearing house could be distressed since the risk is not carried directly by the clearing house but brought by the banks. It is necessary to calculate the net position and the clearing house itself is relatively risk-neutral. Given that, how could the central clearing house burst? There are two possibilities. The first one is if one or many of the big clearing members (for example, the large banks that are clearing members) are in default. In such case, the CCP will then be in distress, which will spread the systemic risk across the entire system. But that would not be because of the CCP itself: it would be due to the banking crisis, because one or multiple large banks were failing.

The second possibility is that the CCP is in distress not because of the default of clearing members, but because of what we call non-default losses, which means that it was subject to a massive cyber-attack or because the CCP on its own is going down. In that case, we could ask whether they are sufficiently robust or if they are sufficiently capitalized. Probably not.

Most large CCPs are the subsidiaries of exchanges. For instance, Eurex in Germany is a subsidiary of Deutsche Börse and FTSE is a subsidiary of the London Stock of Exchange. The US's Chicago Stock Exchange (« CHX ») also has a clearing house. It is capitalized so that the parent company cannot absorb the shock. While this is true, the question is whether it is likely to happen. People in the industry consider that the chance is very low.

As such, we need a robust recovery and resolution framework for CCPs. Some jurisdictions have done that already. In the European Union, there is now a regulation on the recovery and resolution of CCPs. The UK has a similar approach because that was done before the end of the Brexit process. In the US, the situation is slightly different, with the clearing houses being subject to the resolution regime of banks. It might not be entirely relevant since CCPs are not banks: they don't have deposits and they don't do mortgage loans. Nevertheless, there is a framework.

Are CCPs really endangering the entire system? I do not think so. What might endanger the system, however, is if an important bank, which happens to be a very large clearing member, defaulted. Moreover, such risk is limited given the fact that only 6 or 7 large banks are global clearing members of the largest clearing houses in the world. If one of them happens to fail, the system will be down. But given the size of these banks, there would be many other critical problems than the CCPs' one. As a result, the CCPs' problem might not be the primary concern of politicians.

RJSP : The financial economist Darrell Duffie has argued that CCPs had become themselves « Too Big To Fail » ; that was before the ESMA started « stress testing » them. Would you still agree with Duffie's point ?

BG : According to Darrell Duffie, CCPs have become too big to fail. However, because there are only a handful of global clearing members, we could say that CCPs are too big to fail. But CCPs would fail only if one of the major banks fails.

RJSP : Do you think « run on repo » are symptoms or causes of financial crises ? What, if anything, do you think can be done to prevent them ?

BG : A financial crisis can have different causes, but a liquidity crisis can always occur somewhere. For instance, people run out

of money and want access to certain liquidity pools. It means that one needs to access the government bond markets. Why would you need to access the government bonds market ?

If there is a sovereign debt crisis, or if there is a liquidity crisis in some economic sectors, or if you need some collateral to secure a transaction, people will need to access government bonds. In this case, you can have a run on repo. I prefer to think that it is a symptom, and if this symptom leads to a drying up of liquidity on the market, then this can lead to other subsequent problems.

The question here is : what can be done ? Today, at the international level, the only government bonds that can be traded cross-border are those issued by countries whose currencies are convertible and can be negotiated on the international financial markets, that is : U.S. dollar, Euro, Canadian dollar, Australian dollar, Hong Kong dollar, Japanese Yen, Singapore dollar, Swiss franc, and British pound.

Most other currencies are closed and cannot be negotiated at the international level : you cannot offshore their trading. For example, the Chinese yuan/ Renminbi cannot get out of China. One could argue that all these countries should make their money convertible. However, in practice, that is impossible because it would trigger some internal issues. Suppose tomorrow, the Chinese President decides that the Chinese yuan would become convertible. In that case, the value of the yuan in financial markets may double or triple in a very short period. What would that mean for the 1.4 billion Chinese citizens ? It would mean that they suddenly cannot export anymore, because everything is twice or thrice the price it is today. That might kill the economy of China. Non-convertibility is a way of protection for many countries.

A notable difference exists between Asia Pacific and Europe. In Europe, there is the Euro system on one hand, and the British pound which is convertible as well on the other hand. As such, Europeans are not confronted with the problem of non-convertible currencies. Only the countries in Asia, except for Japan, Hong Kong, Singapore, and Australia, have such issues, including in some advanced economies. For example, South Korea has a very advanced economy, but a closed currency which is not convertible.

The problem with repos is that if an important portion of the market is put aside in order to secure the system through margin calls and collateral : for that reason, they cannot be used.. Moreover if there are many investors just holding bonds until maturity because the bond market is essentially a buy-and-hold market. Then, in that case, there is a liquidity problem and you need to run on repo. That is, however, not the repo market creating the problem, but something else.

RJSP : The Covid crisis has put new regulations to the test ; did it reveal any weakness in the derivatives market ?

BG : The first lockdown was in March and April 2020, and the market was highly volatile. When there is very high volatility, prices increase which leads to volatility on margin calls. Does it mean that the health crisis revealed weaknesses of the regulations ?

Some official reports now show how margin frameworks behaved during this turmoil for cleared derivatives managed by the clearing houses and the non-clear margin call systems. It revealed that clearing houses have different kinds of policies regarding margin calls for cleared derivatives. As a result, more convergence in the margin call policies might be helpful in order to avoid a situation where three or four different clearinghouses have completely different policies. Moreover, if the system is very consistent, it is easier to calculate the risk.

I would not say that Covid revealed margin call problems in the derivatives market. However, it did reveal how the financial system had to switch to a completely new working environment in which people had to work from home. Moreover, the Internet system was not prepared for such context either. One could doubt whether the financial system would be able to go through these obstacles. But two years later, we can finally say yes, we can.

2. When considering the entire derivatives market, about 75% of it are interest rate derivatives, around 15% of it are foreign exchange derivatives and the last 10% are credit derivatives, commodity derivatives, equity derivatives and all other exotics.

14 Regulating Financial Services – A European perspective

Is the ESFS fit for the new challenges ? The case of ESMA



Sophie VUARLOT-DIGNAC ¹,
Head of Legal & Enforcement at the European Securities and Markets Authority (ESMA)

Introduction

1 - The European Union is built on the rule of law, and it has made the most of this legal touch in the area of financial services. Over the past forty years, European securities markets have experienced a radical change from essentially self-regulation at national level to extensive regulation – and to some degree supervision – at EU level. This impressive rise of EU rulemaking, started in the 1980s with a view to complete the single market, has been amplified by the need to fix the weaknesses that the 2008-2009 financial crisis uncovered, and was finally fuelled by the Capital Markets Union initiative.

2 - In particular, the global financial crisis highlighted how interconnected the financial markets were. By contrast, the relevant regulatory frameworks in the European Union, as well as supervisory powers and practices, appeared fragmented. In an environment where financial services are provided freely throughout the Union, as a prominent example of one of the four fundamental freedoms of the EU Single Market, this proved to be a major vulnerability. To address such a vulnerability, an integrated network of financial supervisors, pulling together expertise from national macro- and micro-prudential regulation and supervision was established in 2011 : the European System of Financial Supervision (« **ESFS** »). Within the ESFS, the European Securities and Markets Authority (« **ESMA** » or « **Authority** »), together with its sister agencies – the European Banking Authority (« **EBA** ») for the banking sector, and the European Insurance and Occupational Pensions Authority (« **EIOPA** ») for the insurance sector – was thus designed as an institutional response to the crisis.

3 - While the European Supervisory Authorities (« **ESAs** ») were entrusted with similar duties and powers under their founding Regulations, ² ESMA came to play a special role through its unique role as the direct supervisor over certain financial entities. As a result, ESMA's missions and actions appear worth studying when reflecting on the effectiveness of the current institutional set-up and considering whether it is fit for purpose in the light of recent challenges.

4 - The aim of this article is to provide insight into the functioning and workings of ESMA within the ESFS context. In particular, ESMA's endeavour to build a single rulebook and foster supervisory convergence across the EU as well as to establish itself as an effective and credible supervisor will be assessed through the prism of ESMA's ability to deliver on its core objectives, namely fostering the orderly functioning of financial markets, preserving financial stability, and protecting investors. In doing so, special considerations will be given to financial services' issues arising from the UK decision to withdraw from the European Union, ESMA's initiatives to address COVID-19-related risks in the financial services as well as to ESMA's contribution to greening EU financial markets, and more recently the Authority's proposals to address at least partly high volatility of energy prices on derivatives markets.

1. New rules and oversight for the financial markets in the EU

A. - Eurolegalism in financial markets – a two-dimension conquest

5 - Before the mid-1980s, securities exchanges across Europe generally relied on flexible, informal self-regulation based on trust. That was before so-called « eurolegalism » ³ that came along with the European Union and global financial regulatory pressures. In the context of a fragmented institutional structure, the Single Market called for detailed, transparent and legally enforceable rules, backed by public enforcement.

6 - First, the opening of previously sheltered national securities markets led the European Commission (« **Commission** ») from the outset to back its efforts to promote deregulation of protectionist measures at the national level with a program of financial market reregulation at the EU level. National discretions were seen as an impediment to effective cross-border provision of services in the European Union. They were carefully limited through an « horizontal expansion » consisting of sustained regulatory activity at EU level in all key areas of financial markets. Following the publication of the Commission's White Paper on the Internal Market (1985) and its Single Market Programme (1992), a series of directives establishing minimum standards for public offerings and listings, trading activities and financial intermediaries were adopted. These directives provided for the minimum harmonization of key requirements as well as the principle of mutual recognition, which in turn would allow the so-called passporting of activities throughout the Union. Under this new approach, a single regulatory authorization obtained in one member state (« **home** ») would allow a financial service provider to operate in other member states (« **host** »). The remit of financial regulation was further broadened

1. The views expressed in this article are purely personal and do not necessarily represent those of ESMA.

2. Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC, OJ L 331, 15.12.2010, p. 12 ; Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC, OJ L 331, 15.12.2010, p. 48 ; Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, OJ L 331, 15.12.2010, p. 84.

3. R. Daniel Kelemen, Eurolegalism – The Transformation of Law and Regulation in the European Union (Harvard University Press), pp.93-143.

by the Financial Services Action plan of 1999, which aimed at enhancing the effectiveness of existing rules through a harmonized investor protection regime covering wholesale markets and institutional investors, retail markets, prudential supervision and financial market integration.

7 - Second, a « vertical integration » built on comitology procedures followed in the early 2000s. At the request of the Council, the « Committee of Wise Men » headed by Baron Alexandre Lamfalussy assessed the regulatory system in place and identified several structural weaknesses, among which the pace of rulemaking in the EU was deemed particularly unfit to fast-evolving financial markets. The 'Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities'⁴ recommended the adoption of a four-level approach which aimed at making the regulatory process for financial services⁵ quicker and more responsive to developments in the financial market :

8 - Level 1 : adoption by the European Parliament (« **Parliament** ») and Council of the European Union (« **Council** ») of broad framework principles in specific areas of substantive law by means of regulations and directives ;

9 - Level 2 : adoption by the Commission, under Comitology procedures,⁶ of implementing measures specifying the technical details for the implementation of the framework principles under Level 1 ;

10 - Level 3 : provision by the so-called 'Level 3 Committees' of technical advice, guidelines and recommendations on the Level 2 implementing measures. The 'Level 3 Committees' were the Committee of European Securities Regulators (« **CESR** »), the Committee of European Banking Supervisors and the Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors ;

11 - Level 4 : verification by the Commission of the compliance of EU member states with EU legislation, with a view to foster supervisory convergence and effective enforcement of directives across member states.

12 - This new vertical decision-making process was accompanied by a new wave of securities regulations with enhanced disclosure requirements for issuers such as the first Prospectus Directive (2003/EC/71), the Transparency Directive (2004/109/EC), the Market Abuse Directive (2003/6/EC) and the so called « MiFID », i.e., Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC), which introduced conduct of business rules for investment firms requiring that all information to clients or potential clients had to be « *clear, fair and not misleading* ». The general provisions of these directives were further specified in Level 2 and Level 3 measures prepared by CESR.

13 - Despite the *Lamfalussy* approach and the enhanced cooperation between EU Member States, the global financial crisis brought to light its shortcomings, and the necessity to reform the system further and deepen integration.⁷

B. - From CESR to ESMA : a tribute to the Founding Father

14 - On 11 November 2008, the Commission mandated a group of experts, chaired by the former IMF Director and Bank of France

Governor, Jacques de Larosière (the « **Group** »), to investigate the causes of the financial crisis and suggest remedial measures.

15 - The Group published its findings on 25 February 2009 in the 'Report by The High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière'. In the first part of the Report,⁸ the Group pointed to a number of weaknesses both in the areas of financial regulation and supervision which proved to be highly problematic during the financial crisis. Notably, the Group identified significant inconsistencies in the transposition and application of EU legislation across Member States, leading to distortions of competition and regulatory arbitrage. The Group emphasised that the 'Level 3 Committees' of the *Lamfalussy* approach did not have adequate powers to provide the EU financial sector with consistent rules, and ensure that national discrepancies in the application and supervision of those rules could be eliminated as much as possible.

16 - Furthermore, the Group highlighted that too much attention had been paid to the micro-prudential supervision of individual financial institutions and firms, thus neglecting the macro-prudential oversight of the financial system as a whole. However, micro-prudential supervision cannot effectively safeguard financial stability without adequately taking into account macro-prudential developments and, in particular, possible systemic risks of a contagion of correlated horizontal shocks.⁹

17 - In order to remedy the weaknesses identified, the Group recommended extensive legal harmonisation and institutionalisation in the form of a new European supervisory system, the ESFS, which, through a continuous interaction of macro- and micro-prudential regulation and supervision, would ensure financial stability, build confidence among supervisors, and provide effective protection to EU investors, depositors and citizens irrespective of the Member State they live in.¹⁰

18 - Following the recommendations in the de Larosière Report, the ESFS¹¹ was created in 2010 and became operational in January 2011. It is interesting to note that, despite the fact that the ESFS was established through secondary legislation, namely a package of regulations,¹² it finds its legal basis in Article 114 of the Treaty on the Functioning of the European Union (« **TFEU** »).¹³

8. The Report is divided into four parts : (i) causes of the financial crisis (ii) policy and regulatory repair (iii) EU supervisory repair, and (iv) global repair.

9. Report by The High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, para 29.

10. *Ibid.*, para 3.

11. For more detailed insight, see *The European system of financial supervision and in particular the European Securities and Markets Authority*, Sophie Vuarlot-Dignac and Eugenia Siracusa, in *Research Handbook on EU Economic Law*. Edited by Federico Fabbrini and Marco Venturuzzo. Cheltenham, UK ; Northampton, MA : Edward Elgar Publishing, 2019.

12. For the founding Regulations of the ESAs, see footnote no. 2. The ESRB is based on two founding Regulations : Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, OJ L 331, 15.12.2010, p. 1 ; Council Regulation (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, OJ L 331, 15.12.2010, p. 162.

13. Article 114 TFEU is used as a legal basis for EU measures that aim at (i) the approximation of national laws, regulations and administrative acts, and (ii) the establishment or functioning of the internal market. There has been a lot of academic debate around the appropriateness of Article 114 as a legal basis for the ESFS and in particular for the ESAs. See, among others, Niamh Moloney, 'The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market – a tale of two competences : Part 2 : rules in action' [2011] *The European Business Organization Law Review* 178 ; Elaine Fahey, 'Does the Emperor Have Financial Crisis Clothes ? Reflections on the Legal Basis of the European Banking Authority' [2011] *The Modern Law Review* 74(4). In Case C-270/12 *United Kingdom v Council and Parliament* [2014] EU : C : 2014 : 18, the Court gave reassurances on the appropriateness of Article 114 as legal basis for the conferral to ESMA of the power to temporarily ban or restrict short-selling under the Short Selling Regulation (Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, OJ L 86, 24.3.2012, p. 1). Although the

4. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities published on 15 February 2001, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf.

5. At the outset the *Lamfalussy* approach was adopted in the securities sector and then extended to banking, insurance, occupational pensions and asset management.

6. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities, pp. 28-36.

7. The at the time President of the European Commission, José Manuel Barroso, on 11 November 2008 declared that : '[...]Supervisory reform has so far relied on an evolutionary approach, whereby the so-called Level 3 Committees in the *Lamfalussy* framework are expected to achieve significant convergence in supervisory practices and procedures across member states. While certain progress in convergence has been achieved, this progress has not allowed the EU to identify and/or deal with the causes of the current financial crisis. [...]'. See http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-1679_en.htm.

19 - On the micro side, the ESAs are responsible for safeguarding the stability and soundness of financial markets and, in particular, of the securities (ESMA), banking (EBA) and insurance and pension (EIOPA) sectors. They also protect consumers of financial services. The founding Regulations of the ESAs are based on a similar pattern and most of the provisions are identical. Consequently, the governance structure of the Authorities as well as their tasks and powers are to a large extent alike. Even though differences may have developed in practice in the use of those powers or exercise of those tasks based on different priorities and needs arising from the three financial sectors, the ESAs collaborate closely and strive to adopt common approaches. Moreover, subsequent legislation broadened ESMA's responsibilities and attributed to it the specific role of direct supervisor, starting with the supervision of credit rating agencies as of July 2011.¹⁴

20 - The ESAs have the status of decentralized EU agencies. They are 'decision-making' agencies because they have the power to take individual decisions that are legally binding on third parties. For example, ESMA, as direct supervisor, takes legally binding decisions addressed to its supervised entities, such as the decision to accept or refuse a request for registration from a supervised entity. The ESAs are also 'quasi-regulatory' agencies, in that they contribute to the EU legislative process in particular by developing draft delegated and implementing acts (i.e., technical standards), which are then formally adopted by the Commission. However, unlike other regulatory agencies, e.g., in the United States, the ESAs cannot develop their own policy choices through rule-making.¹⁵ This is notably due to a number of legal constraints to the delegation of discretionary powers to agencies developed by the Court of Justice of the European Union (« CJEU ») in its jurisprudence.¹⁶ Yet, it is fair to note that the ESAs are empowered to develop draft technical standards precisely because they are bodies with highly specialised expertise in their area of competence. Hence, despite the fact that the Commission must formally adopt the ESAs' draft technical standards, it hardly ever makes material changes to the drafts sent by the ESAs into these complex rules.¹⁷ As 'quasi-regulatory' agencies, the ESAs can also take legally binding decisions of general application, such as product intervention measures.

21 - In order to carry out their functions as micro-prudential regulatory and supervisory authorities, the ESAs cooperate closely with national authorities, which are in charge of the day-to-day supervision of individual firms and financial institutions (national competent authorities – « NCAs »). Staff of the NCAs participate in the activities of the ESAs through different working groups. Importantly, the main decision-making body of the ESAs – the Board of Supervisors – is composed of the Heads of NCAs as well as of (non-

voting) representatives of the European Commission, the European Systemic Risk Board (« ESRB ») and the other two ESAs. The Heads of the EEA EFTA States as well as the EFTA Surveillance Authority are also non-voting members of the Board of Supervisors. All members are bound by professional secrecy obligations and must act in the interest of the union alone when sitting on Board of Supervisors. They are also subject to specific ethics and conflict of interest rules and cannot participate to the deliberation nor vote on measures addressed to their NCA.¹⁸

22 - Given the cross-sectoral relevance of certain issues, the ESFS also comprises a Joint Committee of the ESAs. The Joint Committee institutionalizes the cooperation among ESAs in the areas of cross-sectoral risk assessment or consumer protection and has been playing a growing role recently in the development of the regulatory and supervisory frameworks for cross-sectoral topics such as sustainable finance, securitisation and digital finance.¹⁹

23 - Finally, another noteworthy form of cross-sectoral function is represented by the joint Board of Appeal of the ESAs. Although the ESAs are fully independent in carrying out their missions – or precisely because they are – they are subject to different forms of accountability as any EU agency. The most extended form of accountability is towards the EU Parliament and Council : the ESAs appear before the Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs for formal hearings and regularly report on their activities mainly through a public annual report.²⁰ Furthermore, the ESAs are subject to annual thematic audits from the European Commission's Internal Audit Service and to annual scrutiny by the European Court of Auditors. They are also accountable before the European Anti-Fraud Office, the European Ombudsman for possible maladministration, and the European Data Protection Supervisor as regards their handling and use of personal data. Finally, the ESAs are accountable *vis-à-vis* their stakeholders. This is clearly exemplified by the reviewability of their decisions.²¹

24 - In practice, the vast majority of the ESAs' decisions can be appealed before the Board of Appeal. The few decisions of the Authorities which do not fall within the competence of the Board of Appeal can be appealed directly before the CJEU pursuant to Article 263 of the TFEU. The decisions of the Board of Appeal can be subject to further scrutiny before the CJEU under Article 263 of the TFEU.²² The reviewability of the decisions of the ESAs was one of the elements considered by the European Court of Justice²³ in order to uphold the legality of the delegation of product intervention powers to ESMA under Regulation (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps.²⁴ This regulation confers upon ESMA direct binding powers over certain financial market participants. ESMA may *inter alia* prohibit or impose conditions on the entry into a short sale in relation to a specific financial instrument. Such impactful measures however are neatly

Court did not directly consider the question of Article 114 of the TFEU as legal basis for the establishment of ESMA, it seems reasonable to argue that, if Article 114 of the TFEU constitutes a valid legal basis for the conferral of powers to ESMA, it should *a fortiori* represent a valid legal basis for its establishment. It would indeed be difficult to explain how delegation of powers to an EU agency could be done on the basis of a provision which cannot be used to justify the foundation of the agency. See also the opinion of the Advocate General in Case C-270/12, EU :C :2013 :562, paras 27-34.

14. See Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies.

15. Recital 22 of the ESAs' founding Regulations clarifies that : « [...] it is efficient and appropriate to entrust the Authority, in areas defined by Union law, with the elaboration of draft regulatory technical standards, which do not involve policy choices ».

16. Case 9/56 *Meroni & Co, Industrie Metallurgiche Spa v High Authority* [1958] EU :C :1958 :7. The Meroni principle was confirmed by the Court in several subsequent cases. See *inter alia* case C-301/02 *P Tralli v ECB* [2005] EU :C :2005 :306 and case C-270/12 *United Kingdom v Council and Parliament* [2014] EU :C :2014 :18.

17. Recital 23 of the ESAs' founding Regulations clarifies that « [...] [draft technical standards] should be subject to amendments only in very restricted and extraordinary circumstances, since the Authority is the actor in close contact with and knowing best the daily functioning of financial markets [...] ».

18. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma40-134-3263_decision_on_conflicts_of_interest_policy_for_non-staff.pdf.

19. For an account of recent activities of the Joint Committee, see the Joint Committee annual report for 2021 (JC 2022 01).

20. See Article 3 and more specifically Articles 43(5) and 50 of the ESAs' founding Regulations.

21. On the accountability of EU agencies, see E. Madalina Busuioc, *European Agencies – Law and Practices of Accountability* (Oxford University Press 2013) and E. Madalina Busuioc, Martijn Groenleer, Jarle Trondal, *The agency phenomenon in the European Union – Emergence, institutionalisation and everyday decision-making* (Manchester University Press 2012).

22. So far one decision of the Board of Appeal, which concerned an EBA's decision not to open an investigation for Breach of Union law, has been appealed before the General Court (Case T-660/14 *SV Capital OÜ v European Banking Authority (EBA)* [2015] EU :T :2015 :608 and subsequently before the European Court of Justice (Case C-577/15 *P SV Capital OÜ v European Banking Authority (EBA)* [2016] EU :C :2016 :947).

23. Case C-270/12 *United Kingdom v Council and Parliament* [2014] EU :C :2014 :18.

24. Article 28 of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, *OJ L 86*, 24.3.2012, p. 1.

framed. They are temporary and reserved for exceptional times and can only be considered when two cumulative conditions are met : the measures are necessary to address a cross-border threat to the orderly functioning and integrity of financial markets or to the stability of the whole or part of the financial system in the Union ; and no national competent authority has taken measures that adequately address such a threat. Importantly, they are subject to full judicial review.

25 - Moving on to the macro side of the ESFS, the ESRB is responsible for the oversight of the financial system of the EU as a whole. In particular, it identifies, monitors, and assesses potential systemic risks to financial stability arising from macroeconomic developments. In the wake of the global financial crisis, some international initiatives had been taken with a macro-prudential focus.²⁵ However, the setting up of the ESRB as a body specifically dedicated to the macro-oversight of the financial system represented a novelty in the EU institutional landscape, and a key tool to identify early on and mitigate if not address financial stability risk.

26 - Unlike the ESAs, the ESRB does not have any legally-binding power and carries out its mission through a number of 'soft law' tools. The most important tool is represented by recommendations, which, similarly to the ESAs' guidelines, are subject to an 'act or explain' obligation.²⁶ The ESRB's recommendations can be addressed to the Union as a whole, the Commission in respect of EU legislation, one or more Member States, national competent authorities and the ESAs. Upon receipt of a recommendation from the ESRB, an ESA must immediately convene a meeting of its Board of Supervisors in order to assess the implications of the recommendation. In line with the findings in the de Larosière report, this ensures that macro-prudential oversight can influence regulation and supervision at micro-prudential level. Furthermore, a continuous cooperation and flow of information between the actors of the ESFS is achieved through their governance set-up : the Chairperson of the ESAs' Joint Committee is a Vice-Chair of the ESRB, and a representative of the ESRB is a non-voting member of the ESAs' Board of Supervisors and must be invited to the meetings of the Joint Committee.²⁷

C. - The ESFS : facilitating further integration through institutional reforms

27 - EU initiatives linked in particular to the Banking Union and the Capital Markets Union, as well as the regular reviews by the Commission of the adequacy of the ESAs' founding regulations have led to material changes in the missions and functioning of the ESFS over the last decade, through successive enhancements of responsibilities at the EU level, most notably in the banking sector.

28 - First, the ESFS was complemented with new EU bodies, with which specific links and interactions were established. In November 2014, the Single Supervisory Mechanism (« SSM ») was created within the European Central Bank (« ECB »), as a first pillar of the Banking Union, with prudential supervisory tasks and responsibilities over significant credit institutions being transferred from national banking supervisors of the eurozone. This resulted in some important amendments to the EBA's tasks, powers and gover-

nance.²⁸ The ECB/SSM became non-voting member at the EBA's Board of Supervisors. Beyond this governance change, EBA's role in the area of supervisory convergence was also impacted, as the SSM, hosted by an EU institution, has a mandate to ensure consistency of practices and outcomes for the supervision of all credit institutions in the Eurozone, either directly or indirectly through Eurozone NCAs, depending on the size and systemic relevance of these credit institutions. Subsequently, in January 2016, the second pillar of the Banking Union, the Single Resolution Board (« SRB »), was established with the mandate to deal with the orderly resolution of failing credit institutions in the Eurozone. In carrying out its mission, the SRB closely cooperates with the ESAs and especially the EBA,²⁹ at the Board of Supervisors where the SRB Chair has an observer seat. Last, another EU agency is in the making to foster the fight against money-laundering and terrorist-financing : the Anti-Money Laundering Authority (« AMLA »).³⁰ Among other tasks, this new authority will contribute to the harmonisation and coordination of supervisory practices in the financial and non-financial sectors, the direct supervision of high-risk and cross-border financial entities and the coordination of financial intelligence units. Therefore, related tasks and resources of the EBA should be transferred to the future AMLA, which is expected to be fully operational by the beginning of 2024, with direct supervision of selected entities to start as of 2026. The three ESAs will be cooperating with AMLA and are expected to have observer seats at each other's Boards.

29 - 29 - Second, the Capital Markets Union (« CMU ») initiative,³¹ launched in 2015 and completed in 2020, aimed at broadening the role of the ESAs in the area of capital markets. For example, the Commission's proposal to introduce a pan-European Personal Pension Product (« PEPP »)³² attributes to EIOPA a central role in authorising PEPPs in the Union. Furthermore, the Regulation for Simple, Transparent and Standardised Securitisation,³³ which started to apply as of 1 January 2019, entrusted ESMA with new powers in the EU securitisation market, including that of authorising and supervising securitisation repositories in the Union. Under the 2020 CMU action plan, ESMA should play a bigger role as the EU data hub for financial markets, in particular via the set-up and running of a proposed European single access point.³⁴ This

25. The Financial Stability Forum (FSF) which, by decision of the G20 Heads of States, was transformed in April 2009 into the Financial Stability Board (FSB) with the mandate to promote global financial stability ; the US Financial Stability Oversight Council (FSOC), established in 2010, with the mandate to identify risks and respond to emerging threats to financial stability.

26. If the recipients of an ESRB recommendation do not act on that recommendation, they must provide the ESRB with the reasons for their inaction (Article 17(1) of the ESRB founding Regulation). If the ESRB is dissatisfied with the action taken or the explanation for inaction, it can refer the matter to the Council, the Chair of the EU Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs and, where relevant, the ESA concerned (Article 17(2) of the ESRB founding Regulation).

27. Articles 40(1)(d) and 55(2) and (3) of the ESAs' founding Regulations.

28. Regulation (EU) No 1022/2013 of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards the conferral of specific tasks on the European Central Bank pursuant to Council Regulation (EU) No 1024/2013, OJ L 287, 29.10.2013, p. 5. On the interaction between EBA and the ESRB, see Christos V. Gortsos, The role of the European Banking Authority (EBA) after the establishment of the Single Supervisory Mechanism (SSM) in Mads Andenas, Gudula Deipenbrock (eds.), *Regulating and Supervising European Financial Markets- More risks than achievements* (Springer 2016).

29. SRB's statement of 17 April 2018, 'Cooperation with the European Banking Authority (EBA) on 2019 Resolution Reporting', <https://srb.europa.eu/en/node/528> and EBA 2017 Annual Report <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2255336/2017+EBA+Annual+Report.pdf>.

30. On 29 June 2022, the Council achieved a partial political agreement covering the whole proposal except the issue on the location of the new authority's seat, which is still pending.

31. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions 'Action Plan on Building a Capital Markets Union', COM(2015)0468 final, and 'A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan', COM (2020) 590 final.

32. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a pan-European Personal Pension Product (PEPP), COM (2017) 343 final.

33. Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017 laying down a general framework for securitisation and creating a specific framework for simple, transparent and standardised securitisation, and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC and 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012, OJ L 347, 28.12.2017, p. 35.

34. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending certain Regulations as regards the establishment and functioning of the European single access point, COM (2021) 725.

platform should provide seamless, EU-wide access to all relevant information (including financial and sustainability-related information) disclosed to the public by companies, including financial companies.

30 - ESMA's powers were also significantly increased through a number of sectoral legislative initiatives, such as the amended European Market Infrastructure Regulation on derivatives, central counterparties and trade repositories³⁵ (also referred to as EMIR 2.2) or the 2019 ESA review.³⁶ The former includes an unprecedented power for ESMA to recognise and supervise third-country central counterparties (« CCPs ») which are or may become significantly important for the financial stability of the Union or one or more Member States. As of today, ESMA identified two UK CCPs as systemically relevant for the EU, as well as 40 third-country CCPs deemed non-systemically important for the EU, and which are recognised on the basis of appropriate deference to their home authority's supervision.

31 - In addition, the 2019 review of the ESAs founding regulations had a significant impact as it led to new direct supervisory powers for ESMA, notably in the areas of benchmarks administrators and data reporting services providers. These changes were justified respectively by the cross-border nature and use of the activities concerned, and by efficiency gains, simplification, and enhanced reliability of data.

32 - The case for Union-level supervision of critical benchmarks was quite straightforward as financial products using critical benchmarks are available in all Member States, hence granting those benchmarks with crucial importance for the functioning of financial markets and financial stability in the Union. The co-legislators supported a holistic approach to the supervision of critical benchmarks, taking into account all potential impacts, not only in the Member State where the administrator is located or in the Member States where its contributors are located, but across the entire Union. ESMA has therefore taken over the supervision of the administrator of EURIBOR.

33 - On 23 May 2022, the Commission published its latest report³⁷ on the operation of the ESAs. This report did not propose significant changes as it was deemed too early to assess properly the latest amendments brought by the 2019 review, but the Commission nonetheless addressed a *satisfecit* to the ESAs, by noting that « *more than 10 years after their creation, the ESAs now have a very convincing track-record [...] They are key actors in shaping the single market for capital and financial services by contributing to implementing EU legislation in this area and by coordinating the work of national supervisors* ».

35. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories, COM/2017/0208 final ; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1095/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) and amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the procedures and authorities involved for the authorisation of CCPs and requirements for the recognition of third-country CCPs, COM/2017/0331 final.

36. Regulation (EU) No 2019/2175 of the European Parliament and of the Council of 18 December 2019 amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), Regulation (EU) No 1094/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), Regulation (EU) No 1095/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments, Regulation (EU) 2016/1011 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds, and Regulation (EU) 2015/847 on information accompanying transfers of funds.

37. Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs), COM (2022) 228 final.

34 - The Commission also noted that the COVID-19 crisis had proven that the ESFS was functioning well and underlined that the ESAs monitor the impact on EU financial institutions and follow financial market developments closely, notably with regard to energy, food commodity and commodity derivative markets. In the light of these challenges, are the born-from-a-crisis ESAs fit for purpose and able to weather current crisis or challenges ? A closer look at ESMA's endeavours and successes in achieving an orderly functioning of securities markets should at least provide a partial response and certainly food for thought.

2. ESMA's successes and challenges in fostering the orderly functioning of EU securities markets

35 - Ten years on, Paris-headquartered ESMA stands out as a 320 staff strong Authority, in which 26 nationalities are represented. It manages a budget nearing 68 MEUR. It has adopted 275 technical standards, 98 sets of guidelines and a significant number of other soft law instruments such as Q&As, opinions or warning. It exercises direct supervision over 40 EU or third countries entities, and has issued 17 enforcement decisions amounting to 13 MEUR of financial penalties.

36 - Pursuant to its founding regulation, ESMA's mission is to enhance investor protection and promote stable and orderly financial markets in the European Union. This entails serving the needs of financial consumers and reinforce their rights as investors while acknowledging their responsibilities, as well as promoting the integrity, transparency, efficiency and good functioning of financial markets and robust market infrastructures. This is achieved through ESMA's main activities : completing a single rulebook and fostering supervision in the EU, both directly and through convergence of national supervisory practices. Ultimately, ESMA's activities contribute to strengthening the financial system so that it can withstand shocks and the unravelling of financial imbalances while fostering economic growth.

37 - Challenges were faced in each of ESMA's key activities, although their form and intensity varied. Special attention will be given to cross cutting events with a high potential for disrupting financial markets such as the UK decision to leave the Union, the COVID-19 crisis, and the current high volatility on energy derivatives markets.

A. - Single rule book

38 - While in the banking and insurance sectors the applicable framework is defined through a limited number of legislative acts, ESMA counts over 30 legislative acts within its remit : this is definitely a multifaceted single rulebook, which was branded as ESMA's key strategic priority in its first years of establishment and until 2016.

39 - ESMA contributes to developing and consolidating the single rulebook through : (i) the submission, either at its own initiative or upon request, of technical advice³⁸ to the Commission, Parliament and Council on Level 1 legislation,³⁹ and (ii) the development of draft Level 2 legislation (i.e. technical standards)⁴⁰. In order to ensure that the single rulebook remains up-to-date, ESMA also reviews the application of existing Level 2 legislation and, where appropriate, proposes amendments to it⁴¹.

40 - ESMA develops technical standards (« TSs ») on the basis of an express empowerment in Level 1 legislation. Except for limited

38. Article 34 of ESMA founding Regulation.

39. The term 'Level 1 legislation' remained unchanged since its introduction in the *Lamfalussy* approach (see page 3) and continues to refer to regulations and directives adopted by Parliament and Council under the co-decision legislative procedure.

40. Articles 10 to 15 of ESMA founding Regulation.

41. *Ibid.*, Article 29(1)(d).

cases, ESMA must conduct open public consultations, a cost-benefit analysis, and request the opinion of the Securities Markets Stakeholders Group on a proposed TS. The draft TS is then submitted to the Commission, which has three months to decide whether to endorse it or not, and whether to endorse it with amendments. If the Commission decides not to endorse, endorse in part or with amendments the TS, it must send it back to the ESMA, which has, in turn, 6 weeks to modify the act on the basis of the Commission's proposed amendments, and resubmit it in the form of a formal opinion. With regard to regulatory TSs, Parliament and Council can also object within 3 months from the date of adoption by the Commission.⁴²

41 - Overall, the aforesaid procedure, which must be followed by analogy for amending existing Level 2 legislation (in absence of explicit provisions dealing with amendments of TSs), has generally worked well, although it may not always have achieved the objective of the « founding fathers », namely to allow swift regulatory responses. It sometimes led to delays in the adoption of TSs⁴³, and, most importantly, in responding to market developments.⁴⁴ This may prove a weakness to weather future crises. Therefore, new forms of delegation of executive powers to the Authority could be considered. For example, ESMA could use those powers, as an alternative to implementing TSs, to directly specify and adjust the technical details and conditions needed for the implementation of Level 1 legislation according to the evolving market reality.

42 - In addition to its direct contribution to building a single rulebook through proposing level 2 measures, where it is explicitly empowered to do so, it is worth noting that ESMA has in the past seized opportunities to provide expert input to the Commission to assist in addressing new issues. For example, ESMA published a report on the analysis of the trading of emission allowances in March 2022, including its recommendations to improve the functioning and transparency of the so-called carbon market. More recently, ESMA proactively revisited its draft regulatory technical standards on the clearing thresholds for commodity derivatives, proposing to increase it, taking into account a number of factors, including the sharp increase in energy prices. ESMA also provided input to the European Commission regarding the current level of margins and excessive volatility in energy derivatives markets.

43 - Another area deserving consideration concerns the so-called 'exemptive powers'. It may occur that, under certain market conditions, the strict application of regulatory requirements would bring about unintended and even detrimental consequences.⁴⁵ In such cases, it would be important that ESMA, as a highly specialised body, be able to provide a uniform response at the EU level and temporarily suspend the application of those requirements, in order to avoid possible situations of regulatory fragmentation. 'Exemptive powers' are already used by financial supervisory authorities in a number of jurisdictions outside the Union, particularly in the United States. This would appear as a necessary tool for an effective

Capital Markets Union, moving away from the practice of supervisory forbearance applied in an uncoordinated manner and without providing the necessary legal certainty to EU financial market participants.

44 - Interestingly, such measures became necessary to alleviate the impact of the COVID-19-related financial crisis back in 2020 : beyond intensifying its coordination efforts with NCAs, ESMA undertook a number of initiatives, in particular in the areas of investor protection, short selling, and corporate disclosure. For example, as confinement measures taken by Member States to prevent COVID-19 contagion presented significant difficulties and challenges for fund managers and auditors in preparing their periodic reports for publication within the regulatory deadlines, and while recognising the importance of periodic reports for timely and transparent disclosure, ESMA took the view that the burdens on fund managers associated with the COVID-19 outbreak should be taken into account by NCAs in a coordinated way. ESMA issued a public statement directed at fund managers concerning their obligations to publish yearly and half-yearly reports, which was in effect coordinated supervisory forbearance. Similarly, In June 2020, ESMA issued a public statement to clarify the application of the markets in financial instruments regulation (« MiFIR ») open access provisions for exchange-traded derivatives (« ETDs ») for trading venues and CCPs in the light of the uncertain and volatile market environment due to the COVID-19 pandemic. The statement aimed to coordinate the supervisory actions of NCAs by setting out the issues that they should consider when assessing open access provision requests for ETDs in view of the end of the transitional period, which had initially been expected to expire on 3 July 2020. A few weeks later, the co-legislators agreed on a 1-year extension of the transition period for ETDs until 3 July 2021.

45 - Finally, while well advanced, the EU single rulebook does not seem to be near completion, as more is needed to address major challenges such as fighting climate change. ESMA has been very active in contributing to the single rulebook for sustainable finance, which is in the making. This is in line with its sustainable finance roadmap 2022-2024, in which ESMA identified three priorities on promoting transparency and tackling greenwashing, capacity building, as well as ESG market and risk monitoring. For example, the ESMA sent a letter to the European Commission providing its findings from the call for evidence to gather information on the market structure for Environmental, Social, and Governance (« ESG ») rating providers in the EU. The Authority also submitted its responses to the public consultations of the European Financial Reporting Advisory Group on the European Sustainability Reporting Standards and of the International Sustainability Standards Board respectively. ESMA launched a call for evidence on the methodology to assess climate risk with a new stress testing framework for CCPs. Importantly, as sustainable finance calls for cross-sectoral solutions, ESMA has contributed to the preparation of several deliverables of the Joint Committee of the ESAs, such as a joint draft regulatory TS with regard to the content and presentation of taxonomy-related product disclosures in October 2021, an updated joint supervisory statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation, a joint report on the extent of voluntary disclosure of principal adverse impacts of investment decisions on sustainability factors, or a joint draft regulatory TS with regard to product disclosure of fossil gas and nuclear energy.

46 - The sustainable finance agenda is one illustration of how ESAs are more and more requested to tackle issues that are cross-sectoral by nature, which calls for enhanced cooperation across the three Authorities and an increasing role for the Joint Committee. In addition, these new mandates constitute new challenges for the Authorities in terms of the specific skills and expertise that they require.

47 - The same applies to the whole digital finance package where the three ESAs have been working closely together to further their

42. The three-month timeframe is reduced to one month in case an RTS adopted by the Commission is the same as the draft RTS submitted by ESMA.

43. Since September 2015, the time period needed for the Commission to endorse TSs increased from the 3 months provided for in the ESMA founding Regulation to an average of 9 months, with consequent delays in the adoption of TSs. For example, the draft ITS on 'main indices and recognised exchanges' under the Capital Requirements Regulation (CRR) was adopted by the Commission 19 months after it was submitted by ESMA. Similarly, the draft RTS on 'internalised settlement reporting' under the Central Securities Depositories Regulation (CSDR) was adopted by the Commission 11 months after it was submitted by ESMA.

44. For example, in April 2017 ESMA proposed an amendment to the EMIR RTS 'specifying the date to be published and made available by trade repositories and operational standards for aggregating, comparing and accessing the data' to reflect the evolved market conditions. The amended RTS was adopted by the Commission 1 year later.

45. *Ibid.*, for example, the trading obligations set out in MiFID II could have detrimental effects in the event of a sudden drop in the liquidity of a product and might require urgent suspension action in order to ensure orderly markets and financial stability.

understanding of the impact of new technologies for the financial sector, assessing the associated risks and identifying new business models. The speed of developments in the crypto eco-system, and in particular the recent market turmoil which saw the market capitalisation of crypto assets lose 60% in 6 months, has shown the relevance of the EU initiative to develop a regulatory framework for Markets in Crypto-Assets (« **MiCA** »). The FTX collapse has shown that the risks arising from the crypto ecosystems should not be underestimated and call for adequate and comprehensive regulatory framework. Many crypto exchanges seem to provide a range of services that go beyond mere trading services and involve some form of lending and/or proprietary trading activities, which would typically be segregated in traditional finance. This creates important counterparty risks but also conflicts of interest issues. The lack of visibility characterising the corporate structure and operations of crypto firms and the close, intertwined relationship between those firms, hence interdependencies, is another important area of concern. While MiCA will address some of the current challenges caused by unregulated distribution of crypto-assets, a more holistic approach ensuring adequate regulation, supervision, governance, risk management, and transparency should be pursued ; and ESMA stands ready to contribute.

B. - Supervisory convergence

48 - There can be no effective rules without consistent supervisory approaches leading to similar outcomes, as underlined in ESMA Strategic Orientation 2016-2020.⁴⁶ This is further emphasized in ESMA's latest strategy⁴⁷ covering the period 2023-2028. Supervisory convergence is at the heart of ESMA's role in helping develop a European supervisory culture that would be data driven, risk-based, and outcome-focused ; and would lead up to consistent enforcement outcomes for similar breaches, wherever they occur in the EU.

49 - ESMA, as the other ESAs, has been entrusted with a variety of convergence tools, ranging from ex ante policy-like tools, such as guidelines or opinions, to more intrusive ex post tools designed to facilitate, for example, the settlement of disagreements between national competent authorities or to issue recommendations to national authorities further to a peer review or in case of a breach of clear and unconditional provisions of Union law.

50 - Some of these tools are well known and were used extensively : this is the case for guidelines. ESMA has published almost a hundred sets of guidelines since it was established.⁴⁸ This is all the more significant for supervisory convergence as the ESAs' guidelines are not like any other guidelines or principles adopted by prominent international financial organizations, such as IOSCO, the Banking Committee for Banking Supervision, or the International Association of Insurance Supervisors. ESAs' guidelines present distinctive features set out in Article 16 of the founding Regulations : while they remain non-binding, their recipients have the legal obligation to make every effort to comply⁴⁹ – a duty which considerably enhances their effect. In addition, national competent authorities⁵⁰ have to report whether they intend to comply or not with a given set of guidelines to the ESAs, on the basis of which the ESAs publish a compliance table. A table providing the overview of all compliance tables published is accessible on ESMA's

website.⁵¹ As shown in the table, the rate of compliance and intention to comply with ESMA's guidelines is very high and concerns more than 95% of the guidelines referred to in the table. By contrast, the cases of non-compliance with ESMA's guidelines are rare and, so far, have concerned only a limited number of guidelines, for which the divergence in national competent authorities' practices resulted mainly from the lack of clarity in the Level 1 legislation, which can only be addressed by the co-legislators through a review of the legislative text.⁵²

51 - If guidelines are well-known and have been used extensively by the three ESAs, recommendations, which are set out in the same Article 16 of the founding Regulation, have never been used before the clarification brought by the 2019 ESA Review. The co-legislators have clarified that, while guidelines are addressed to all market participants and/or all NCAs, recommendations target one or more market participants or NCAs. ESMA issued its first Article 16 recommendation to the Cypriot securities markets authority in Spring 2022, to set out clear expectations after a number of deficiencies were identified on the supervision of investment firms operating throughout the EU.

52 - Peer reviews⁵³ are another well-known convergence tool. Just as for guidelines, this tool already existed at CESR times, yet it is fair to say that it gained in efficiency and effectiveness. The peer reviews are now conducted in one year (versus at least two previously), or even less in the case of fast-track peer reviews. For example, the peer review assessing the failure of Wirecard and the response of the German national supervisors⁵⁴ was conducted in 4 months. Peer reviews rely on more intrusive techniques such as on-site visits and stakeholder engagement, as reflected in the Methodology for peer reviews.⁵⁵ Moreover, specific rules preventing possible conflicts of interest among the members of the assessment groups have been established. Last, but not least, follow-up work is done almost systematically – be it in the form of a follow-up review or through more focused ESMA Chair's letters. The peer reviews report as well as the follow-up reports are available on ESMA's website.⁵⁶ It is fair to note that the success of such reviews is highly dependent on the (continued) willingness of national authorities to contribute through honest and specific responses, to accept on-site visits, to accept interaction with relevant stakeholders and to fix issues when any were identified. The choice of peer review topics is also highly strategic and remains the prerogative of the Board of Supervisors. The 2019 ESAs review enhanced the role of the Management Board in the area of supervisory convergence and particularly of Peer Reviews, provided for a leading role of ESAs' staff in peer review committees, and clarification regarding when concerned NCAs should abstain from participating in the discussion at the Board of Supervisors and from voting.

53 - Other convergence tools were rarely used so far. This is true for mediation or for breach of Union law recommendations. As regards mediation⁵⁷, the current framework suffers from two weaknesses : there is no mandatory reporting of (significant) disagreements, those remain therefore largely unknown to ESMA ; and in most cases the outcome of any mediation that ESMA could initiate would be non-binding. ESMA was actually requested to

46. See https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2015-935_esma_strategic_orientation_2016-2020.pdf.

47. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf.

48. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_guidelines.pdf.

49. Article 16(3) of the ESAs' founding Regulations.

50. According to the last sub-paragraph of Article 16(3) of the ESAs' founding Regulation, there is no obligation for financial market participants to report on their compliance with guidelines, unless the guidelines specifically require them to do so. Thus far, ESMA has never requested financial market participants to report on their compliance with guidelines.

51. See 'Notifications of Compliance with Guidelines – Overview Table' available at <https://www.esma.europa.eu/convergence/guidelines-and-technical-standards>.

52. This is for example the case of the ESMA's 'Guidelines on exemption for marketing making activities and primary market operations' under Regulation No (EU) 236/2012.

53. Article 30 of the ESAs' founding Regulations.

54. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-5349_fast_track_peer_review_report_-_wirecard.pdf.

55. See the most recent Methodology for peer reviews at https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-4661_rev_peer_review_methodology.pdf.

56. See <https://www.esma.europa.eu/convergence/supervisory-convergence/peer-reviews>.

57. Articles 19 and 31(c) of the ESAs' founding Regulations.

settle a disagreement between two national competent authorities only once since 2011. The disagreement concerned an interpretation of Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities⁵⁸ (« UCITS ») and, thanks to the goodwill shown by the competent authorities concerned, was swiftly resolved through a settlement agreement.

54 - As regards breaches of Union law, it is important to note first the « expectation gap » between the objective assigned to this tool, which is generally considered as a last resort tool, and the effective powers granted to the ESAs under Article 17 of the founding Regulations. Under this article, the ESAs are not given any investigative powers, other than simple requests for information. They are nonetheless expected to investigate possible breaches by national competent authorities of clear and unconditional provisions of Union law, and possibly to issue a non-binding recommendation within two months. We note that if the national competent authority committing such a breach does not want to follow the ESA recommendation, there is no assurance that the Commission would intervene in support of the ESA. If the Commission supports the ESA recommendation, it can adopt a formal opinion against the national competent authority concerned. Interestingly, should this national authority decide not to abide by the Commission formal opinion, and in case the breach concerns a provision of an EU directive, the ESAs cannot reach out directly to the financial firms concerned. This is reserved for directly applicable provisions, i.e., for provisions enshrined in EU regulations. Beyond the intrinsic weaknesses of this tool, including the sometimes challenging tasks of agreeing on whether certain provisions of Union law are indeed « clear and unconditional », it has to be acknowledged that breaches of Union law recommendations have been construed from the beginning as a last resort tool, and the amendments introduced in 2019 have further reinforced this dimension by offering a possibility of settlement before reaching the recommendation stage.⁵⁹ ESMA conducted one formal investigation in 2017. The investigation concerned the policy of one competent authority to allow UCITS to invest in certain undertakings for collective investment that did not comply with the eligibility requirements set out in UCITS. As a result of the investigation, the authority decided to change its policy in a manner that fully addressed ESMA's concerns and, therefore, the investigation was closed without the need for ESMA's Board of Supervisors to adopt a formal recommendation⁶⁰. Another example of amicable settlement relates to share cancellation practices⁶¹, which both the Central Bank of Ireland and the Luxembourgish Commission de Surveillance du Secteur Financier agreed to stop in their respective jurisdictions after ESMA clarified that such a practice was not compatible with the Money Market Fund Regulation. This agreement materialized in the form of a joint statement on 11 January 2019.

55 - By contrast, other tools have proven to be extremely powerful and ESMA showed its readiness to use them when needed : this is the case of product intervention powers, under which ESMA can prohibit temporarily and subject to a number of conditions certain financial instruments from being marketed and sold in the EU. While a general legal basis for ESMA to restrict or prohibit certain financial activities was granted as early as 2011 in Article 9(5) of ESMA founding Regulation, this could not be exercised until 2018 under the specific conditions set out in MiFIR. On 22 May 2018,

ESMA adopted binding measures targeting binary options and contracts for differences sold to retail investors further to solid evidence of investor detriment.⁶² It is worth noting here that those measures can only be temporary (initially for 3 months, now for 6 months since the 2019 ESA Review ; they can be renewed, and the renewal may become annual after two consecutive renewals) under the founding Regulation. In practice, this leads to an extremely burdensome process. While national supervisors, who contributed to the design and, in their capacity as members of the Board of Supervisors, to the adoption of ESMA product intervention measures, would have liked to turn them into permanent ones, intensive work was necessary at ESMA level for the renewal of the measures, at national level for the preparation of similar permanent measures,⁶³ which require the adoption of opinions by ESMA.⁶⁴ Beyond the resource-intensive nature of this process, it also risks leading to misalignments in the national measures, hence leading to the opposite effect to the one targeted : a fragmented regulatory landscape.

56 - Interestingly, the list of convergence tools is not a closed one : the legislators invited the Authority to develop as appropriate new practical instruments and convergence tools to promote common supervisory approaches and practices.⁶⁵ To respond to questions received from supervisors or external stakeholders, all three ESAs have developed Questions & Answers (« Q&As »), which provide clarifications as to how to apply certain provisions of Union law or guidelines. While those answers do not have a general application, contrary to guidelines, and therefore are not translated, most are nonetheless deemed of interest to a wider audience and are published on the Authorities' websites. These Q&As were found quite relevant for the implementation of the single rulebook ; and they have eventually been recognised as a formal convergence tool after the 2019 ESA review.⁶⁶

57 - Other bespoke tools target more specifically national supervisors. They are not always made publicly available : this is the case for « supervisory briefings », which provide practical approaches to specific supervisory matters. These briefings typically contribute to building the Union supervisory handbook,⁶⁷ which was introduced by the 2019 ESA Review for the purpose of establishing a common supervisory culture. The Union supervisory handbook shall set out best practices, and shall specify high-quality methodologies and processes. Another effective own-initiative convergence tool consists of setting common supervisory actions for a given year, which are followed by a public report on the findings of those supervisory actions. On the basis of a common methodology developed together with ESMA, setting out clear supervisory expectations, NCAs assess simultaneously whether market participants in their jurisdictions adhere to the rules under scrutiny in their day-to-day business. This consists in a comprehensive and resource-intensive exercise, which has been conducted in the areas of the supervision of UCITS managers' liquidity risk management, or the supervision of MiFID2 rules on product governance as well as on cost and charges disclosure. Common supervisory action plans have been developed in other areas more recently, such as to enhance the quality and usability of data reported to and by trade repositories.

58 - Specific challenges have called for specific responses. In the Brexit context, a number of initiatives have been taken to ensure a coherent reading of the rules (through the issuances of opinions)⁶⁸ and to foster consistent approaches in the authoriza-

58. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), OJ L 302, 17.11. 32, p. 32.

59. See Pierre-Henri Conac, « The Breach of Union Law Procedure and the European Supervisory Agencies (ESAs) : An Effective Tool Suffering from an Expectation Gap », in *The Future of Legal Europe : Will We Trust in It ?*, Springer pp 97-116.

60. See ESMA 2017 Annual Report, p. 26.

61. See ESMA 2018 Annual Report, p. 29.

62. See page 12.

63. Article 42 of MiFIR.

64. Article 43(2) of MiFIR.

65. See Article 29(2) of ESMA founding Regulation.

66. See Article 16b of ESMA founding Regulation.

67. Article 29(2) of ESMA founding Regulation.

68. See <https://www.esma.europa.eu/document/esma-issues-sector-specific-principles-relocations-uk-eu27>.

tion processes of firms relocating from the UK to the EU-27 (Supervisory Coordination Network).

59 - More recently, ESMA's response to Russia's invasion of Ukraine offers a good example of the use of another soft tool : statements. ESMA published a statement on its coordinating role and monitoring activities of financial markets following Russia's military aggression against Ukraine, and issued three additional statements : one to facilitate the elaboration of half-yearly financial reports, another one on investment fund portfolios, and a third one on prospectus supervision in compliance with EU sanctions.

60 - Last but not least, risks arising from crypto-assets have been identified early on by the ESAs, which have issued a joint statement⁶⁹ warning consumers about the risks of investing into crypto-assets in March 2022. On 4 October 2022, ESMA published a detailed risk report⁷⁰ focused on crypto-assets and their risks for financial stability, highlighting how the rapid growth of crypto-assets and the interest in their implications for the traditional financial system and financial stability have led to increasing attention from regulators on their risks for consumer protection. The report underlined that crypto-assets are still small in size and their interlinkages to traditional markets therefore limited, but that continuous monitoring of the crypto-assets market and its interconnectedness with the wider financial system was necessary to assess newly emerging threats in a timely manner, while regulations such as the EU proposed MiCA framework should be implemented swiftly to mitigate already identified risks.

61 - While it is not possible here to name and list all initiatives taken to promote a common supervisory culture and address risks jointly as they arise, all these share a common feature : none of them is legally binding. Their efficiency and effectiveness are therefore directly linked to the engagement level of each NCA. NCAs have so far consistently demonstrated their willingness to cooperate and reach common views. Nevertheless, this requires a lot of coordination and may be challenging in emergency situations.

62 - In the 2019 ESFS review, the Commission proposed to strengthen the ESAs' convergence powers in particular through a better information of the ESAs (eg mandatory reporting of national competent authorities' disagreements), a bigger role for the ESAs' staff (e.g., in the conduct of peer reviews), new roles aiming at aligning supervisory priorities (identification of two Union wide supervisory priorities⁷¹, or at requiring ex ante coordination on authorized delegation and outsourcing of a material part of a financial firm's activities in third countries.⁷²

63 - As regards specific crisis management powers, interestingly, ESMA is entrusted with a general coordination role between competent authorities, in particular in situations where adverse developments could potentially jeopardise the orderly functioning and integrity of financial markets or the stability of the financial system in the Union. It aims at ensuring coordinated action by NCAs in cases where certain cross-border activities such as orders, transactions, or other activities with significant cross-border effects, would represent a threat to the orderly functioning and integrity of financial markets. However, the actual power entrusted to ESMA is limited to issuing a non-binding opinion,⁷³ which would not in itself require a specific empowerment.

64 - In essence, general coordinating and facilitating powers⁷⁴ in case of emergency situations have been granted to the ESAs since their creation ; and these are also complemented by the possibility to issue binding individual decisions to NCAs, but it is worth

noting that these powers were never used until now as the Council has not so far determined the existence of an emergency situation, as defined in the founding Regulation. Even if this had occurred, the Regulation underlines that individual decisions can only be adopted « in exceptional circumstances », where coordinated action by competent authorities is necessary to respond to adverse developments which may seriously jeopardise the orderly functioning and integrity of financial markets, or the stability of the whole or part of the financial system in the Union, or customer and investor protection. All things considered, the tools designed for the ESMA to address crisis situations do not seem to be easy to put in place, and it will probably continue using the quite effective power to request information⁷⁵ from NCAs, and in case the information requested is not made available, from financial market participants, for the exercise of its duties. This is, however, quite far away from direct intervention powers that are available at the national level.

C. - Direct supervision

65 - As indicated above, ESMA's first supervision mandate was that regarding credit rating agencies (« **CRA**s »). In July 2011, ESMA was appointed as the sole supervisor in the EU for CRAs. ESMA was given the power to register CRAs, monitor their activities and make supervisory decisions. Since then, ESMA has expanded its supervisory mandate. The 2012 European Market Infrastructure Regulation (« **EMIR** ») and the 2015 Securities Financing Transaction Regulation gave ESMA direct responsibilities regarding the registration and supervision of EU-based trade repositories (« **TR**s ») as well as the recognition of third country-based TRs. In 2017, the Securitisation Regulation added the mandate of securitisation repositories, which play a central role in enhancing the transparency of securitisation markets. More recently, data reporting services providers, administrators of EU critical benchmarks, and third country CCPs were added to ESMA's supervisory mandate.

66 - The entities supervised by ESMA play a fundamental role in the EU's financial markets infrastructure, guaranteeing the transparency and integrity of the EU's financial system. To give just one example, while ESMA only supervises 4 TRs, one needs to consider that since the EMIR reporting started back in 2014, the TR industry has collected more than 155 billion derivatives reports in total, and that there are 50 EU regulatory authorities that have access to at least one TR as of October 2022. By definition, ESMA's direct supervisory role⁷⁶ also enhances the integration of the EU's capital markets, a key objective of the EU.

67 - ESMA periodically assesses information concerning the supervised entities gathered from various sources, including complaints from any natural and legal person. Furthermore, it exercises a number of supervisory tools and powers, such as thematic reviews, regular meetings with the representatives of different functions within the supervised entities, requests for information, investigations, and on-site inspections.

68 - Where there are serious indications of a possible infringement of the applicable legislation⁷⁷ by a supervised entity, ESMA's Executive Director appoints an independent investigating officer (« **IIO** ») to investigate the matter. The IIO enjoys the same supervisory powers as the Supervision Department. The role of the IIO is carried out by ESMA staff members within the Enforcement Team, who are completely independent from the Supervision Department as well as ESMA's Board of Supervisors. On the basis

69. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esa_2022_15_joint_esas_warning_on_crypto-assets.pdf.

70. See https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2251_crypto_assets_and_financial_stability.pdf.

71. Article 29(a) of ESMA founding Regulation.

72. See https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/?f%5B0%5D=im_esma_sections%3A1163.

73. Article 31(b) of ESMA founding Regulation.

74. Article 18 of the ESAs founding Regulations.

75. Article 35 of the ESAs founding regulations.

76. For more insights into ESMA supervisory role, see ESMA's chair speech – driving forward high-quality supervision and transparency in a single EU capital market ECM/CEPS Webinar, 20 April 2022 (ESMA80-187-945).

77. Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, OJ L 302, 17.11.2009, p. 1 (CRA Regulation), Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, OJ L 201, 27.7.2012, p. 1 (EMIR) and the Regulation for Simple, Transparent and Standardised Securitisation.

of the IIO's findings, the Board of Supervisors decides whether or not an infringement has been committed. In case the Board of Supervisors finds that an infringement has been committed, it imposes a supervisory measure (which can vary from the issuance of a public notice to the withdrawal of the registration of the supervised) and, in case the infringement has been committed intentionally or negligently, also a fine. Overall, ESMA has adopted 17 sanction decisions for a total amount of 13 MEUR. In March 2021, ESMA levied its largest fine to date : five entities in the Moody's Group, based in France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom, were fined a total of € 3,703,000 ; and public notices were issued for breaches of the Credit Ratings Agencies Regulation regarding the independence and avoidance of shareholder conflicts of interest.

69 - In light of the risks posed by industry and capital markets developments (COVID-19 crisis, war in Ukraine, development of new products) ESMA has significantly enhanced its market monitoring capabilities by implementing new technical solutions to its data-related processes. ESMA has also evaluated the risk and impact of new technologies and engaged proactively with supervised entities to address potential threats to IT and information security controls, including cybersecurity and cloud outsourcing and sent supervisory expectations letters on these matters in particular to small and medium-sized CRAs. From 2022 in particular, in its new role as the competent authority of the administrator of the EURIBOR, ESMA has focused its supervisory activity on the robustness and resilience of the EURIBOR benchmark methodology, and its representativeness of the underlying market, in particular considering the periods of stress that EU financial markets experienced over the year. As regards CCPs, that are of systemic relevance for the EU, ESMA published the outcome of its comprehensive assessment of the Tier 2 CCPs established in the United Kingdom, and of the risks they may pose to the financial stability of the EU or one of its Member States – the concerned CCPs are LCH Ltd and ICE Clear Europe Ltd. ESMA also delivered its 4th stress test exercise for CCPs.

70 - As emerges from the figures above, twelve years after starting its operation, ESMA has consolidated its role as an effective and credible supervisor. Much has been achieved over this time period in terms of creating a well-functioning risk-based, data-driven and outcome focused supervision as well as an effective mechanism to deal with possible infringements. A lot more needs to be done to strengthen further its supervisory capacity in particular in the various areas where it has been granted such supervisory responsibilities more recently. This is part of ESMA's challenges for the coming years reflecting the fact that supervision has become a central part of its activities.

Conclusion

71 - Overall, since its early days in 2011, ESMA has moved from a 35 to over 300 staff strong authority and demonstrated its ability to support the development of the EU single market for financial services and to preserve its orderly functioning in times of adverse events.

72 - ESMA showed willingness to avail itself of its powers to regulate financial markets, through the timely submission of the draft technical standards it was mandated to deliver, the adoption of impactful product intervention measures to prevent investor detriment in relation to complex and risky financial products, the coordination of short selling bans to address high volatility in securities markets during the COVID-19 outbreak as well as through soft law instruments that proved quicker to adopt and generally effective, such as the opinions adopted in the Brexit context to prevent regulatory arbitrage across Member States. Certain initiatives have

eventually been introduced in the founding regulation as a token of effectiveness : this is the case for Q&As.

73 - Equally, ESMA has made a forceful and effective use of its convergence powers, with the constructive support of its Board of Supervisors. Peer reviews were turned into more intrusive exercises building on on-site visits, interaction with external stakeholders and independent ESMA-led peer review committees. In the fall out of Wirecard, ESMA conducted a fast-track peer review, which identified a number of deficiencies, inefficiencies and legal and procedural impediments of the German supervisory framework, which has since then been revisited. Building on its risk assessment, ESMA fosters a common supervisory culture through the definition of Union strategic supervisory priorities common to all NCAs, through regular exchanges on real supervisory cases as well as through organized common supervisory actions to promote sound, efficient, and consistent supervision throughout the EU. When fund managers experienced liquidity pressure in 2020, ESMA launched a common supervisory action with NCAs on the supervision of UCITS' managers liquidity risk management across the European Union (EU).

74 - Last but not least, through its supervision of, and, when needed, enforcement action against directly supervised firms, ESMA has fostered efficient and transparent EU financial markets, through cutting edge technology supporting advanced data driven methodologies. ESMA is keen to continuously enhance its market monitoring capabilities by implementing new technical solutions to its data-related processes. In addition, ESMA has built robust cooperation with third country regulators to support the effective and efficient supervision of global players. This required anticipation in the wake of Brexit, when ESMA negotiated a Memorandum of Understanding with the UK FCA in February 2019 to cater for a no-deal scenario.

75 - In all of its key missions, ESMA directly contributed to the objective of building a Capital Markets Union and is committed to continue doing so through its 2023-2028 priorities, by supporting digital and sustainable finance and being at the vanguard of the fight against greenwashing. ESMA is determined to help address the most daunting challenge ahead, namely climate change, by contributing to the EU sustainability objectives and to facilitating the financing of the transition of our economies. ESMA stands also ready to support the political agreement reached on 19 December 2022 on a market correction mechanism for wholesale natural gas transactions, acting in close coordination with the EU Energy regulator, the Agency for the Cooperation of Energy Regulators.

76 - Despite undeniable successes, it is fair to say that the CMU remains to be completed. The speed of regulatory action remains a challenge despite impressive initiatives which make today's EU a world leader in promoting sustainable finance and resilience of financial sector, through for example regulating cloud service providers to financial market participants. Further efforts to ensure alignment of interests between ESMA and national supervisors are still necessary, as the interest of the EU still stumbles at times in a framework where NCAs remain accountable before national parliaments and therefore may have an incentive to develop their domestic market and to prioritise the protection of investors in their Member States over those of other Member States. Such national biases are at odds with the principle of free provision of services throughout the EU and certainly shakes the grounds of the home-host supervision model. In this context, it has taken a wealth of constructive thinking and good will at both ESMA leadership and NCAs' Heads to build today's reasonably resilient framework. This is not a modest achievement in our troubled times. ■

Régulation des enjeux de demain : la FinTech et la finance durable



15 La *blockchain* ne sauvera peut-être pas la finance, ou comment le rêve peut se transformer en utopie



Dominique LEGEAIS,
Professeur à l'Université de Paris

1 - S'agissant d'une réflexion collective visant à tirer les leçons de la crise financière de 2008, comment ne pas penser à la *blockchain* et à ses nombreuses applications¹. Cette technologie n'a-t-elle pas été créée précisément pour développer une nouvelle finance en réaction à la crise ? La *blockchain* ne devait-elle pas être la finance de demain ?

Dans l'esprit de ses promoteurs libertariens, elle répondait à une attente.

La finance classique avait montré certaines limites à la suite de la crise des *subprimes*. La confiance dans les banques centrales et les établissements de crédit avait été perdue. Ces institutions n'avaient pas réussi à relever leur principale mission : maintenir la stabilité du monde financier. Il était aussi facile de dénoncer la présence d'un grand nombre d'intermédiaires dans les opérations bancaires et financières, source de coûts et de lenteur. Un terreau favorable existait par ailleurs. Le développement de la *blockchain* s'inscrit dans un mouvement constant de digitalisation, favorisé par les *fintechs*. Le Metavers peut aussi susciter un besoin de nouvelle monnaie, les achats de terrains s'effectuant en crypto-monnaies.

Ce contexte particulier met ainsi en place un cadre propice à l'émergence d'une finance nouvelle, construite sur de nouvelles bases en faisant table rase du passé et en profitant pleinement des acquis de la technologie. Il s'agit d'une véritable révolution affectant tous les pans de la finance : la monnaie, les opérations bancaires courantes, et les placements financiers plus complexes encore. Quatorze ans après l'avènement de la technologie, le temps est venu de dresser un premier bilan. La *blockchain* a-t-elle fait ses preuves pour devenir le support de la finance de demain ? La nouvelle finance annoncée est-elle plus sûre que celle qu'elle avait vocation à remplacer, ou s'agit-il d'une utopie ? Comme souvent lorsqu'il s'agit d'apprécier une innovation, le bilan va au-delà d'un tel binarisme. Ainsi, une voie médiane est potentiellement en passe d'être trouvée avec le vote du règlement MICA et le projet des crypto-monnaies de banques centrales. Entre le rêve (1) et l'utopie, il y a donc peut-être une place pour le compromis, le juste milieu (2).

1. Le rêve d'une finance nouvelle

2 - Les promoteurs de la *blockchain* entendaient révolutionner la finance en l'établissant sur de nouvelles bases. Ils souhaitaient remplacer les acteurs traditionnels par des acteurs nouveaux (A). Ils envisageaient également de remplacer les outils traditionnels de la finance, à savoir la monnaie et les titres financiers, par des biens eux aussi nouveaux, les *tokens* (B).

A. - Les nouveaux acteurs

3 - La nouvelle finance devait sonner le glas des acteurs traditionnels, les tiers de confiance de la finance classique. La technologie *blockchain* pouvait transformer ce rêve en réalité. De fait, elle a précisément été conçue pour rendre possible des virements sécurisés sans avoir recours à des acteurs traditionnels. Désormais, ce sont les nœuds qui valident les opérations. La technologie permet de prévenir la « double dépense ». Toute opération suppose que soit vérifié dans un premier temps que la personne transférant un jeton en est bien la propriétaire. Une fois transféré, un deuxième contrôle est important pour garantir qu'elle ne le possède plus.

Ce système fait preuve de fiabilité, et ce même si sa scalabilité (c'est-à-dire sa faculté à être utilisée à grande échelle pour des millions d'opérations dans un temps réduit) a pu faire l'objet de nombreuses remises en question.

Les nœuds n'étaient cependant pas suffisants pour remplacer les acteurs classiques. Très vite sont apparues des plateformes permettant de faciliter les échanges et d'assurer la conversion entre les monnaies « fiat » et les monnaies classiques ou celles entre crypto-monnaies.

Pour effectuer le bilan, il est possible de se fonder sur des données économiques brutes. Les chiffres attestent de ce succès : la nouvelle finance représente des milliards².

Le *Bitcoin* est passé d'un cours de zéro à 70 000, avant de redescendre à 18 000. Des entreprises comme Paypal l'acceptent comme mode de paiement, des distributeurs de *Bitcoin* sont installés, et les crypto actifs sont une classe d'actifs privilégiée par certains fonds.

À travers l'émergence de la *blockchain* et de son utilisation croissante, la preuve a donc été rapportée qu'il était possible de se passer des acteurs classiques. Ce premier point étant acquis, il a été possible de franchir une nouvelle phase, celle de la finance décentralisée ou « DeFi »³ (V. *infra*).

Il est également possible d'envisager de « *tokeniser* » l'économie, c'est-à-dire de rendre liquide, et donc accessible à tous les investisseurs, tout actif traditionnel, qu'il s'agisse d'un immeuble ou d'un tableau de valeur.

Toutefois, pour parvenir à un tel bouleversement, à une telle « disruption », l'intervention de ces nouveaux acteurs ne suffit plus. Il est impératif de se munir d'outils adaptés aux nouveaux besoins financiers – différents de ceux, désuets, de la finance classique. Ils ne cessent d'être imaginés et développés.

2. OCDE, *Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications*, 2022.

3. Commission européenne, *European Financial Stability and Integration Review*, 2022, p.43.

1. D. Legeais, *Blockchain et actifs numériques*, Lexis Nexis, 2^e éd, 2021.

B. - Les outils inédits

4 - Pour mettre en place une finance nouvelle, il s'est avéré nécessaire de remplacer les outils traditionnels, à savoir la monnaie légale et les titres financiers. Cette substitution fut opérée par étapes.

1° Nouvelle monnaie

5 - Le *Bitcoin*, selon ses promoteurs⁴, devait permettre de réaliser le rêve de la monnaie universelle. Cette crypto-monnaie avait vocation à remplacer les monnaies légales étatiques symboles de la souveraineté d'un État. Il est même devenu monnaie nationale de certains pays, tels le Salvador.

Le *Bitcoin* fait l'objet d'une cotation, et a donc une parité avec les autres monnaies et l'or. Il est accessible *via* des distributeurs. Ainsi que dit ci-dessus, il peut être accepté comme moyen de paiement dans des institutions comme Paypal.

L'un des principaux obstacles à son développement a toutefois été sa volatilité. Pour beaucoup, il se présente davantage comme un produit financier spéculatif qu'un réel outil de paiement. Pour remédier à cette faiblesse, les *stablecoins* ont été créés. Il s'agit alors de fixer la valeur de la crypto-monnaie à partir des monnaies classiques ou l'or, que l'émetteur doit avoir en sa possession afin d'en garantir la stabilité.

De grands espoirs sont placés dans les *stablecoins* qui peuvent avoir différentes fonctions, aussi bien pour la monnaie de gros que pour la monnaie de détail⁵.

Rendue ainsi moins volatile, la crypto-monnaie peut espérer jouer son rôle de monnaie universelle.

Une tentative en ce sens a été opérée à deux reprises par Facebook avec Libra, devenue depuis Diem. Il s'agissait alors de développer une monnaie privée entre tous les membres des réseaux sociaux contrôlés par ce géant de l'Internet.

Il est ainsi permis de respecter la promesse des promoteurs, à savoir la confiance dans la seule technologie sans nécessité de passer *via* des intermédiaires. Toutefois, pour ceux qui seraient nostalgiques des banques centrales, il est proposé des crypto-monnaies de banques centrales tel l'Euro numérique. Le client est alors doublement sécurisé : par la technologie d'une part, et par une institution bancaire d'autre part !

Les jetons constituent le deuxième outil de la révolution majeure espérée. Ils sont de nature variée. Les *security tokens*, par exemple, ne sont que des titres financiers classiques inscrits sur une *blockchain*. Cette dernière peut en assurer l'inscription, la transmission et le nantissement. D'autres jetons ont une spécificité qui a justifié leur reconnaissance particulière par la loi Pacte. Proches des titres financiers, ils s'en distinguent toutefois par les droits qu'ils confèrent à leurs détenteurs. Il a fallu créer un régime spécifique pour les *Initial Coin Offerings* (« ICOs »). Les initiateurs de l'offre doivent la soumettre à l'AMF, qui peut donner son agrément. Ce dernier permet d'obtenir l'ouverture d'un compte bancaire et de faire de la publicité à l'opération. Enfin, les *Non Fungible Tokens* (« NFTs »), ou jetons non fongibles, sont la dernière création permise par la *blockchain*⁶. Simple effet de mode ou vague de fond ? Il est encore trop tôt pour prendre parti. Toutefois, il est certain que ces *tokens* gardent encore une part de leur mystère juridique. Pour les uns, ce ne sont que des outils probatoires nouveaux : les NFTs ne prouvent que l'acquisition d'un sous-jacent. Pour d'autres, ce sont des biens à part entière qui ont une valeur en eux-mêmes. L'apparition du Métavers pourrait leur ouvrir un domaine de développement infini. En effet, dans cet univers, les

biens numériques deviennent l'une des bases importantes de l'économie.

Ces jetons sont eux-mêmes des outils utilisés pour créer une nouvelle finance désignée sous le nom de DeFi.

Reposant sur l'utilisation de crypto-actifs, la DeFi désigne l'ensemble des services financiers réalisés de manière autonome et décentralisée, sans l'intervention d'un intermédiaire financier ou d'un processus de traitement centralisé. Les multiples applications de la DeFi reproduisent la plupart des principaux produits et services financiers traditionnels et proposent quelques produits nouveaux, tels que les *flash loans*. Ils s'appuient sur un protocole *blockchain* ainsi que sur des *smart contracts*. Les principales caractéristiques de la DeFi, notamment en comparaison avec la finance classique, sont : (i) une absence d'autorité centrale ou d'intermédiaire contrôlant les utilisateurs de crypto-actifs ; (ii) une autogestion du réseau par la communauté, la plupart des protocoles DeFi étant ouverts et amendables, avec, au-delà de l'effet réseau, un système de gouvernance s'appuyant sur des jetons ; (iii) l'interopérabilité des différents éléments, favorisant la création de produits et de schémas de financement innovants. À ce stade, le degré de décentralisation varie d'un projet à l'autre et la plupart des projets s'identifiant comme faisant partie de la DeFi, sont en fait de nature hybride. Une architecture décentralisée peut ainsi être accompagnée d'une relation commerciale centralisée. Dans une acception plus large et courante, en l'absence d'une définition reconnue ou réglementaire, la finance décentralisée désigne l'ensemble du marché des crypto-actifs, y compris les services financiers sur crypto-actifs reposant sur des *smart contracts*.

Une « DAO » est alors mise en place. Il s'agit d'une Organisation Autonome Décentralisée régie par des *smart contracts* qui en organisent la gouvernance et prévoient les droits reconnus à ses membres. La DAO peut alors organiser des systèmes de prêts entre membres réalisés en crypto-monnaies. Les mêmes crypto-monnaies peuvent servir de collatéral, c'est-à-dire de garantie de ses prêts. Il s'agit alors de favoriser l'octroi de prêts sans contraintes et à des taux attractifs pour les prêteurs.

Ainsi, c'est là toute une crypto-économie qui pourrait être mise en place. Ces outils auraient pour finalité de remplacer la finance classique, laquelle a montré certaines limites. Pourtant, les deux dernières années ont été celles des espoirs déçus.

2° Les raisons de l'échec

6 - S'il est permis d'évoquer un rêve déçu, c'est que certaines données de fait ne trompent pas. Le cours du *Bitcoin* s'est effondré. Des crypto-monnaies ont disparu, de même que certaines plateformes, dont tout dernièrement FTX, la principale concurrente de Binance. L'engouement pour les NFTs semble avoir été éphémère comme celui en leur temps des ICOs. Alors que les monnaies classiques n'ont pas été inquiétées, les crypto-monnaies imaginées par les géants de l'Internet sont quant à elles restées au stade de projets mort-nés. La DeFi demeure un *far west* juridique, dans lequel il y a davantage à perdre qu'à gagner pour des investisseurs sérieux. Plusieurs explications permettent de comprendre ce passage du rêve à l'utopie⁷.

Des motifs de l'échec relatif sont propres au *Bitcoin*. Très vite, et ainsi que mentionné plus haut, il est devenu un outil de spéculation davantage qu'un moyen de paiement, en raison de sa trop grande volatilité. Il est aussi apparu comme un exemple de la technologie anti-écologique. Un autre exemple est celui de l'*Ethereum*, qui n'a jamais été conçu comme un instrument de paiement. En effet, la *blockchain Ethereum* est surtout utilisée comme support pour des *smart contracts*. Ripple aurait pu jouer ce rôle, mais la SEC a très vite contrarié ses ambitions en qualifiant cette monnaie de « *securities* ». A cet égard, il a été fait usage du « test de Howey »,

4. Voir notamment le livre blanc de Satoshi Nakamoto, créateur du *Bitcoin*, publié le 31 octobre 2008.

5. Digital Euro Association, « *Stablecoins, An introduction and recommendations for the European Union* », août 2022.

6. Voir le dossier spécial sous la direction de N. Martial et D. Legeais : *Revue de droit bancaire et financier*, 2022, Dossier n° 30 à 57.

7. Haut Conseil de Stabilité financière, « *Rapport annuel* », n° 8, Octobre 2022, p.50-57.

issu d'une décision de la Cour suprême des États Unis de 1946, qui permet d'assimiler un nouveau produit à une valeur mobilière et de lui appliquer la législation contraignante liée à cette qualification.

Ces inconvénients auraient potentiellement pu être contrebalancés si les crypto-monnaies étaient apparues comme des valeurs refuge au même titre que l'or. Or, tel n'a pas été le cas. Leur cours varie comme les indices boursiers traditionnels alors même que la crypto-monnaie est totalement déconnectée de l'économie.

Certains motifs à l'origine de la déception semblent partagés par l'ensemble des acteurs de la crypto-économie. Même si ce n'est qu'en partie vraie, les crypto-actifs sont souvent présentés comme le fruit de l'argent sale. Pour cette raison, très vite tous les acteurs ont été soumis à la législation LCB-FT, qui est très contraignante. Aux yeux de certains acteurs, les crypto-monnaies y ont ainsi perdu une part de leur intérêt.

Plus fondamentalement, la disparition rapide d'acteurs majeurs démontre que la finance nouvelle souffre de maux identiques à celle de la finance classique. FTX, la principale plateforme concurrente de Binance qui vient d'être déclarée en faillite, est présentée par certains comme le *Lehman Brothers* de la nouvelle finance.

A titre d'exemple, Jeremy Allaire, cofondateur et PDG de Circle (émetteur du *stablecoin* USDC), partage ainsi ses réflexions sur le milieu de la crypto dans une série de tweets. En résumé, il regrette que les acteurs du secteur aient finalement apporté les mêmes travers que ceux des banques traditionnelles à l'univers de *Bitcoin* et des réseaux *blockchain*.

Jusque récemment, l'absence d'encadrement juridique pouvait aussi apparaître comme un frein. Les acteurs sérieux, tels ceux appartenant aux associations de défense de la crypto-économie, réclamaient une régulation afin de donner de la crédibilité aux projets et aux acteurs utilisant la technologie *blockchain* et ses applications. Les déboires d'acteurs majeurs rendent impérative la régulation. Progressivement, la législation se met en place. La loi Pacte a été pionnière. Elle a inspiré le règlement MICA, qui vient d'être voté le 14 mars 2022 par le Parlement européen. Les acteurs ont désormais un statut, tel celui des prestataires de services sur actifs numériques (« PSAN ») en droit français.

Mais la régulation peut avoir un effet contraire à celui souhaité par les acteurs. La technologie perd alors le « caractère disruptif » qui contribuait à son attractivité.

Ce faisant, la finance nouvelle ressemblera de plus en plus à la finance classique.

Mais l'échec relatif est surtout lié à la réaction institutionnelle de ceux-là même qui étaient amenées à disparaître, à savoir les banques centrales, bien défendues par les gouvernements de tous les pays du monde. De nombreux sommets du G20 font l'écho de ces préoccupations. En effet, dès que la menace de l'arrivée d'une monnaie universelle est devenue réelle avec l'ambition de Facebook (devenu Meta) avec ses projets Diem (ex-Libra), toutes les instances mondiales ont fait front et ont multiplié les obstacles avec une certaine réussite, tout du moins pour le moment. Il leur a suffi de refuser l'agrément des nouveaux acteurs, de les soumettre à la législation relative à la lutte contre le blanchiment de capitaux et au financement du terrorisme. Il est vrai qu'il était possible de voir dans ce projet une atteinte directe à ce qui est perçu dans la majorité des États comme une prérogative régalienne, avec l'idée sous-jacente selon laquelle la monnaie ne saurait être privatisée. Seules peuvent avoir cours légal les monnaies de banques centrales. Il existe ainsi une certaine unanimité des gouvernants pour rejeter les thèses économiques et juridiques permettant d'admettre des monnaies qui ne seraient pas émises par les banques centrales.

Faut-il pour autant déduire de ce constat une impossibilité pour la *blockchain* et ses applications de répondre aux défis de la finance moderne ? Cela n'est nullement certain. En effet, la *blockchain* peut être le support technologique de certaines avancées de la finance de demain. Elle y perdra à coup sûr son caractère disruptif.

Mais cette voie du compromis semble aujourd'hui être celle en passe d'être empruntée.

2. La voie du compromis

7 - La finance de demain ne pourra reposer sur des produits ou mécanismes aventureux. L'innovation n'est pas nécessairement un facteur de risque. Or, il faut bien constater qu'aujourd'hui bon nombre de produits offerts présentent plus d'interrogations que de certitudes. Dans le même temps, la technologie a fait ses preuves et ses derniers perfectionnements, comme le Merge d'*Ethereum*, la rendent crédible et acceptable par la communauté. Elle peut ainsi servir d'outil à une nouvelle étape dans le phénomène de digitalisation qui semble, lui, ne pas devoir s'arrêter. Pour s'imposer, la *blockchain* va devoir renier ses origines et la philosophie qui a inspiré ses créateurs. Elle va être régulée et elle va être mise en œuvre par des acteurs classiques de la finance, au premier rang desquels il y aura les banques centrales. Cette évolution est d'ores et déjà en cours puisque le règlement MICA va précisément offrir le cadre juridique nouveau dont la finance a besoin pour être sécurisée (A). Avec les crypto-monnaies de banques centrales, une nouvelle finance est envisagée, dont les contours sont encore bien incertains (B).

A. - La régulation par MICA

8 - Largement inspiré de la loi Pacte ayant servi de modèle, le Règlement MICA pourrait bien fixer les fondations juridiques d'une finance renouvelée. Cette dernière en perdrait largement son caractère révolutionnaire, dans la mesure où la régulation est considérablement renforcée. Une distinction est opérée entre trois types de crypto-actifs : les jetons, dont la valeur s'appuie sur des monnaies ou des matières premières ; les jetons de monnaie électronique, qui sont adossés à une monnaie et utilisés comme moyen de paiement ou comme réserve de valeur ; et les jetons utilitaires, qui servent à des fins d'investissements. Les prestataires de services sont largement encadrés. Ils sont soumis à autorisation. Il existe des exigences de fonds propres. Ils sont soumis à des obligations envers les investisseurs. Le Règlement sanctionne aussi les abus de marché en s'inspirant de la législation actuelle. Suite au scandale FTX, des voies comme celles émanant de la Banque de France ou de la Banque Européenne plaident déjà pour un MICA 2 encore plus contraignant.

Le Règlement privilégie les *stablecoins*, qui sont présentés comme l'avenir dès lors qu'ils sont régulés. Il est aisé de constater que tout en consacrant les crypto-actifs, symbole de la finance renouvelée, les autorités leur assignent un régime qui demeure très proche de celui auquel est soumise la finance classique !

Pour les libertariens de la première heure, ce texte signe ainsi la mort du rêve de la monnaie universelle et décentralisée. Si l'on veut voir le verre à moitié plein, il apparaît que la finance pourrait néanmoins s'en trouver modernisée, des avancées de la technologie étant mises à profit pour accélérer les opérations et en diminuer leurs coûts. Il devrait aussi constituer l'assise de la future monnaie de banque centrale européenne.

B. - L'avènement des monnaies numériques de banques centrales

9 - Un certain consensus semble s'établir dans le monde concernant le développement de crypto-monnaies de banques centrales. Chaque pays prépare ainsi la transformation de sa monnaie légale. Est-ce pour autant l'avenir de la finance mondiale ?

Il s'agirait là d'une hérésie pour les promoteurs des crypto-monnaies, lesquels précisément se donnaient pour ambition de faire disparaître les banques centrales. Mais cette récupération, à leur profit, de la technologie par ces dernières peut également contribuer à la pérennité des crypto-monnaies. Les banques centrales offriront ainsi la confiance dans la technologie, chère aux

promoteurs du *Bitcoin*, mais aussi la confiance apportée par la Banque centrale de nature à rassurer les plus réticents.

Le projet d'Euro numérique permet de mesurer les ambitions et les interrogations subsistantes.

Pour rappel, l'ambition consiste à concilier l'innovation technologique réalisée à partir de la technologie *blockchain*, et la confiance liée à la présence d'une banque centrale. Cette dernière serait nécessaire à toute monnaie. Il s'agit aussi de contrer des initiatives privées de création de monnaie comme le JP Morgan Coin.

Partant de ce constat, l'Euro numérique pourrait avoir deux formes. Il pourrait concerner le « *retail* », c'est-à-dire les particuliers. L'une des ambitions est alors de diminuer les espèces en circulation.

L'autre forme concernerait les flux interbancaires, le « *wholesale* ». Il s'agit alors de transformer les transactions sur les marchés financiers des banques et des grandes entreprises en permettant la *tokenisation* des actifs financiers dans le cadre des règlements-livraisons. Cela doit aussi faciliter les opérations transfrontalières.

Le projet est source d'interrogations et doit tenir compte de certaines réticences.

Ainsi que mentionné plus haut, il y a les résistances liées à l'écologie et au coût technologique de cette nouvelle monnaie.

Il peut également y avoir des menaces concernant l'usage qui pourrait être fait des données bancaires. Mais, dans le même temps, le contrôle anti-blanchiment doit demeurer efficient.

Des interrogations importantes subsistent enfin sur le rôle des banques classiques dans un tel schéma. Les particuliers auront-ils toujours des comptes bancaires dans ces établissements ? Les autorités bancaires se veulent rassurantes : la Banque de France n'entend pas reprendre une activité qu'elle a abandonnée en 2004.

Si telle est l'évolution, qui à ce jour est la plus probable, la technologie *blockchain* aura seulement permis la création d'un nouveau support, sans remettre en cause la nature profonde de la monnaie. C'est une nouvelle étape de la digitalisation.

Le rêve de reconstruire une finance sur des bases totalement nouvelles est ainsi en passe de se transformer en utopie. En définitive, et assez paradoxalement l'aventure *blockchain* pourrait avoir pour effet de vanter les mérites de la régulation et de conforter la finance classique. ■

16 Règlement Régime Pilote : les infrastructures de marché autorisées à tester les technologies de registre distribué



Clément SAUDO ¹,
Adjoint au Directeur des Affaires Juridiques à l'Autorité
des marchés financiers

1 - La crise financière de 2008 a mis en avant la nécessité d'avoir des infrastructures de post-marché sûres, stables et efficaces. Dans ce contexte, le règlement européen 909/2014 ² (CSDR) a été l'une des pièces importantes destinées à organiser un encadrement réglementaire cohérent du marché et du post-marché au sein de l'Union européenne. Cette réglementation venait compléter l'encadrement des infrastructures de marché dessiné par la directive 2004/39/EC ³ (MiFID I), par la suite remplacée par la directive 2014/65/EC (MiFID II) ⁴, pour les plateformes de négociation et par le règlement européen 648/2012 (EMIR) pour les contreparties centrales et les référentiels centraux. Ce cadre réglementaire du marché et du post-marché constitue le socle réglementaire de l'ensemble des services financiers rendus sur des instruments financiers. Pourtant, le règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués (le règlement régime pilote) ⁵, publié au Journal officiel de l'Union européenne du 2 juin 2022, vient créer un régime dit « pilote » destiné à permettre aux infrastructures de marché de tester, avec un champ d'application et une durée limités, l'utilisation de la technologie des registres distribués (ou « DLT ») ⁶. Dans ce cadre, il autorise des entités à être exemptées d'un ensemble limité d'exigences en matière d'agrément et d'organisation prévues dans ce socle réglementaire commun.

2 - La France a joué un rôle important dans la genèse de ce règlement régime pilote. Dans un document intitulé « État des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux

security tokens » publié en mars 2020 par l'Autorité des marchés financiers, cette dernière propose de « créer au niveau européen un Laboratoire digital permettant aux autorités nationales compétentes de lever, en contrepartie de garanties appropriées, certaines exigences imposées par la réglementation européenne et identifiées comme incompatibles avec l'environnement blockchain, sous réserve que l'entité bénéficiant de cette exemption respecte les principes clés de la réglementation et qu'elle fasse l'objet d'une surveillance accrue de la part de l'autorité nationale compétente de l'État membre de référence » ⁷. C'est précisément ce que réalise ce régime. Il permet d'exempter temporairement, pour une période pouvant aller jusqu'à six ans, certaines infrastructures de marché (entreprises de marché, dépositaires centraux ou entreprises d'investissement) de certaines des exigences imposées par la législation de l'Union relative aux services financiers afin de tester l'utilisation des technologies de registres distribués en développant des infrastructures de marché DLT ⁸ lorsqu'elles rendent leurs services sur certains instruments financiers DLT ⁹ dans certaines limites de volumes ¹⁰.

3 - Cette courte étude ne vise pas à présenter une analyse détaillée de ce règlement régime pilote qui entrera en vigueur le 23 mars 2023 ¹¹ et des défis que pose sa mise en œuvre ¹². L'objectif poursuivi ici est de mettre en avant l'originalité de cette approche réglementaire et d'en comprendre les fondements. Par principe, la législation de l'Union relative aux services financiers se veut neutre en ce qui concerne l'utilisation d'une technologie particulière par rapport à une autre. Pourtant, le règlement régime pilote prend acte que MiFID et CSDR ont été conçus sans avoir à l'esprit la technologie des registres distribués et les crypto-actifs, et ce socle réglementaire commun contient des dispositions qui, potentiellement, empêchent ou limitent l'utilisation de la technologie des registres distribués pour l'émission, la négociation et le règlement des crypto-actifs assimilés à des instruments financiers ¹³. L'approche

1. Cet article reflète uniquement les vues personnelles de son auteur. En particulier, il n'exprime pas nécessairement la position de l'Autorité des marchés financiers sur le sujet abordé.

2. PE et Cons. UE, règl. (UE) n° 909/2014, 23 juill. 2014, concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres : JOUE n° L 257, 28 août 2014, p. 1.

3. PE et Cons. UE, Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil : JOUE n° L 145, 30 avril 2004, p. 1.

4. PE et Cons. UE, Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

5. PE et Cons. UE, règl. (UE) n° 909/2014, 23 juill. 2014, concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres : JOUE n° L 257, 28 août 2014, p. 1.

6. Les « technologies des registres distribués » ou « DLT », dont les « blockchains » (ou chaînes de blocs) constituent la technologie la plus connue et la plus utilisée, sont définies dans le règlement régime pilote comme une technologie permettant l'exploitation et l'utilisation d'un répertoire d'informations qui conserve un enregistrement des transactions et qui est partagé et synchronisé au sein d'un ensemble de nœuds de réseau, au moyen d'un mécanisme de consensus.

7. AMF, *État des lieux et analyse relative à l'application de la réglementation financière aux security tokens*, mars 2020, p. 3.

8. Articles 8 à 10 du règlement régime pilote.

9. Ces « instruments financiers DLT » sont définis à l'article 2, point 11 du règlement régime pilote comme des « instruments financiers émis, enregistrés, transférés et stockés au moyen de la technologie des registres distribués ».

10. L'article 3, paragraphe 1 du règlement régime pilote détaille ces limites de volumes.

11. Voir sur ce sujet notamment Stéphanie Cabossioras, Julien Nivot, *Le futur règlement européen instaurant un régime pilote pour les infrastructures de marché sur la blockchain*, Bulletin Joly Bourse, mars-avril 2022.

12. Voir sur ce sujet notamment Matthieu Lucchesi, Bastien Raisse, *Le règlement européen sur le régime pilote : l'innovation réglementaire pour les infrastructures de marché en blockchain face au défi de sa mise en œuvre*, Revue de droit bancaire et financier, n° 4, juillet-août 2022.

13. Règlement régime pilote, considérant 4.

retenue prend donc en compte un blocage ou, tout au moins, une limite venant de la nature même de certaines exigences imposées, pensées dans le cadre d'un écosystème traditionnel. Ces limites justifient la possibilité pour les acteurs de demander des exemptions à des dispositions ciblées de CSDR ou MiFID II. À l'inverse, il est noté que de nouveaux risques pourraient naître de l'utilisation de la technologie des registres distribués, que les règles applicables au titre de CSDR ou MiFID ne permettent pas de traiter correctement¹⁴.

4 - Le régime pilote peut donc être décrit comme un régime temporaire organisant des exemptions ciblées à des exigences jugées structurellement bloquantes pour l'utilisation de la DLT moyennant, le cas échéant et suivant le type d'infrastructure de marché en cause¹⁵, l'application de mesures compensatoires ciblées, déterminées par les autorités compétentes afin d'atteindre les objectifs visés par MiFID II ou CSDR ou de protéger les investisseurs, l'intégrité des marchés ou la stabilité financière. Dans ses considérants, le règlement régime pilote donne un exemple de ces exigences de la réglementation financière traditionnelle pouvant constituer un frein au développement de l'utilisation de la DLT. À ce titre, en matière de titres financiers inscrits en DLT, l'analogie avec les plateformes de négociation de crypto-actifs¹⁶ est naturelle pour réfléchir aux potentialités. Les investisseurs de détail ont, en règle générale, directement accès aux plateformes de négociation de crypto-actifs, tandis qu'ils ne peuvent généralement accéder aux plateformes de négociation sur instruments financiers traditionnels qu'en passant par des intermédiaires financiers¹⁷. Ainsi, le règlement régime pilote envisage que, outre les personnes autorisées au titre de MiFID II¹⁸, si l'exploitant d'un système de négociation multilatéral DLT (« MTF DLT ») le demande, l'autorité compétente puisse plus largement autoriser cet exploitant à admettre des personnes physiques et morales à négocier pour leur propre compte en tant que membres ou participants, à condition que ces personnes satisfassent à certaines exigences complémentaires fixées dans ce même article¹⁹. Suivant la ligne exposée plus haut, cette exemption est compensée par la possibilité pour l'autorité compétente d'imposer des mesures supplémentaires qui vont au-delà de celles imposées par le socle réglementaire commun, afin de protéger les personnes physiques admises au MTF DLT en tant que membres ou participants²⁰. Ces mesures doivent être proportionnées au profil de risque de ces membres ou participants²¹.

5 - Au vu des contours généraux exposés plus haut, ce régime peut légitimement faire penser à un « bac à sable réglementaire ».

Si l'on retient la définition donnée dans le rapport du groupe de travail Fintech de l'avocat spécial du Secrétaire général de l'ONU pour la finance inclusive et le développement le rapport des Nations Unis (UNSGSA)²², un « bac à sable réglementaire » (*regulatory sandbox*) peut être défini comme un programme réglementaire qui permet à des participants de marché déterminés de tester de nouveaux services ou modèles d'affaires avec des clients, sous réserve de certaines protections et de supervisions²³. Au cœur de cette approche réside l'idée de soumettre à un cadre réglementaire allégé de nouveaux entrants déterminés. L'Autorité des marchés financiers s'était montrée réservée sur cette approche dans le cadre d'une consultation sur les *Fintechs* invitant la Commission à soutenir une « *approche ne créant pas de distorsion réglementaire entre les acteurs historiques susceptible d'innover également, et les start-ups nouvellement créées* »²⁴. On peut considérer que cette préoccupation est prise en compte par le règlement régime pilote peut être distingué d'un « bac à sable réglementaire » sur deux aspects importants. D'une part, l'accès au régime pilote n'est pas limité à de nouveaux entrants désignés, les « infrastructures de marché DLT » pouvant être des acteurs historiques comme de nouveaux entrants²⁵. D'autre part, même si certaines exemptions spécifiques peuvent être accordées, le régime pilote ne crée par un cadre réglementaire allégé. Il cherche à s'inscrire dans le cadre existant et, si certaines exemptions sont accordées, c'est pour annihiler les obstacles que constituent ces exigences à l'utilisation de la DLT. Elles peuvent alors donner lieu à des mesures compensatoires ciblées déterminées par les autorités compétentes afin d'atteindre les objectifs visés par les réglementations existantes.

6 - Ce règlement propose donc une approche réglementaire originale en matière financière. Organisant une différenciation ciblée entre les règles applicables dans un univers traditionnel et celles applicables aux acteurs qui choisiraient d'utiliser la DLT et de s'inscrire dans ce régime, il continue néanmoins de poursuivre les objectifs de la réglementation initiale. Au statut d'entreprise de marché, de dépositaire central et d'entreprise d'investissement vient s'ajouter un statut d'infrastructure de marché DLT pour les acteurs qui choisissent ce régime. Si l'approche retenue peut donc être distinguée d'un bac à sable réglementaire, elle partage avec celui-ci l'objectif de commencer par tester, dans une première étape (ici, tester les infrastructures de marché DLT) afin, dans une seconde, d'en retirer de l'expérience pour dégager des propositions pratiques pour un cadre réglementaire plus adapté à l'utilisation des technologies de registres distribués dans le futur.■

14. Règlement régime pilote, considérant 5.

15. Ainsi, le règlement régime pilote distingue trois types d'infrastructures de marché DLT : le système multilatéral de négociation DLT, le système de règlement DLT ou le système de négociation et de règlement DLT, voir article 2, point 5 du règlement régime pilote.

16. En droit positif français, ces crypto-actifs sont appréhendés via le régime défini aux articles L.54-10-1 et suivants du code monétaire et financier applicable aux actifs numériques lorsqu'ils ne présentent pas les caractéristiques d'instruments financiers. À l'avenir, à compter de son entrée en application qui devrait intervenir en fin d'année 2024, le règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs approuvé par le Conseil de l'Union européenne le 5 octobre 2022 prévoira un régime applicable aux services rendus sur ces crypto-actifs à l'échelle de l'Union européenne.

17. Règlement régime pilote, considérant 5.

18. En application de l'article 53, paragraphe 3 de MiFID II.

19. Article 4, paragraphe 2 du règlement régime pilote.

20. *Ibid.*

21. *Ibid.*

22. UNSGSA FinTech Working Group and CCAF. (2019) « *Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech : Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech* ». Office of the UNSGSA and CCAF : New York, NY and Cambridge, UK.

23. N. Deviller, *Jouer dans le « bac à sable » réglementaire pour réguler l'innovation disruptive : le cas de la technologie de la chaîne de blocs*, RTD com., 2017, p. 1037 ; et A. Dardenne, *L'apport des Fintechs aux PSI : enjeux économiques et juridiques*, *Revue de Droit bancaire et financier* n° 3, mai-juin 2022, dossier 25. Voir également sur le domaine de l'énergie, S. Andrieu, J. Gourdou, *Le bac à sable réglementaire dans le secteur de l'énergie*, *Energie – Environnement – Infrastructures* – N° 11 – novembre 2020.

24. AMF, Réponse de l'AMF à la Commission européenne sur les *FinTechs* : *Vers une Europe de services financiers plus concurrentiels et innovants*, 20 juillet 2017, p. 6.

25. Le considérant 11 du règlement régime pilote expose que « l'accès au régime pilote ne devrait pas être limité aux opérateurs historiques, mais être également ouvert aux nouveaux entrants ».

17 The Regulatory « Plumbing » of Innovation-Enablers : A Case for Accountability Mechanisms



Daphnée PAPIASSE ¹,

PhD candidate in European Studies at the London School of Economics & Political Science (UK)



Pedro SCHILLING DE CARVALHO,

PhD candidate in Law at the University of Cambridge (UK)

1 - The very recent collapse of the FTX Ltd crypto-exchange platform ² has brought back to the fore the critical issue of resilient regulatory design in a context of popular but still untested, financial technological innovations. In a context where varying ideas over the governance of crypto abound, ³ and where certain financial regulators are perceived as having rightly eschewed some of the pressures to jump systematically on the bandwagon of financial innovation, debates are likely to move quickly from issues of regulatory benevolence towards innovation to the very substance of regulatory arrangements for financial technological innovations. ⁴ Against this rapidly evolving backdrop, this piece capitalizes on ongoing, heightened attention to financial regulatory initiatives to revisit regulatory sandbox, an early regulatory « scheme set up to prove regulated and unregulated entities with an opportunity to test, pursuant to a testing plan agreed and monitored by a relevant authority, innovative products or services, business models or delivery mechanisms related to the carrying out of financial services ». ⁵

1. Framing the Problem

2 - Although experimental approaches are not unknown to financial regulation and supervision, ⁶ nor the ambition of promoting

financial innovation, ⁷ the inauguration of a regulatory sandbox governed by the UK's Financial Conduct Authority (FCA) in 2016 has generated waves of enthusiasm. ⁸ Since then, the FCA built on the popularity ⁹ and success of its initially domestic regulatory sandbox to create a Global Financial Innovation Network (GFIN) in 2019, ¹⁰ and a Digital Sandbox in 2020 during the COVID-19 pandemic. ¹¹ The FCA's trailblazing initiative has diffused under the banner « regulatory sandbox » beyond its original confines to a wider range of regulated domains experiencing disruptive innovation such as healthcare, ¹² energy, ¹³ aviation, ¹⁴ transporta-

1. **Disclaimer :** The opinions, beliefs and viewpoints expressed by the authors in this opinion piece do not reflect the opinions, beliefs and viewpoints of the Cambridge Centre for Alternative Finance, World Bank Group, European Banking Institute, London School of Economics & Political Science, University of Cambridge. Any mistakes or errors are our own.
2. Financial Times, 'Financial Times Stream : FTX Trading LTD' (*Financial Times*, 2022) <<https://www.ft.com/stream/555b8eaf-51c0-4d66-bbf3-dfe5dd0bcaaf>> accessed 30 November 2022.
3. Aisha S Gani and others, 'Klarna CEO Worries FTX Failure Will Lead to Regulatory Overreach' (*Bloomberg*, 14 November 2022) <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-11-14/klarna-ceo-worries-ftx-failure-will-lead-to-regulatory-overreach?leadSource=verify%20wall>> accessed 30 November 2022.
4. Helen Thomas, 'Crypto's Latest Implosion Shows the Virtues of UK Approach' (*Financial Times*, *Opinion Cryptocurrencies*, 9 November 2022) <<https://www.ft.com/content/a4d19f7c-1dde-44fb-bbd3-b1c708d83677>> accessed 30 November 2022.
5. ESMA and others, 'Joint Report on Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs' (2018) 16.
6. J Doynne Farmer and others, *Handbook of Financial Stress Testing* (Cambridge University Press 2022) ; Nathan Coombs, 'What Do Stress Tests Test ? Experimentation, Demonstration, and the Sociotechnical Performance of Regulatory Science' (2020) 71 *The British Journal of Sociology* 520 ; Ross P Buckley and others, 'Building Fintech Ecosystems : Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and Beyond the Rise of Fintech' (2020) 61 *Wash U J L & Pol'y* 55. This observation can be extended to experimentation or testing of financial innovation. Indeed, following the Global Financial Crisis, several U.S. academics made variegated cases for regulatory testing of financial innovation. See : Eric A Posner and E Glen Weyl, 'A Proposal for Limiting Speculation on Derivatives : An FDA for Financial Innovation' (SSRN Scholarly Paper, 29 January 2012).

7. Eilís Ferran and others, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis* (Cambridge University Press 2012) 129. For a discussion on the FCA's specific mandate for competition, and its objective of promoting innovation as a proxy for competition, see Iris Chiu, 'A Rational Regulatory Strategy for Governing Financial Innovation' (2017) 8.
8. D Ahern, 'Regulatory Lag, Regulatory Friction and Regulatory Transition as FinTech Disenablers : Calibrating an EU Response to the Regulatory Sandbox Phenomenon' (2021) European Banking Institute Working Paper Series ; D Ahern, 'Regulators Nurturing FinTech Innovation : Global Evolution of the Regulatory Sandbox as Opportunity-Based Regulation' (2020) European Banking Institute Working Paper Series ; HJ Allen, 'Sandbox Boundaries' (2019) 22 *Vanderbilt Journal of Entertainment & Technology Law* 299.
9. Since 2016, 6 cohorts of firms have tested their innovative products and services in the FCA's regulatory sandbox : 18 (July 2016), 24 (January 2017), 18 (June 2017), 29 (July 2018), 29 (April 2019), 22 (July 2020) ; 13 (June 2021) ; 13 (August 2021) brow*. Since 2016, 551 applications have thus been made to the FCA's regulatory sandbox. Since 2021, firms willing to enter the regulatory sandbox can do so on a rolling basis during the year.
10. See : <https://www.thefin.com> ; <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/global-financial-innovation-network>.
11. FCA and City of London, 'Supporting Innovation in Financial Services : The Digital Sandbox Pilot' (2021). For more general information, see : <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/digital-sandbox>. See also : Pedro Schilling de Carvalho, 'Retaining Influence in Post-Brexit International Financial Regulation : Lessons from the UK's FinTech Framework' (2022) 8 *Journal of Financial Regulation* 104.
12. Jacob S Sherkow, 'Regulatory Sandboxes and the Public Health' (2022) *University of Illinois Law Review* 357 ; Emily Leckenby and others, 'The Sandbox Approach and Its Potential for Use in Health Technology Assessment : A Literature Review' (2021) 19 *Appl Health Econ Health Policy* 857 ; Ipek Eren Vural and others, 'From Sandbox to Pandemic : Agile Reform of Canadian Drug Regulation' (2021) 125 *Health Policy* 1115 ; Tiago Cravo Oliveira Hashiguchi, 'Bringing Healthcare to the Patient : An Overview of the Use of Telemedicine in OECD Countries' (2020) OECD Health Working Paper ; T Schittekatte and others, 'Regulatory Experimentation in Energy : Three Pioneer Countries and the Lessons for the Green Transition' in *CSEI Working Paper 2020-16*, CBS Department of Economics 19-2020 Available at (2020).
13. Tim Schiettekatte and others, 'Regulatory Experimentation in Energy : Three Pioneer Countries and Lessons for the Green Transition' (2021) 156 *Energy Policy* 112382 ; Esther van der Waal and others, 'Participatory Experimentation with Energy Law : Digging in a « Regulatory Sandbox » for Local Energy Initiatives in the Netherlands' (2020) 13 *Energies* ; Claude Crampes and Stefan Ambec, 'The Regulation Sandbox' (*Toulouse School of Economics*, 2 December 2020) <<https://www.tse-fr.eu/regulation-sandbox>> accessed 30 November 2022.

tion,¹⁵ environment/climate change,¹⁶ telecommunications,¹⁷ and the humanitarian sector.¹⁸ Further applications are being developed with the FCA's regulatory sandbox for FinTech often seen as a precursor or reference.¹⁹

Despite key EU Member State's well-known initial reservations towards the establishment of domestic regulatory sandboxes for FinTech (e.g., France²⁰ & Germany²¹, the European Union's recent milestone of agreeing²² to the creation of a pan-European pilot or experimentalist regime for the issuance, trading and settlement of tokenized securities – the EU DLT Pilot Regime²³ – promises to further institutionalize these approaches as a global regulatory paradigm for digital capitalism.²⁴ Unsurprisingly, legal and political science has attempted to unpack this new regulatory model, seeking to make sense of its ideational origins,²⁵ its legal nature & design features, as well as the widespread diffusion and operationalization of this innovation facilitator across (and within) jurisdictions or multi-level systems of governance. Yet, the very creation and extensive rapid diffusion of this regulatory scheme has sometimes been too readily broadcast as unvarnished proof of its success and global authority. The FCA's very own sandbox has

been eyed with healthy suspicion²⁶ and, more recently, charged with a serious offense of being « designed in a way that advances risk washing of fintech even if it is disguised as risk taming ».²⁷

Coupled with a notorious lack of publicly available data on operational aspects of regulatory sandboxes in most jurisdictions, there is an increasingly uncomfortable sense that certain regulatory sandboxes remain « black boxes » that necessitate further critical examination.²⁸ As the regulatory sandbox model for innovative financial services progressively moves to an age of maturity, recent attempts to assess the performance of the regulatory sandbox model, in particular the economic effects of regulatory sandboxes on FinTech participants' ability to raise funds, are welcome in inciting a reflection on the achievements of the regulatory sandbox vis à vis market participants (e.g., facilitating innovation).²⁹ Building on this latest turn in academic interest focused on regulatory sandbox « outputs, » the following piece hopes to open a new line of inquiry in debates over the regulatory sandbox. Specifically, the following piece makes the case for further deliberation, reflexivity, and clarity on regulatory measurements or mechanisms for the assessment of regulatory sandboxes. By moving ongoing debates from issues of market performance to public regulatory design, which are complementary issues for policy, this article argues that the regulatory « plumbing » of innovation enablers should be a critical matter for financial regulators and market participants alike.

2. The Inception and « First Generation » of Innovation-Enablers

3 - The regulatory sandbox has become the poster child or « blueprint »³⁰ of innovation-enabling regulatory frameworks for financial services, ever since the FCA introduced what is potentially still the most well-known version of the mechanism in 2016.³¹ The promise of the regulatory sandbox was that it would bring unregulated firms into the fold,³² and would accomplish that by acknowledging that financial innovation causes legal uncertainty and doubts concerning the application of pre-existing rules to new business models. To counter these risks, the FCA proposed a model that increased engagement with stakeholders,³³ boosting the

14. Chris Nuttall, 'Drones Set for Revolutionary Flight Path' (*Financial Times*, 18 March 2022) <<https://www.ft.com/content/c04b19c6-2335-4cd3-8144-421cdd94668f>> accessed 30 November 2022 ; Josh Spero and others, 'Air Safety Agencies Rush to Draw up Rules for Flying Taxis' (*Financial Times*, 2 June 2019) <<https://www.ft.com/content/13a8bd1e-82be-11e9-9935-ad75bb96c849>> accessed 30 November 2022.
15. See for example : Centre for Connected and Autonomous Vehicles, 'Future of Transport Regulatory Review : Regulatory Sandboxes. » Consultation of Centre for Connected and Autonomous Vehicles' (Department for Transport and Department for Business, Energy and Industrial Strategy 2021).
16. Federal Ministry for Economic Affairs and Energy, 'Handover of Grant to Regulatory Sandbox « JenErgieReal » to Foster Sustainable Electricity and Heat Supply in Cities' (Press Release 14 November 2022).
17. Crampes and Ambec (n 14).
18. Aaron Martin and Giulia Balestra, 'Using Regulatory Sandboxes to Support Responsible Innovation in the Humanitarian Sector' (2019) 10 *Glob Policy* 733.
19. Cristie Ford and Quinn Ashkenazy, 'The Legal Innovation Sandbox' (SSRN Scholarly Paper, 12 September 2022) ; Sherkow (n 13) ; Chang-Hsien Tsai and others, 'The Diffusion of the Sandbox Approach to Disruptive Innovation and Its Limitations' (2020) 53 *Cornell International Law Journal* 261 ; Martin and Balestra (n 19). In the United Kingdom alone, a wide range of regulatory agencies have closely followed in the footsteps of the FCA. A large portion of these regulatory sandboxes were created with the support of the Regulators' Pioneer Fund, intended to accelerate the « wave of regulator-led initiatives to support new products and services to come to market. »
20. France Expérimentation, 'Les coulisses de la transformation : découvrez France Expérimentation' (*Ministère de la transformation et de la fonction publiques*, 8 September 2022) <<https://www.modernisation.gouv.fr/actualites/les-coulisses-de-la-transformation-decouvrez-france-experimentation>> accessed 30 November 2022.
21. Federal Ministry for Economic Affairs and Energy, 'Making Space for Innovation – The Handbook for Regulatory Sandboxes' (Federal Ministry for Economic Affairs and Energy July 2019).
22. France and Germany, the two largest economies of the European Union, are known to have historically expressed reservations towards a regulatory sandbox. Ahern, 'Regulatory Lag, Regulatory Friction and Regulatory Transition as FinTech disenablers : calibrating an EU response to the Regulatory Sandbox Phenomenon' (n 9).
23. ESMA, 'Report on the DLT Pilot Regime' (27 September 2022) ; Dirk A Zetsche and Jannik Woxholth, 'The DLT Sandbox under the Pilot-Regulation' (2022) 17 *Capital Markets Law Journal*, Oxford University Press 212 ; Emiliós Avgouleas and Heikki Marjosola, *Digital Finance in Europe : Law, Regulation, and Governance* (De Gruyter 2021) ; Wolf-Gerog Ringe and Christopher Ruof, 'The DLT Pilot Regime : An EU Sandbox, at Last !' (*Oxford Business Law Blog*, 19 November 2020) <<https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/11/dlt-pilot-regime-eu-sandbox-last>> accessed 30 November 2022.
24. Borrowing on Bradford's concept of the « Brussels effect », the European Union is likely to leverage its global market to diffuse its regulation across countries and companies outside the EU. A Bradford, *The Brussels Effect : How the European Union Rules the World* (Oxford University Press 2020). See also : Angela Attrey and others, 'The Role of Sandboxes in Promoting Flexibility and Innovation in the Digital Age' (2020) 2 *OECD Going Digital Toolkit Notes*.
25. Ahern, 'Regulators nurturing FinTech innovation : global evolution of the regulatory sandbox as opportunity-based regulation' (n 9) 5 ; See also : Ashley Grant, 'A Historical Policy Analysis of the Consumer Financial Protection Bureau's Project Catalyst' (Master of Public Administration in Public Sector Management and Leadership dissertation, California State University 2019).

26. Jemima Kelly, 'A « Fintech » Sandbox May Sound like a Harmless Idea. It's Not' (*Financial Times*, 5 December 2018) <<https://www.ft.com/content/3d551ae2-9691-3dd8-901f-c22c22667e3b>> accessed 30 November 2022 ; John Thornhill, 'An innovative yet double-edged approach to financial regulation' (*Opinion Financial Times*, 9 May 2016) <<https://www.ft.com/content/577944d8-15b5-11e6-b197-a4af20d5575e>> accessed 30 November 2022.
27. Eric Brown and Piroška Dóra, 'Governing Fintech and Fintech as Governance : The Regulatory Sandbox, Riskwashing, and Disruptive Social Classification' (2022) 27 *New Political Economy* 19. Through these lenses, regulatory sandbox is seen by political economy scholars as a tool enabling financial regulators to intentionally conceal and take active part via deceptive means in the build-up of risks in the very financial system that they are mandated with protecting. Intimately linked to the first controversy, there are increasing fears that the loosening of prudential standards that may be enabled by the regulatory sandbox, may ultimately generate a destructive global regulatory race to the bottom. Hilary J Allen, *Driverless Finance : Fintech's Impact on Financial Stability* (Oxford University Press 2022) 210 ; Chiu (n 8) ; Joseph Ganderson, 'Fighting for Fintech : Competition, Regulation and Accountability in a Europe of Financial Innovation' in *Regulating Finance in Europe* (Edward Elgar Publishing 2021). In this instance, financial regulators are understood as having (once again) fallen for the economic and political promises of financial innovation, participating in a neo-mercantilist race for new capital and human talent, which may ultimately undermine in unanticipated ways financial regulators' prudential commitments in the wake of the Global Financial Crisis.
28. Brown and Dóra (n 28) ; Kelly (n 27) ; Thornhill (n 27).
29. Giulio Cornelli and others, 'Regulatory Sandboxes and FinTech Funding : Evidence from the UK' (2020) 901 *BIS Working Papers*.
30. Brown and Dóra (n 28).
31. Peter Yeoh, 'Innovations in Financial Services : Regulatory Implications' (2016) 37 *Business Law Review* 190.
32. Allen (n 9).
33. Christopher G Bradley, 'FinTech's Double Edges : FinTech's Promises and Perils' (2018) 93 *Chicago-Kent Law Review*.

responsiveness of regulation to technological change and the understanding of underlying markets.³⁴

Firms' participation in the FCA's sandbox was voluntary and depends on eligibility. Businesses could apply to the sandbox for up to six months if they (i) wanted to provide or support financial services in the UK ; (ii) show that their approach is innovative ; (iii) demonstrated an identifiable consumer benefit ; (iv) justified the need of testing the new product in a sandbox ; (v) were ready to test it.³⁵ Applications to the sandbox were presented by the applicants and then vetted by the FCA,³⁶ which discusses with firms how to implement the experimentation conditions, how the success of the test will be measured, and what needs to be reported at the end of the trial.³⁷ Within the sandbox environment, a variety of tools was available to the financial regulator.³⁸ The FCA could grant restricted authorisations, provide guidance to clarify which rules would be applicable after the sandbox was over and how it would interpret regulation, and issue waivers or no-action letters regarding the enforcement of obligations within a pre-approved scope.³⁹ Reception by the industry has been very positive, with significant interest registered in each of the calls for applicants issued by the FCA.⁴⁰

Although the FCA is often perceived as a first mover on regulatory sandbox, in reality, the FCA was not entirely alone in exploring the potential for experimentalist approaches in regulating disruptive technological innovation, with at least two early-movers being worthy of note : Australia's Securities & Investments Commission (ASIC) and the US' Consumer Financial Protection Bureau (CFPB). Notably, ASIC was the first and fastest follower of the FCA. The initial approach deployed by ASIC was fairly similar to the one employed by the FCA : it entailed one innovation hub, which offered « *informal guidance on licensing, regulation, and potential exemptions* », ⁴¹ and included a regulatory sandbox, which was comparable in terms of goals and objectives but operated slightly differently.⁴² For instance, ASIC introduced a time-limited class waiver from the requirement to obtain a license before engaging in certain regulated activities, which applied to a specific list of activities and products and constituted a 'fintech licensing exemption'.⁴³ More objective limitations on elements such as number of clients and level of exposure were also somewhat different from the FCA's preferred approach.⁴⁴

In the US, the CFPB used its broad consumer protection mandate to « *encourage consumer-friendly innovation in markets for consumer financial products and services* » and to carry out « *its mission of ensuring that markets for consumer financial products and services are fair, transparent, and competitive* » through the deve-

lopment of Project Catalyst in 2012, which explored policies that could bring its mandate to fruition.⁴⁵ After several years with different initiatives deployed under Project Catalyst, the CFPB's Office of Innovation was created in 2018 to « *focus on creating policies to facilitate innovation, engaging with entrepreneurs and regulators, and reviewing outdated or unnecessary regulations* ». On a high level, the initiatives deployed by the CFPB were similar to those developed by the FCA. Firstly, the CFPB issued a No-Action Letter Policy, which aimed to « *streamline the application and review process, and replace staff recommendations of no-action* », especially in areas of « *uncertainty regarding the meaning or application of statutory or regulatory provisions* ». ⁴⁶ In many ways, the No-Action Letter Policy was the procedural backbone of the sandboxes introduced by the CFPB. When it comes to regulatory sandboxes, instead of opting for the non-thematic FCA approach, the CFPB introduced two specialised frameworks : the Compliance Assistance Sandbox and Trial Disclosure Sandbox.⁴⁷

3. The Diffusion of Financial Innovation Enablers

4 - With the FCA's perceived success, a growing number of jurisdictions started to adopt variants of these innovation-enablers⁴⁸ – including different flavours of regulatory sandboxes for financial technological innovations.⁴⁹ International organisations started to demonstrate increasing openness to innovation-enablers, leading to developments such as the joint World Bank and International Monetary Fund (IMF) Bali FinTech Agenda in 2018,⁵⁰ which reflected the openness to experimentation and touted similar benefits as those identified by the FCA in the early years of its innovation-enablers. Alongside the Bali FinTech Agenda, international organisations started to release a number of working papers and toolkits to facilitate the adoption of more experimentalist regulatory frameworks and facilitate the growth of digital financial services.⁵¹ These toolkits and best practices – often developed in collaboration with the FCA – further disseminated and legitimised some of the FCA's toolkit for financial innovation.

As the diffusion of regulatory innovation-enablers is still ongoing throughout multiple jurisdictions, some of the regulators that were first-movers started to introduce revamps to their own initiatives. Specifically, far from minor tweaks, succeeding overhauls introduced new variants of innovation-enablers and often changed the nomenclature of previous initiatives – also in an apparent attempt to find the « next big thing » when it comes to these regulatory initiatives. The FCA, ASIC, and the Monetary Authority of Singapore (MAS) provide useful examples in that sense. The FCA – apart from tweaks such as starting to accept applications on a rolling-

34. CCAF, 'The 2nd Annual Middle East & Africa Alternative Finance Industry Report' (CCAF 2018).

35. FCA, 'Applying to the Regulatory Sandbox' (2019) <<https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/prepare-application>>.

36. Michael Huertas, 'The UK FCA's Regulatory « Sandbox » : Any Lessons for the EU ?' (2018) 33 *Journal of International Banking Law and Regulation* ; Chiu (n 8).

37. FCA, 'Regulatory Sandbox' (2019) <<https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>>.

38. FCA, 'Sandbox Tools' (2019) <<https://www.fca.org.uk/firms/innovation/regulatory-sandbox>>.

39. CCAF and UNSGSA, 'Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech : Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech' (2019).

40. FCA, 'Regulatory Sandbox : Lessons Learned Report' (2017) ; FCA, 'The Impact and Effectiveness of Innovate' [2019].

41. ASIC, 'Fintech' (Web page, 2022) <<https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/asic-and-fintech/>>.

42. ASIC, 'Enhanced Regulatory Sandbox' (2022) <<https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/enhanced-regulatory-sandbox/>>.

43. ASIC, 'RG 167 – Licensing : Discretionary Powers' <<https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-167-licensing-discretionary-powers/>> ; ASIC, 'RG 51 – Applications for Relief' <<https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-51-applications-for-relief/>>.

44. Byungkwon Lim and others, 'Regulatory Sandboxes' in *Research Handbook on Asian Financial Law* (Edward Elgar Publishing 2020) 4 ; Radostina Parenti, 'Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs' (European Parliament 2020).

45. CFPB, 'Project Catalyst Report : Promoting Consumer-Friendly Innovation' (2016).

46. CFPB, 'Policy on No-Action Letters' (2019).

47. CFPB, 'Policy on the Compliance Assistance Sandbox' (2019) ; CFPB, 'Policy to Encourage Trial Disclosure Programs' (2019).

48. World Bank, 'Global Experiences from Regulatory Sandboxes' (2020).

49. See, for instance : Parenti (n 45).

50. World Bank and International Monetary Fund, 'The Bali Fintech Agenda, Joint Seminar of the IMF and the World Bank Group' (*World Bank Live*, 2021) <<https://live.worldbank.org/bali-fintech-agenda>>. The Bali FinTech Agenda – a set of principles developed by both organisations – includes objectives such as to « *foster enabling environments to harness opportunities* », « *reinforce competition and commitment to open, free, and contestable markets* », « *modernize legal frameworks to provide an enabling legal landscape* », and even « *embrace the Fintech revolution* ».

51. World Bank, 'Principles on Identification for Sustainable Development : Toward the Digital Age' (2021) ; World Bank, 'How Regulators Respond to Fintech – Evaluating the Different Approaches' (World Bank 2020) ; World Bank, 'Global Experiences from Regulatory Sandboxes' (2020) ; World Bank, 'Leveraging Islamic Fintech to Improve Financial Inclusion' (World Bank 2020) ; World Bank, 'Digital Financial Services' (2020) ; World Bank, 'Global Fintech-Enabling Regulations Database' <<https://www.worldbank.org/en/topic/fintech/brief/global-fintech-enabling-regulations-database>>.

basis, instead of its cohort approach of the past – introduced a *digital sandbox*⁵² that allows firms to access data sets to test and build prototype solutions and *innovation pathways*,⁵³ aimed at businesses that are not eligible for testing but want to better comprehend the FCA's regulatory regime. Likewise, the FCA started to encourage some thematic cohort-building – including a Green FinTech⁵⁴ challenge (in the build-up to the COP26) and a Diversity, Equity, and Inclusion Innovation Spotlight.⁵⁵

ASIC introduced an Enhanced Sandbox in 2020.⁵⁶ Apart from allowing applications from a greater range of financial services for a longer duration, alongside tweaks to features such as client exposure limits and activities not allowed in the sandbox, ASIC also introduced more granularity to some of the ancillary and procedural rules of its regulatory sandbox (including to its consumer protection tools and disclosure mechanisms both during and after the testing period).⁵⁷ In Singapore, MAS started with a very similar regulatory sandbox model when compared to the FCA, later introducing bespoke variants – one sandbox *express* for even faster approvals with regards to activities deemed low-risk and well-understood by the market, and one sandbox *plus*, which mixed both regulatory support and access to financial grants.⁵⁸

As the environment becomes more crowded with regulatory sandboxes, it is increasingly relevant to understand what works and what does not. This is all the truer as the idea itself – of innovation-enablers – has been legitimised to a large extent with its diffusion, which could potentially lead to a relaxation of first-generation safeguards. There is also increasing evidence that a regulatory sandbox is not – by any means – a silver bullet or a panacea. In particular, an issue identified in the EU ESAs Joint Report back in 2018 regarding the initiatives deployed in Europe seems largely applicable to the current situation globally.⁵⁹ The ESAs highlighted how only a small handful of regulators – at the time, those in the UK and Denmark – had been publicly disclosing the level of engagement of their innovation hubs and regulatory sandboxes, as well as the results that they had obtained up to that point. Most only publicised their regulatory framework for these initiatives but did not disclose any kind of information regarding their reach.⁶⁰ While the deployment of a second-generation of these initiatives across a range of jurisdictions often included some level of disclosure regarding the results of innovation-enablers, transparency has been the exception – rather than the rule – in most jurisdictions.

The resulting scenario is that it is hard to evaluate the achievements or shortcomings of most regulatory innovation frameworks deployed, considering that the data is simply not there. Some examples, however, do give some cause for concern. Mexico is a compelling example of a jurisdiction that seems actively engaged in « innovation-washing ».⁶¹ In 2018, Mexico enacted a new

piece of legislation that it touted the « FinTech Act »⁶². As a result of the reform, a range of its various financial authorities introduced at least seven different regulatory sandboxes.⁶³ During the first couple of years, none of the seven sandboxes had a single successful applicant or firm that successfully graduated.⁶⁴ The lack of results became publicly known only due to an added effort to try to create some kind of engagement with the industry, which came in the form of the Mexican FinTech Challenge in late 2020. The pitch was, if nothing else, entertaining : the idea was to help « *entrepreneurs from Mexico test their business models in the Mexican financial system through the 'Innovative Models' framework of the Fintech Law* » – that is, to help the industry understand the frameworks meant for the industry to understand the regulation.⁶⁵ If the Mexican example is anything to go by, while there are some measurable and palpable examples of experimentalist frameworks that yielded positive results, many frameworks are still too novel to be adequately assessed.

4. Making the Case for Enhanced Regulatory « Plumbing » of Innovation Enablers

5 - The two previous sections provided a helicopter view of trends or patterns in the diffusion of the regulatory sandbox template since its inception by the FCA in 2016. We argue that the diffusion and revamped « sandbox » initiatives happening at breakneck speed, and the potential implications that these developments may entail, warrants a renewed focus on some of the procedural elements that were present in some of the innovation-enablers in the first generation. Even more so, a focus on providing more clarity on some of these measures can provide crucial insights to effectively identify what might be emerging best practices. An increased enhancement of what we are calling regulatory « plumbing » of sandboxes – including measures such as incentivising greater disclosure, clear signposting of the objectives, and safeguards that are in place to avoid regulatory capture and innovation-washing – might be a way out to separate what are potentially meaningful regulatory sandboxes from initiatives that are trying to ride the hype.

This section tries to offer some initial lines on what that might look like. It is important to bear in mind that the idea of assessing the regulatory and market impact⁶⁶ of a regulatory sandbox is not new. For example, early on, the IMF notably highlighted how « *clear results and impacts of regulatory sandboxes are yet to be distilled* » and that « *it is essential that the objectives and design be appropriately considered* ». ⁶⁷ However, the initial focus tended to be on issues such as eligibility, testing duration, consumer safeguards, and monitoring⁶⁸ – all natural points to try and start to understand the different *flavours* of innovation-enablers spreading throughout different jurisdictions. In a context where the idea of innovation-enablers itself has matured to some extent, we argue that regulators, consumers, and industry alike would benefit from greater clarity in relation to (i) the objectives and KPIs used for a given experimentalist approach and (ii) the disclosure of engagement and results in those regulatory frameworks.

52. FCA, 'Digital Sandbox' (2021) <<https://www.fca.org.uk/firms/innovation/digital-sandbox>>.

53. FCA, 'Innovation Pathways' (2022) <<https://www.fca.org.uk/firms/innovation/innovation-pathways>>.

54. FCA, 'Green FinTech Challenge' (2022) <<https://www.fca.org.uk/firms/innovation/green-fintech-challenge>>.

55. FCA, 'DEI Innovation Spotlight' (2022) <<https://www.fca.org.uk/firms/innovation/DEI-spotlight>>.

56. ASIC, 'Enhanced Regulatory Sandbox' (2022) <<https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/enhanced-regulatory-sandbox/>> ASIC, 'Comparison of Key Features of the ASIC Sandbox and the Australian Government's Enhanced Regulatory Sandbox' (2021).

57. ASIC, 'Enhanced Regulatory Sandbox Regulations' (2020) <<https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/enhanced-regulatory-sandbox/enhanced-regulatory-sandbox-regulations/>>.

58. MAS, 'Overview of Regulatory Sandbox' <<https://www.mas.gov.sg/development/fintech/regulatory-sandbox>>.

59. ESMA and others, 'Joint Report on Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs' (2018).

60. *Ibid* 30.

61. Eric Brown and Dóra Piroška, 'Governing Fintech and Fintech as Governance : The Regulatory Sandbox, Riskwashing, and Disruptive Social Classification' (2022) 27 New Political Economy 19.

62. Government of Mexico, 'Ley Para Regular Las Instituciones de Tecnología Financiera' (2018).

63. The regulatory sandboxes include the main regulatory authorities with some kind of remit for financial services : *Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros, Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, Instituto para la Protección al Ahorro Bancario*.

64. BFA Global, 'FinTech Regulation in Mexico' (2021).

65. DAI, 'Sandbox Challenge' (2020) <<https://www.sandboxchallenge.com/>>.

66. Cornelli and others (n 30).

67. IMF, 'FinTech : The Experience so Far' (2019) 26.

68. World Bank, 'Global Experiences from Regulatory Sandboxes' (n 49).

While the relevance of clear objectives has been stressed as a relevant consideration for the design of regulatory sandboxes, a lot of innovation-enablers are not especially forthcoming about what they want to achieve and what might be their KPIs. Lack of clarity is potentially troubling here, as different mandates and objectives can lead to drastically different measures of success (and impacts on financial regulation). For instance, it is important to recall that the first round of regulatory innovation networks was deployed by regulators with competition-enhancing mandates, which is not necessarily an objective nor necessarily a priority for all financial regulatory and supervisory authorities.⁶⁹ In fact, the FCA often stressed how essential framing the measures of success of the sandbox based on the competition mandate was – as it made setting parameters such as the mix of participants in a given cohort somewhat easier.⁷⁰

However, as innovation was diffused as a desirable regulatory goal and more regulatory frameworks such as innovation hubs and regulatory sandboxes were created, regulators associated these initiatives to different parts of their mandates. While a large portion of regulators usually relied mostly on their more general consumer protection and/or financial stability mandates,⁷¹ some regulatory authorities – especially in the APAC region – decided to explicitly link innovation enablers with *competitiveness* mandates.⁷² Regulators such as HKMA,⁷³ SFC,⁷⁴ and MAS⁷⁵ are examples of such an approach. Other regulators – including in Bahrain⁷⁶, Jordan,⁷⁷ and UAE⁷⁸ – deployed innovation-enablers focused on increasing financial inclusion, especially in view of the challenges that very cash-based societies posed as a result of the COVID-19 pandemic.⁷⁹

The KPIs and measures of success for all of these initiatives might be drastically different – as might be the risks for consumers and the regulators themselves. While there is no « silver bullet » approach, greater clarity and transparency are needed in terms of understanding what are the objectives that regulators are trying to accomplish *via the use of the regulatory sandbox*. Otherwise, if innovation becomes an end itself, it is harder to adequately evaluate the consequences of experimentalist regulatory processes and their potential achievements and/or shortcomings.

A greater and more structured deal of disclosure about the ongoing engagement with mechanisms such as regulatory sandboxes is another important element to qualify the debate about innovation-enablers and increase the accountability of their achievement and/or shortcomings. Even the somewhat timid approach to disclosure that authorities such as ASIC⁸⁰, FCA,⁸¹ and the DFSA⁸² had in relation to disclosure enabled the few exercises that did a more thorough evaluation of the potential of these frameworks and the impacts that they had.⁸³ These reports and some level of disclosure associated with a perception of openness – that these regulators were flexible and approachable when dealing with innovative enterprises⁸⁴ – can arguably also separate initiatives that are functional from those that only exist on paper, by clearly sign-posting that they are operational and what they have achieved. Yet, even the best examples could benefit from being more periodic and clearly structured into the procedural rules for these innovation-enablers.

Lastly, there is something to be said about greater cooperation across financial regulators. With the process of refining and further institutionalising the reflective elements of these regulatory frameworks that we are proposing, it should be easier for regulators – potentially with similar mandates and objectives – to go through a collective exercise of attempting to define what KPIs might work under which circumstances. The early interaction between the FCA, CFPB, and ASIC provides reason for some cautious optimism, as they were able to produce some reflexive pieces about their experimentalist frameworks while also opening-up additional lanes of cooperation between their specialised regulatory teams through the deployment of bespoke bilateral instruments.⁸⁵

Conclusion

6 - In the first section, we set up the analysis by briefly examining the FCA's regulatory sandbox as an oft-cited pioneer or « blueprint » innovation-enabling regulation for financial technological innovation. In a second section, we then threw light on the pattern of rapid, albeit potentially problematic, breakneck diffusion of the regulatory sandbox frameworks. Such dynamic, in our view, may lead financial regulators to overextend themselves and lose critical sight of the core purpose or objectives in establishing innovation enablers as well as the indispensable articulation of this dedicated tool for financial innovation with the core mandates and objectives of financial regulatory and supervisory agencies. This enables us to argue that financial regulators in general should be increasingly mindful, even unwillingly, of not participating in a narrative or impression whereby/making the regulatory sandbox out to be a popular regulatory « add-on » or supplement to the existing regulatory infrastructure, dedicated to disruptive technological innovation. To this end, we put forward several relatively traditional accountability and transparency measures that financial regulators can build upon to ensure a credible and long-lasting commitment to welfare-enhancing innovation – and even to separate what are potentially serious initiatives from those that are just trying to ride the hype. ■

69. S Kirakul and others, 'The Universe of Supervisory Mandates-Total Eclipse of the Core?' (2021).

70. Alliance for Innovative Regulation, 'The Financial Conduct Authority's Innovation Journey : Moving Forward in the Face of Uncertainty' (2021) ; FCA, 'The Impact and Effectiveness of Innovate' (n 41) ; FCA, 'Regulatory Sandbox : Lessons Learned Report' (n 41).

71. ESMA and others (n 60) ; World Bank, 'Consumer Risks in Fintech : New Manifestations of Consumer Risks and Emerging Regulatory Approaches' (World Bank April 2021).

72. On the potential shortcomings of competitiveness objectives, see : Eilís Ferran, 'International Competitiveness and Financial Regulators' Mandates : Coming Around Again' (University of Cambridge Faculty of Law Research Paper, 23 June 2022).

73. HKMA, 'Fintech Supervisory Sandbox (FSS)' (2022) <www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/fintech/fintech-supervisory-sandbox-fss/>.

74. SFC, 'Fintech Contact Point' (2022) <<https://www.sfc.hk/en/Welcomes-to-the-Fintech-Contact-Point>>.

75. MAS, 'FinTech and Innovation' (no date) <<https://www.mas.gov.sg/development/fintech>>.

76. Central Bank of Bahrain, 'FinTech & Innovation' (2022) <<https://www.cbb.gov.bh/fintech/>> accessed 25 November 2022.

77. Central Bank of Jordan, 'The Financial Inclusion National Strategy Project' (2021) <<https://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=197>> accessed 26 August 2021 ; Central Bank of Jordan, 'FinTech Regulatory Sandbox' (2022) <<https://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=364>> accessed 25 November 2022.

78. UAE Government, 'Regulatory Sandboxes in the UAE' (2022) <<https://u.ae/en/about-the-uae/digital-uae/regulatory-sandboxes-in-the-uae>>.

79. CCAF, 'FinTech Regulation in Middle East and North Africa' (CCAF 2022) ; Arab Monetary Fund, 'The Arab Region Fintech Guide – Second Edition' (2021) ; Egyptian Banking Institute, 'FinTech : From Evolution to Revolution – MENA Region' (Egyptian Banking Institute 2020) ; CCAF (n 35).

80. ASIC, 'Enhanced Regulatory Sandbox' (n 43).

81. FCA, 'The Impact and Effectiveness of Innovate' (n 41) ; FCA, 'Regulatory Sandbox : Lessons Learned Report' (n 41).

82. DFSA, 'Innovation and Crypto' (2022) <<https://www.dfsa.ae/innovation>> accessed 25 November 2022.

83. Giulio Cornelli and others, 'Inside the Regulatory Sandbox : Effects on Fintech Funding' (BIS Working Papers, 2020).

84. Ross P Buckley and others, 'Building Fintech Ecosystems : Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and Beyond the Rise of Fintech' (2020) 61 Wash U J L & Pol'y 55.

85. Parma Bains, 'Building a Level Playing Field – How Innovation Shapes Regulation' (2020) <<https://www.fca.org.uk/insight/building-level-playing-field-how-innovation-shapes-regulation>> accessed 14 January 2022.

18 Une régulation financière en crise ? Nouveaux objectifs vs vieux postulats

Jérôme CHACORNAC,

Maître de conférences à l'Université Paris-Panthéon-Assas (Paris II)

1 - Il y a maintenant dix ans, lors de l'une des importantes manifestations organisées autour de la crise financière, notre collègue Thierry Bonneau avait fait le juste constat d'un « enrichissement dans la continuité »¹ des objectifs de la régulation bancaire et financière. Enrichissement reflété du point de vue de la seule régulation financière par l'évolution de rédaction de l'article L.621-1 du Code monétaire et financier déterminant les missions de l'Autorité des marchés financiers (AMF). La protection de l'épargne et la surveillance des marchés trouvent aujourd'hui un prolongement dans l'objectif de stabilité financière, permettant d'assurer un pont entre les trois activités que sont banque, finance et assurance, dans la perspective de prévenir une calamité susceptible de résulter de leur interconnexion : le risque systémique. De manière essentielle, la crise financière a ainsi permis de donner un horizon commun à l'ensemble des dispositifs sectoriels de régulation en matière financière, consistant finalement à « ne pas nuire », ne pas engendrer de crise économique dépassant la seule sphère financière.

Cet acquis n'a pas été remis en question dans la période récente. C'est davantage son contexte de mise en œuvre qui a évolué et, sans doute, considérablement. En effet, les principaux enseignements de la crise de 2007-2008 ont consisté en une nécessaire modification des statuts et obligations des acteurs². Restait toutefois dans l'ombre le rapport à l'offre de produits. Certes, du côté de l'offre proprement dite, la régulation n'a pas été absolument taiseuse, avec des manifestations ponctuelles telles l'encadrement de la vente à découvert³ ou la refonte du cadre de la titrisation, incitant à son redéploiement par, entre autres, une modulation des exigences prudentielles applicables en fonction de ses modalités⁴. Une question demeurerait toutefois à l'état d'ébauche, au tournant des années 2010, relative aux critères de la décision d'investissement.

Celle-ci se présente aujourd'hui comme un enjeu essentiel de régulation sur deux terrains⁵ : la finance durable et les marchés de crypto-actifs. L'une et les autres sont désignés par des expressions singulières : l'application d'un qualificatif temporel à la finance ; la désignation par un nom composé de valeurs nouvelles, fruits du croisement d'une double réalité technologique et comptable. Derrière la première, une dimension sociale, derrière les seconds,

des valeurs abstraites, comme la finance en a connues, sinon que l'abstraction se fait ici peut-être encore plus vive. À peine est-il besoin de rappeler les éléments d'actualité entourant ces deux sujets. Après le triptyque formé par l'adoption du règlement *Disclosure*⁶, la modification du règlement *Benchmark*⁷ et le règlement *Taxonomie*⁸, le Plan d'action « Financer la croissance durable »⁹ vient tout juste de trouver une concrétisation supplémentaire¹⁰ avec la révision 22 décembre 2022 de la directive dite « reporting extrafinancier », renommée pour l'occasion¹¹, dont l'entrée en vigueur graduelle vient de débiter depuis le 9 janvier 2023.. C'est donc peu dire que la finance durable constitue un changement d'échelle par rapport aux conquêtes normatives, un temps modeste, du mouvement de l'investissement socialement responsable¹². En matière de crypto-actifs, c'est l'imminent règlement dit « MiCA »¹³, qui vient compléter la mise en œuvre du « Paquet finance numérique »¹⁴, dans la foulée de la récente adoption du Règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil de l'UE du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués¹⁵.

1. T. Bonneau, *Le point de vue du juriste*, Droit et crise financière – Régulation et règlement des conflits en matière bancaire et financière, dir. J. Morel-Maroger, T. Kirat, C. Boiteau, Bruylant, 2015, n° 4, p. 26.
2. Autorités de surveillance et de supervision, professionnels de marché et émetteurs ont chacun connu leur lot d'évolutions dont il est ici impossible de rendre compte de façon exhaustive.
3. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, Lextenso 3^e éd., 2021, n° 1000-1004, p. 664-668.
4. On songe en particulier aux très techniques et promotionnelles exigences du Règlement (UE) 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 modifiant le règlement (UE) no 575/2013, introduisant des règles propres aux titrisations simples, transparentes et standardisées.
5. Sans doute pourra-t-il, s'agissant d'un juriste habitué du contentieux, évoquer l'une ou l'autre des dernières affaires ayant défrayé la chronique – et il en est constamment – et sans doute au cours de la conversation – qu'il s'agisse d'un financier comme d'un juriste – déplorer un phénomène d'actualité permanente un temps déploré mais aujourd'hui admis comme une fatalité, le dérèglement calamiteux de la production normative.

6. Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (dit règlement « Disclosure »), qui pose des exigences nouvelles de transparence à l'égard des gérants d'actifs en matière de durabilité, tant au niveau des acteurs que des produits.
7. Règlement (UE) 2016/1011 du 8 juin 2016.
8. Le règlement (UE) 2020/582 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 instaure une classification des activités considérées comme durables ou contribuant à la transition climatique, afin de permettre l'adoption à l'échelle européenne d'un langage commun en la matière.
9. Communication de la Commission – Plan d'action : financer la croissance durable, Bruxelles, le 8.3.2018, COM(2018) 97 final, dont la proposition avait été reprise dans le Pacte vert pour l'Europe, COM(2019) 640 final, 11 déc. 2019.
10. Dispositif conduisant bien entendu à un ajustement permanent du dispositif interne : v. en dernier lieu, l'arrêté du 25 juill. 2022, portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sur lequel, les obs. de M. Storck, *Bull. Joly Bourse*, sept. 2022, p. 15.
11. Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises : *OJ L 322*, 16.12.2022, p. 15-80.
12. Règlement (UE) n° 346/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens : *OJ L 115*, 25.4.2013, p. 18-38.
13. Pour « Markets in Crypto Assets » : proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant la directive (UE) n° 2019/1937, 24 sept. 2020, COM/2020/593 final, sur laquelle, T. Granier, « La proposition de règlement concernant les marchés de crypto-actifs (MiCA) », *Bull. Joly Bourse*, mai 2021, p. 26.
14. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions sur une stratégie en matière de finance numérique pour l'UE Bruxelles, le 24.9.2020 COM(2020) 591 final, constituant elle-même le prolongement de la Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions sur un plan d'action pour les technologies financières (Plan d'action pour les Fin Tech de 2018), COM/2018/109 final du 8.3.2018.
15. Et modifiant les règlements (UE) no 600/2014 et (UE) no 909/2014 et la directive 2014/65/UE, c'est-à-dire le règlement et la directive MIF 2.

L'histoire ne fait toutefois que commencer puisqu'avant même son vote¹⁶, le placement de FTX dans le champ du « Chapter 11 » du *United States Bankruptcy Code* le 11 novembre dernier a déjà conduit des hautes autorités à suggérer l'élaboration d'un « MiCA II »¹⁷.

Au-delà de leur importance intrinsèque incontestable, le rapprochement de ces deux ensembles de textes dans une même contribution au sein d'un dossier consacré à la régulation de la finance depuis 2008 mérite une explication. Chacun soulève une question d'ordre existentiel pour la régulation financière en ce qu'ils questionnent les fonctions mêmes de la finance. Ainsi est-il sans doute juste de parler de « crise » pour évoquer un moment périlleux et décisif, propre à l'objet même de la régulation¹⁸. À travers ces deux pôles, s'exprime une tension qui n'est ni plus ni moins que le rapport de la régulation financière à la réalité : celle de la valeur, et celle de l'activité matérielle des entreprises. Entre abstraction des crypto-actifs d'un côté, point culminant des processus de création conventionnelle de la valeur, et hyperréalisme présidant à la labellisation des produits et à une transparence de plus en plus exhaustive des émetteurs, la régulation financière n'échappe pas aux interrogations politiques fondamentales du moment qui portent, au fond, tant sur ses finalités, avec cet horizon nouveau que constitue la durabilité (1), que sur ses objets (2).

1. La durabilité : un nouvel horizon

2 - Si elle entraîne une forte activité normative, la finance durable, aussi dite « verte », continue de rencontrer un certain scepticisme dans l'opinion quant à la réalité de ses effets en termes de changement de pratiques des entreprises. Fondées ou non, ces critiques soulèvent en creux une interrogation plus fondamentale sur l'identité de la régulation financière : est-elle encore financière à intégrer des paramètres non financiers ? Cette difficulté, parfois présentée comme un « paradoxe », a pu être surmontée par l'observation qu'au fond, même social ou environnemental, le risque identifié au-delà de la seule dimension financière peut bien recevoir, ultimement, une traduction financière en termes de rentabilité¹⁹. Si l'observation est juste, il n'en demeure pas moins que la finance durable conduit précisément à orienter les décisions d'investissements vers des indicateurs différents de la seule quête de rentabilité. La difficulté essentielle procède ainsi de ce qu'elle s'assigne un objectif qu'elle n'est peut-être pas techniquement apte à réaliser puisqu'il est, en définitive, tourné vers la finalité de l'investissement et, ainsi, plus profondément encore, vers la psychologie de l'investisseur.

La finance durable, aussi dite « verte », n'est pourtant pas absolument nouvelle en termes méthodologiques. Il s'agit d'une expression parmi d'autres des techniques permettant d'orienter la décision d'investissement, qui repose finalement sur deux piliers de la régulation financière : la vénérable information de marché et la plus récente orientation dans l'offre de produits. La directive « reporting extra-financier » n'est qu'une nouvelle manifestation de l'impératif de transparence²⁰ aussi ancien et consubstantiel à la régulation des marchés par l'information que les grandes légis-

lations américaines du *New Deal*²¹. Elle s'étend à des impératifs multiples, se précise et se standardise pour renforcer la comparabilité des déclarations faites par les entreprises, à la faveur de sa révision prochaine mais n'est, en substance, qu'une extension des obligations déclaratives qui traditionnellement pèsent sur les émetteurs en vue de nourrir la décision des investisseurs et, ainsi, de concourir à la formation du cours de bourse²². Sur le terrain de l'offre de produits, les règles relatives aux tests d'adéquation et du caractère approprié du service à fournir issus de la première directive « MIF » étaient déjà bien destinées à guider l'investisseur dans ses choix compte tenu de son profil, par des obligations renforcées d'information aux fins d'évaluation²³. Ce que la crise financière avait généré en la matière consistait à limiter l'offre de produit pour l'intermédiaire lui-même, en fonction des exigences dites de « product governance »²⁴. Le règlement *Taxonomy* peut au fond y être techniquement rattaché par la démultiplication des paramètres de la décision d'investissement²⁵, selon les critères standardisés d'appréciation des activités qu'il pose.

Enjeux classiques liés à la maîtrise du risque et méthodes éprouvées... en quoi donc la finance durable est-elle alors perturbatrice ? L'analyse méthodologique ne résume pas les enjeux techniques de la finance durable. Par le lien qu'elle instaure avec l'activité des entreprises, elle est en réalité en lien direct en pratique avec le cadre juridique formé par les exigences de gouvernance et le droit des sociétés. Plus précisément, avec le dispositif en matière de finance durable, le droit financier n'appréhende plus uniquement le risque individuel pris par l'investisseur mais le risque social indirectement induit par l'exercice de sa rationalité propre sur le développement des secteurs économiques. Ce faisant, par ces instruments, le droit financier s'inscrit dans une logique qui ne lui est plus propre et rejoint des dispositifs techniquement tout à fait distincts qui, réunis ensembles, forment la responsabilité sociétale des entreprises (RSE)²⁶ ou, dans sa version courante la plus compréhensive, les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Au fond, la finance durable ne peut véritablement exister qu'à l'état de reflet de l'activité concrète des sociétés et des organes satellites de gouvernance – investisseurs institutionnels, gestionnaires d'actifs et conseillers en vote – susceptibles d'influer sur elle par la détermination de leur politique d'investissement, sens profond des évolutions adoptées concernant les droits des actionnaires par la directive *Shareholder Rights Directive 2* (SRD 2)²⁷. Appliquée à la finance verte, cette logique de gouvernance satellitaire est le cœur technique du règlement *disclosure*, à l'égard des gestionnaires d'actifs. La durabilité s'inscrit dans la gangue de l'activité économique concrète et même plus avant, dans la maîtrise des risques que celle-ci engendre, que cela passe par la réponse minimale que peut constituer une règle de responsabilité spécifique-

16. Reporté en février prochain, après accord politique provisoire en trilogue le 30 juin 2022, suivi par son adoption par le Conseil et le Parlement au mois d'octobre.

17. R. Rencurel, *Chute de FTX : Christine Lagarde réclame un MiCA II*, Journal du Coin, 30 nov. 2022.

18. Plutôt que, pour une fois, l'usage du mot par référence à un certain état du marché.

19. T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 6^e éd., 2022, n° 509, p. 1033-1034.

20. V. pour une présentation du corpus normatif français, V. Mercier, *La transparence renforcée des acteurs des marchés financiers en matière de durabilité*, Bull. Joly Bourse, mars 2021, p. 53.

21. V. J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014, n° 3, p. 2-3.

22. *Ibid.*, spéc. n° 540-546, p. 314-318.

23. Sur lesquelles, F. Drummond, *Droit financier*, Economica, 2020, n° 661-662, p. 584-589.

24. Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers ayant créé la section consacrée aux Dispositions applicables aux prestataires de services d'investissement relatives à la conception et distribution des instruments financiers (Articles L533-24 à L533-24-1-1). Sur ce dispositif – et ses sources européennes – F. Drummond, *op. cit.*, n° 630-633, p. 558-560. Figure entre autres choses dans ce dispositif l'obligation selon laquelle on ne saurait proposer que ce que l'on est en mesure de comprendre... obligation finalement essentielle mais qui ne peut que susciter un étonnement rétrospectif sur ce qu'avait été dans l'immédiat « avant-crise » le dépassement de la compétence des intermédiaires par la complexité – et l'opacité induite – des instruments dits « synthétiques ».

25. V. l'art. 8 imposant des obligations déclaratives aux entreprises.

26. V. T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière*, préc., n° 516.1, p. 1044, présentant l'ensemble de ce dispositif comme une prise en considération des enjeux de la RSE.

27. Sur ce texte, le tout récent et substantiel commentaire collectif publié sous la direction de M. Bucheberger et C. Coupet, directive « Droit des actionnaires » 2007/36/CE et (UE) 2017/828 – Commentaire article par article, Bruylant : Bruxelles, 2022.

ment taillée pour les groupes, à la manière du devoir de vigilance²⁸, ou par les plus tâtonnants et prédirigistes procédés d'orientation de l'activité des entreprises elles-mêmes. Et on songe évidemment sur ce dernier point au vaste éventail des évolutions inscrites dans la loi *Pacte*, avec la définition donnée de l'intérêt social, à l'article 1833, alinéa 2 du code civil, ou l'introduction du statut d'entreprise à mission.

Ce glissement de la régulation financière vers une logique de vigie des choix de gouvernance n'est pas sans précédent. Lorsque l'AMF s'est autoproclamée autorité de contrôle des pratiques des sociétés cotées en matière de gouvernement d'entreprise²⁹, la difficulté alors perçue par tous était bien qu'au fond, les règles de gouvernance même appliquées aux sociétés cotées procèdent bien, lorsqu'elles se concentrent sur le fonctionnement des organes sociaux – ou plus encore sur leur rémunération – du droit des sociétés. Un droit qui, au fond, ne connaît d'autre mode de régulation effectif que l'évolution de la loi elle-même, ainsi que l'avait illustré de manière finalement prévisible, l'introduction d'un vote contraignant des actionnaires sur les politiques de rémunération par la loi *Sapin 2*.

Au fond, et comme de manière diffuse en droit des sociétés, l'application d'une « teinte verte » à la finance est le rempart prédirigiste d'intégration à l'offre privée de procédés d'orientation de l'investissement vers la préservation de l'environnement, parallèlement aux règles et statuts encore relativement gazeux destinés à orienter, en amont, la stratégie même de gestion des entreprises.

La question ouverte concerne ainsi l'adéquation des instruments choisis à l'objectif poursuivi. Ce lourd dispositif au service d'une évolution de la psychologie collective et du long terme, qui tend à lutter contre les excès de l'esprit de la spéculation n'est-il pas la pierre philosophale même que l'on cherche en droit des sociétés, consistant à transformer l'investisseur en censeur des activités non durables, l'épargnant privé en arbitre d'un changement de politique économique ? La quête de rentabilité au niveau individuel est-elle réellement susceptible d'être redéfinie à coup d'indicateurs ESG, ou n'est-elle pas essentiellement déterminée par l'horizon même de l'investissement qu'est la réalisation d'un profit ?

Et c'est ici qu'il faut tourner le regard vers cet élargissement de l'objet de la régulation financière qui résulte de la reconnaissance en cours des marchés de crypto-actifs.

2. Les crypto-actifs : la dilatation de l'objet

3 - Mentionnons à titre liminaire qu'une éventuelle contradiction entre la reconnaissance des crypto-actifs et la finance verte a été suggérée dans les faits eux-mêmes, par le taux d'émission lié aux activités de minage et à ce qui, dans le protocole des *blockchains* ouvertes, correspond à ladite « *proof of work* », récemment abandonnée par Ethereum³⁰. Le minage coûte cher en émissions. Comment prétendre promouvoir la finance durable en légitimant des infrastructures dont les modalités d'échange sont si énergivores ? Le sujet existe au point d'avoir conduit à des modifications de la proposition MiCA au cours de la procédure législative³¹, mais appelle des développements fondés sur un croisement de paramètres environnementaux et techniques qui demeure extérieure à la réflexion ici conduite.

Envisageons plutôt ici une difficulté sur un autre terrain qui est celui de la liberté de l'offre de produits. La reconnaissance des

marchés de crypto-actifs – pour le dire vite³². Il ne s'agit pas, en vérité – et même loin s'en faut – d'un phénomène nouveau que celui de l'élargissement progressif de l'objet de la régulation financière³³, parfois par extension des dispositifs spécifiques à des instruments classiques initialement non visés³⁴, d'autres fois par assimilation, comme il en est allé en droit français avec les quotas d'émission de gaz à effet de serre et plus encore, par le biais de lois de libéralisation venant entrainer la diversification de la pratique des ingénieurs financiers³⁵.

La régulation des activités portant sur les crypto-actifs soulève, en vérité, deux questions, liées à son existence même et à celle de ses modalités. En commençant par ces dernières, la question nodale sur le terrain des modalités semble être la suivante : la régulation des crypto-actifs doit-elle rentrer dans le périmètre de la régulation financière ? S'agit-il, en d'autres termes, d'une extension ou d'une inclusion d'un objet nouveau au sein de techniques de régulation éprouvées ? C'est là mettre à l'épreuve dans les différents droits nationaux les concepts mêmes de monnaie – en posant la question de la reconnaissance du cours légal³⁶ – ou d'instruments financiers – au fond, qu'est-ce qui rend financier un titre financier³⁷ ?

C'est donc dire qu'aux fins d'établissement d'un cadre de régulation harmonisé, demeurent incertaines les justifications de la reconnaissance d'un tel type de valeurs. Compte tenu des fonctions traditionnellement prêtées à la finance de marché, elle-même distincte du financement bancaire, la reconnaissance sous une même qualification de valeurs d'utilité et quasi-monétaires brouille les pistes. L'idée de financement *lato sensu* est nécessairement présente du côté de l'émetteur – accès à des ressources monétaires aux fins de constitution d'un capital en vue du développement d'une activité – mais la toute jeune expérience en la matière a bien mis en lumière la très forte dimension spéculative prise par ces valeurs nouvelles auprès des investisseurs. Il est désormais observable par tous que même le prototype des crypto-actifs de « type » monétaire qu'est le *bitcoin* a fini par se présenter, compte tenu de son cours erratique, bien davantage comme un placement que comme un instrument de paiement³⁸.

Si le critère en demeure l'une des propositions indécidables du droit financier, la régulation financière a, au fond, comme enjeu porteur historique le tracé d'une frontière entre la spéculation licite et la spéculation illicite. La spéculation, intérêt légitime de recherche de rentabilité d'un financement, n'en est pas moins adossée à des instruments servant un intérêt économique : obtention de capitaux pour l'entreprise, stratégie de couverture... Elle doit

28. Dont l'introduction au niveau européen se fait par référence à la « durabilité » : *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*.

29. Avant que la loi ne vienne expressément lui attribuer cette compétence qui figure aujourd'hui à l'article L.621-18-3 du code monétaire et financier.

30. V. A. Hern, « *TechScape : How a major change to ethereum could change cryptocurrency forever* », *The Guardian*, 24 août 2022.

31. V. à ce stade, le considérant 5a, de la proposition de directive, préc.

32. On s'en tiendra à ce concept qui, pourtant, ne coïncide pas avec celui d'« actif numérique » retenu par le législateur français et issu de la loi *Pacte* et qui recouvre monnaies virtuelles et jetons ne répondant pas aux caractéristiques des instruments financiers. Sur ce choix de qualification propre au législateur français, F. Drummond, *op. cit.*, n° 382, p. 363-364.

33. V. F. Drummond, *op. cit.*, n° 376-390, p. 359-369.

34. On pense à la très évolutive réglementation en matière de franchissements de seuils.

35. Parmi les textes d'importance en ce sens, le plus essentiel demeure sans doute encore aujourd'hui l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale.

36. Qui a cessé d'être théorique depuis la décision prise au Salvador de conférer cours légal au bitcoin : P. Bordais, *Le bitcoin rejoint le club privé des monnaies légales*, *Actu-juridique.fr*, 23 sept. 2021.

37. Énonçons comme simple piste de réponse pour les besoins de la cause, qu'il s'agit peut-être de son aptitude à connaître une fluctuation régulière et organisée selon un processus de marché institutionnalisé de sa valeur monétaire.

38. Expression empirique indubitable, au fond, d'une faiblesse de la théorie dite sociologique de la monnaie élaborée par A. Nussbaum, *Money in the Law National and International*, Foundation Press, 1950. La conception monétaire du bitcoin a été obliérée par les conditions de détermination de son cours, précisément étrangère à toute politique monétaire étatique ou internationale, ce qui constitue un sérieux argument en faveur, au fond, de la théorie étatique de la monnaie héritée de F. Knapp, *The State Theory of Money*, MacMillan, 1924.

en outre se réaliser compte tenu d'impératifs de fonctionnement des marchés comme cadres de négociation collectifs³⁹.

La justification de la régulation en la matière consiste, au sens de la proposition de règlement MiCA, à bâtir un cadre réglementaire « propice à l'innovation et [qui] n'entrave pas l'utilisation de nouvelles technologies ». Si, comme de coutume, il faut veiller à la protection des investisseurs et à la stabilité des marchés⁴⁰, la régulation intervient ici dans un souci d'accompagnement, pour ne pas dire, de promotion de technologies nouvelles, au nom d'une idée commune de « neutralité technologique ».

Sans doute cette justification est-elle à la fois trompeuse et fautive. Trompeuse tout d'abord – et rappeler cela a tous les dehors d'un truisme – puisque dans son élaboration même, un cadre de régulation n'est pas neutre. Par son fait même, il légitime en même temps qu'il oriente le développement d'une activité. Il est à la fois porteur d'une reconnaissance et intrinsèquement limitant, ce qui a d'ailleurs été perçu comme tel par l'industrie de la *Blockchain* et des crypto-actifs à l'occasion du débat entourant la preuve de travail. Fautif ensuite, puisque la recherche de l'innovation technologique ne saurait certainement être une fin en soi en matière financière mais simplement un paramètre avec lequel composer. Or la promotion d'une technologie nouvelle n'est jamais neutre, pour la raison d'évidence que la technologie elle-même ne l'est pas. Opérant d'après ses fonctions propres, elle génère le résultat social qu'elle est intrinsèquement conçue pour produire ce que l'on accepte nécessairement avec le choix d'un cadre d'une régulation permissive plutôt que par une prohibition pure et simple. Pour ne prendre qu'un exemple, si exigeant soit-il, le cadre juridique du *trading* algorithmique constitue nécessairement un choix favorable à l'automatisation des transactions et, *in fine*, à la gestion indiciaire. Même à l'état de simple infrastructure de marché, dans le cadre du règlement « pilote », le choix technologique du recours aux technologies dites DLT⁴¹ conduit mécaniquement à une désintermédiation par disparition de la gestion de comptes-titres, résultat certainement « non neutre » compte tenu du caractère historiquement « intermédié » du droit des marchés financiers⁴².

Appliquée à la valeur négociée elle-même, cette reconnaissance de la technologie nouvelle marque une évolution de la législation financière fondamentale. Elle est formellement un élargissement du triptyque formé par les instruments financiers, opérations de banques et produits d'assurance et qui, ensemble, forment la matière financière largement entendue. La délimitation du champ d'application du futur règlement MiCA est éloquent à ce titre. En dépit de ses évolutions de rédaction, le futur article 2 exprime, finalement, l'idée que la technologie de registre distribuée est en elle-

même une source autonome de valeurs, détachées des justifications économiques caractéristiques établies – quoique devenues poreuses – aux activités d'assurance, de banque et propres aux marchés financiers. La forme ne change rien à la nature des instruments déjà connus qui continuent de relever selon les cas, de la directive 2014/65(UE) (MIF 2), ou bien de la directive 2009/138/EC (assurance vie et non-vie). En revanche, la forme peut donner naissance à un instrument nouveau.

Cette régulation entérine une rupture mécanique entre le processus de création de valeur et les bases traditionnelles de la législation financière, largement entendue dans sa dimension multisectorielle comme dans son acception réduite aux seuls marchés financiers. Il y a alors deux manières d'apprécier cette hypothèse. On peut y voir l'émergence de valeurs nouvelles, la valeur ayant probablement toujours préexisté économiquement à la régulation de son transfert. On peut autrement considérer, à une époque qui semblait pourtant ne plus devoir se l'autoriser, qu'il ne s'agit que d'un dispositif tout en retenue de simple police des comportements destiné à encadrer la liberté de prendre des risques et plus particulièrement l'activité des intermédiaires. En définitive, une régulation plus en adéquation avec son histoire et ses postulats libéraux qu'elle n'a jamais été.

*

En conclusion, de cette rapide confrontation de deux évolutions majeures de la régulation financière contemporaine, celle-ci se développe, à la fois en cohérence avec une évolution de politique économique générale sur le terrain de la finance durable et en cohérence historique avec elle-même. N'en demeure pas moins, d'un point de vue social, une projection des activités financières dans un double univers, qui constitue d'ailleurs l'un des enjeux de la reconnaissance même des crypto-actifs : le métavers. Tandis qu'elle se recentre sur la réalité des activités productives avec les exigences de la finance durable, elle se dilate à des processus de création de valeurs toujours plus abstraits et arbitraires⁴³.

Au fond, avec ces deux éléments, le lieu de la régulation financière se situe en dehors d'elle ou comme une hyperbole d'elle-même. Expression d'un retour feutré du dirigisme, comme d'une ouverture toujours plus grande à la liberté de choix d'un support d'investissement à risque, elle est un reflet exact d'une ambivalence politique contemporaine de promotion de la croissance par l'investissement et de contraintes toujours plus fortes sur la liberté de gestion des entreprises. Tel est bien la ligne de fuite des tâtonnements fébriles actuels, dans l'économie « réelle » et, par contre-coup, en matière financière : la remise en cause progressive de la liberté de gestion et le retour possible de l'ordre public si l'idéal recommandatoire et incitatif devait s'avérer une pure illusion...

En d'autres termes, elle pose la question de demain, qui, située en amont même de la finance, sera celle de la signification à donner à la liberté du commerce.■

39. Justifiant ainsi l'encadrement propre de certaines opérations – offres publiques et offres au public – et la prohibition de comportements perturbateurs des équilibres de marchés en termes d'égalité d'accès et d'intégrité de l'information, que sont les abus de marché.

40. Dont la proposition souligne qu'elle est effectivement susceptible d'être mise en jeu par le développement des *stablecoins*.

41. Pour Distributed Ledger Technology – famille dont la *Blockchain* constitue encore le paradigme.

42. V. à cet égard, les développements historiques substantiels de F. Drummond, *Droit financier*, Economica, 2020, n° 3 et s., spéc., p. 4 et 5.

43. A quand, le développement du marché des *dabloons* ? M. Boseley, What are *dabloons* ? : Tiktok's new imaginary economy explained, *The Guardian*, 25 novembre 2022.

19 L'appréhension des enjeux environnementaux par la réglementation bancaire



Hélène KOUYATÉ,

Counsel au sein de l'équipe « Réglementation financière » de Clifford Chance Europe LLP

1 - ¹ Alors que le cadre prudentiel destiné à répondre à la crise des *subprimes* est sur le point d'être achevé ², la réglementation bancaire doit faire face à un risque nouveau, dont l'ampleur de l'impact est méconnue, et concernant lequel les données disponibles présentent des lacunes sévères : le risque environnemental et, plus particulièrement, le risque climatique ³.

Considéré initialement comme une problématique de politique gouvernementale ⁴, ce risque figure, désormais, sur l'agenda de la plupart des régulateurs du secteur financier ⁵. Il est pour autant intéressant de noter que la Banque d'Angleterre, par exemple, rappelle que la responsabilité, pour s'attaquer aux causes du risque clima-

tique, incombe en priorité aux gouvernements, aux entreprises et aux ménages, et non à la réglementation prudentielle ⁶.

La volonté des régulateurs d'intégrer le risque climatique dans la réglementation bancaire et financière s'inscrit dans un cadre plus global visant à atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici à 2050, conformément à l'objectif fixé par l'Accord de Paris en 2015 ⁷. Au niveau européen, la Commission européenne a adopté le Pacte vert pour l'Europe dans lequel elle s'est engagée à transformer l'économie de l'Union européenne en une économie durable ⁸, notamment en orientant les flux financiers et les flux de capitaux vers des investissements écologiques, ainsi qu'en intégrant les risques climatiques (et, plus largement, ceux liés à l'environnement) dans le système financier et, en particulier, dans le cadre prudentiel européen ⁹. La Commission européenne a également mis en place une stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable dans laquelle elle identifie, entre autres, la nécessité de la contribution et de la résilience du secteur financier à la réalisation des objectifs du Pacte vert ¹⁰.

Dans ce contexte, le secteur bancaire apparaît comme ayant une place particulière, tout d'abord, en raison du rôle qu'il pourrait jouer dans le financement de la transition vers une économie plus

1. L'auteur tient à remercier L.-A. Barthout pour sa contribution à la rédaction du présent article.
2. Voir, sur ce point, F. Lacroix, H. Kouyaté, L.-A. Barthout, « Le " Paquet CRD VI " : la fin d'une saga réglementaire », *Revue internationale des services financiers*, 2022/1-2, p. 77-86.
3. Le risque environnemental étant plus large puisqu'en plus des conséquences résultant du changement climatique, il recouvre les ressources aquatiques et marines, la biodiversité et les écosystèmes (voir, sur ce point, article 1(2)(l) de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 (tel que modifié) (« **CRR** ») en ce qui concerne les exigences pour le risque de crédit, le risque d'ajustement de l'évaluation de crédit, le risque opérationnel et le risque de marché et le plancher de fonds propres (27 octobre 2021, COM(2021) 664 final, 2021/0342(COD), [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:14dcf18a-37cd-11ec-8daf-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF]) (« **Proposition CRR III** »), proposant l'intégration de l'article 4(1)(52 sexes) dans CRR.
4. C'est ainsi, par exemple, qu'aux États-Unis cette question est vue comme relevant avant tout de politiques publiques. Voir, par exemple, E. Demetriou-Jones, « Heating up : the race to regulate climate risk », *Global Banking Regulation Review*, 1 août 2022, en particulier B. Reynolds s'exprimant en ce sens : « regulators are there to oversee " financial risk only ", and [that] this should not change. 'Climate is not a regulatory issue and should remain a governmental issue. If you introduce anything else, things can go wrong' ».
5. Voir, par exemple, la mise en place au sein du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (« **CBBC** ») d'une « task force » dédiée au risque climatique (*Basel Committee on Banking Supervision's Task Force on Climate-related Financial Risks* ou « **TFCR** ») et l'élaboration de principes de gestion effective et de supervision du risque climatique en juin 2022 (CBBC, *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, juin 2022, [https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf]), ou encore la déclaration de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« **OICV** ») effectuée le 9 novembre 2022 dans laquelle celle-ci indique qu'elle émettra des standards relatifs au risque climatique en 2023. Au niveau européen, à côté de la Commission européenne et de l'Autorité bancaire européenne (« **ABE** »), dont les travaux seront analysés dans le cadre de la présente étude, l'Autorité européenne des marchés financiers (« **ESMA** ») et l'Autorité européenne de surveillance des assurances et des pensions professionnelles (« **EIOPA** ») se penchent également sur cette question (voir les nombreux travaux de l'ESMA sur les problématiques, notamment, de « *greenwashing* », fonds et de contreparties centrales, et EIOPA, *Opinion on the supervision of the use of climate change risk scenarios in ORSA*, EIOPA-BoS-21-127 – EIOPA, 2021a, 19 avril 2021 ([https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/opinions/opinion-on-climate-change-risk-scenarios-in-orsa.pdf])).

6. Banque d'Angleterre, *Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES)*, 24 mai 2022, [https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario].
7. Nations Unies, *Accord de Paris*, 12 décembre 2015, article 2, [https://unfccc.int/sites/default/files/french_paris_agreement.pdf].
8. Dans ce contexte, la finance durable fait référence au « processus consistant à tenir dûment compte des considérations environnementales et sociales dans la prise de décisions d'investissement, ce qui se traduit par une hausse des investissements dans des activités à plus long terme et durables ». Voir, sur ce point, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : financer la croissance durable », COM(2018) 97 final, 8 mars 2018, 21 p., p. 2, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=fr].
9. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Le pacte vert pour l'Europe », 11 décembre 2019, COM(2019) 640 final, 28 p., voir notamment p. 20, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0022.02/DOC_1&format=PDF]. Voir, également, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « 'Ajustement à l'objectif 55' : atteindre l'objectif climatique de l'Union européenne à l'horizon 2030 sur la voie de la neutralité climatique », 14 juillet 2021, COM(2021) 550 final, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0550&from=fr].
10. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable », 6 juillet 2021, COM(2021) 390 final, 24 p., p. 13, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f57e795-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0019.02/DOC_1&format=PDF]. Voir, également, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : financer la croissance durable », op. cit.

durable, en réorientant les flux financiers vers des projets s'inscrivant dans le cadre des objectifs environnementaux précités¹¹. Sur ce point, la Commission européenne constate que le financement public serait à lui seul insuffisant pour satisfaire les « efforts de financement sans précédent pour atténuer le changement climatique et s'y adapter »¹². Il est ainsi estimé que l'Europe aura besoin de 350 milliards d'euros d'investissements supplémentaires par an sur cette décennie pour atteindre son objectif de réduction des émissions à l'horizon 2030 pour les seuls systèmes énergétiques, en plus des 130 milliards d'euros pour les autres objectifs environnementaux¹³. Estimant que l'investissement privé doit « monter en puissance » afin de combler ce déficit, la Commission souligne le « rôle primordial » que les banques devraient jouer à cette fin, du fait de leur intermédiation, pour permettre une transition vers une économie plus durable¹⁴.

Ensuite, l'exposition des banques à des risques nouveaux du fait de la transition vers une économie durable pourrait compromettre la stabilité financière si ces risques ne sont pas adéquatement gérés¹⁵. À ce titre, il convient de rappeler le double rôle que les banques détiennent, dans l'économie réelle et financière, pouvant les faire apparaître comme le « maillon faible »¹⁶ du système en cas de crise. Or, en 2018, il a été estimé que l'exposition des banques de la zone euro aux risques est, pour près de 50%, directement ou indirectement liée au changement climatique¹⁷. À côté de cela, au niveau mondial, la fréquence annuelle des catastrophes liées à des phénomènes météorologiques a augmenté de 46 % entre 2000 et 2016, et les pertes économiques engendrées par une météo extrême ont augmenté de 86% entre 2007 et 2016 pour atteindre 117 milliards d'euros en 2016¹⁸.

Face à ce constat, et alors même que le risque environnemental conserve des contours incertains et une ampleur inconnue dans ce contexte (1), le choix a été effectué au niveau européen de l'intégrer au cadre prudentiel bancaire, d'abord timidement avec le « paquet CRD V »¹⁹ et, ensuite, de manière plus complète et intégrée avec le « paquet CRD VI »²⁰, avec des incertitudes qui

subsistent aujourd'hui sur l'introduction potentielle d'un traitement prudentiel différencié en fonction des expositions « vertes » ou « brunes » de la banque (2).

À titre préliminaire, il convient de rappeler que la réglementation bancaire n'est pas la seule à appréhender le risque climatique pour ce qui concerne les banques. En effet, en fonction de leurs activités, les banques peuvent se retrouver soumises à des textes relatifs aux risques en matière environnementale (en ce compris le risque climatique), sociale et de gouvernance (« ESG ») plus généraux, à savoir le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers²¹ (« SFDR »), le règlement sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables²² (« Règlement Taxonomie »), la directive relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes²³ (« NFRD ») et la proposition de directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises²⁴ (« CSRD »). Toutefois, dans la mesure où ces textes n'appréhendent pas le secteur bancaire dans son ensemble et que les obligations en découlant sont principalement axées sur la publication d'informations (« disclosure »), en négligeant l'approche basée sur les risques, la Commission européenne a estimé nécessaire d'intégrer le risque environnemental (à côté des autres risques ESG) dans le cadre prudentiel bancaire de manière plus directe²⁵.

1. Le risque environnemental : un risque pour la stabilité financière aux contours incertains

2 - Les contours du risque environnemental (et, en particulier, climatique) sous l'angle de la stabilité financière et son impact intrinsèque demeurent, à ce stade, difficilement cernables, en raison de données insuffisantes et de projections incertaines relatives aux conséquences exactes du réchauffement climatique²⁶. C'est ainsi que, si le lien entre le risque environnemental et les risques financiers semble aujourd'hui établi, la question de savoir si, sous l'angle de la réglementation bancaire, ce risque doit être considéré comme un risque à part entière ou simplement comme un facteur aggravant des risques plus traditionnels demeure encore entière. Il conviendrait, dès lors, avant de se pencher sur la définition retenue dans le cadre de la réglementation bancaire du risque environnemental (B), de tenter de comprendre l'impact de ce risque sur le secteur bancaire (A).

11. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2013/36/UE (« CRD ») en ce qui concerne les pouvoirs de surveillance, les sanctions, les succursales de pays tiers et les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (27 octobre 2021, COM(2021) 663 final, 2021/0341 (COD)) (« Proposition CRD VI »), *Exposé des motifs*, pp. 4-5, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].
12. Proposition CRD VI, *Exposé des motifs*, op. cit., pp. 4-5, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].
13. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable », op. cit., p. 1. En 2018, il était estimé que l'Europe devait combler un déficit d'investissement annuel de près de 180 milliards d'euros aux fins d'atteindre les objectifs fixés en matière de climat et d'énergie à l'horizon 2030, voir Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : financer la croissance durable », op. cit., p. 3.
14. Proposition CRD VI, *Exposé des motifs*, op. cit., pp. 4-5, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].
15. Proposition CRD VI, *Exposé des motifs*, op. cit., p. 5, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].
16. Expression utilisée par M. Aglietta, « Réguler la globalisation financière », in CEPIL, *L'économie mondiale 1999*, Paris, Editions La Découverte, Collection Repères, 124 p., pp. 66-80.
17. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Plan d'action : financer la croissance durable », op. cit., pp. 3-4, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=fr].
18. *Ibid.*
19. Ce paquet étant composé : (i) du règlement (UE) n° 2019/876 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant CRR ; et (ii) de la directive (UE) n° 2019/878 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant CRD (ensemble, le « Paquet CRD V »).
20. Ce paquet est composé de : (i) la Proposition CRD VI ; (ii) la Proposition CRR III ; et (iii) la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant CRR et la directive (UE) n° 2014/59 (COM(2021) 665 final, 2021/0343(COD)), les trois projets étant en date du 27 octobre 2021 (ensemble, le « Paquet CRD VI »).

21. Règlement (UE) n° 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=fr].
22. Règlement (UE) n° 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=fr].
23. Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=fr].
24. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2013/34/UE, 2004/109/CE et 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n° 537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, COM(2021) 189 final, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=fr].
25. Pour une analyse détaillée sur la nécessité d'un encadrement du risque ESG spécifique au secteur bancaire, voir F. Lacroix, H. Kouyaté, L-A. Barthout, « Le 'verdissement' du régime prudentiel bancaire : vers un jardin à la française », *Revue Droit et Affaires*, à paraître.
26. Ces difficultés ont été notamment relevées à la suite des tests de résistance effectués par la Banque centrale européenne (« BCE ») et la Banque d'Angleterre, BCE, 2022 *climate risk stress test*, juillet 2022, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.2022070823cc0999f.en.pdf], et Banque d'Angleterre, *Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario*, op. cit., [https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario].

A. - Quel impact du risque environnemental sur le secteur bancaire ?

3 - Dès 2018, les membres du Réseau des banques centrales et des autorités de surveillance pour l'écologisation du système financier (ou « **NGFS** »)²⁷ reconnaissent que « *les risques liés au climat sont une source de risques financiers* » et qu'il « *appartient par conséquent aux banques centrales et aux superviseurs, dans le cadre de leur mandat, de veiller à la résilience du système financier face à ces risques* »²⁸.

Sur ce point, les différentes parties prenantes s'accordent désormais pour considérer que le risque environnemental (et climatique, en particulier) engendrerait des risques financiers aux travers de deux chaînes de transmission, que sont le risque physique et le risque de transition²⁹.

S'agissant tout d'abord du risque physique, celui-ci fait référence aux « *effets financiers du changement climatique [...] et de la dégradation de l'environnement* »³⁰. Du point de vue des banques, ce risque pourrait se traduire de différentes manières. Il pourrait s'agir d'un événement climatique extrême tel que, par exemple, une sécheresse sévère entraînant des incendies, ou encore la montée des eaux, qui dégraderait la valeur, voire détruirait, les actifs pris en sûreté par la banque ou ses propres placements. De tels événements pourraient, également, entraîner des retournements de marché et une volatilité sur certaines places, affectant l'évaluation par la banque de son exposition sur les activités ou actifs concernés³¹. Plus encore, c'est la banque elle-même qui pourrait être impactée par un tel risque physique dans l'hypothèse où l'événement climatique considéré détruirait ses propres infrastructures.

C'est ainsi que dans le cadre du Paquet CRD VI, ce risque a été défini comme le « *risque de pertes résultant de toute incidence financière négative sur l'établissement découlant de l'impact actuel ou prévu, sur les contreparties de l'établissement ou sur ses actifs investis, des effets physiques de facteurs environnementaux* »³². Il convient néanmoins de rappeler que les différentes politiques de transition, en contrecarrant le changement climatique, ou du moins ses effets, sont supposées atténuer progressivement les risques physiques.

Quant au risque de transition, ce deuxième canal de transmission du risque climatique vers le secteur bancaire désigne les pertes financières encourues « *directement ou indirectement, du fait du processus d'adaptation à une économie sobre en carbone et plus*

soutenable d'un point de vue environnemental »³³. Il s'agirait, à titre d'exemple, de politiques environnementales brutales impactant les activités d'un client de la banque (par exemple, en les restreignant ou les interdisant) qui se retrouverait en défaut au titre d'un prêt en étant dans l'incapacité de poursuivre son activité. Les titres d'une entité d'un secteur touché par de telles politiques pourraient également se voir brutalement dévalorisés³⁴.

La définition retenue de ce risque dans le cadre du Paquet CRD VI est la suivante : « *dans le cadre du risque environnemental global : le risque de pertes résultant de toute incidence financière négative sur l'établissement découlant de l'impact actuel ou prévu, sur les contreparties de l'établissement ou sur ses actifs investis, de la transition d'activités et secteurs économiques vers une économie durable sur le plan environnemental* »³⁵.

Il découle de ce qui précède que le risque physique et le risque de transition entraînent un risque de pertes financières et de rentabilité pour les banques. C'est ce que relèvent, d'ailleurs, les tests de résistance au risque climatique conduits par la BCE et la Banque d'Angleterre³⁶.

S'il est aujourd'hui admis que le risque physique et le risque de transition constituent des « *facteurs déterminants* » des autres risques plus traditionnels auxquels les banques font face³⁷, la question demeure de savoir dans quelle mesure le risque environnemental doit être considéré comme un risque à part entière (à côté de ces risques bancaires traditionnels) du fait d'un manque de données (et de données incertaines) permettant de déterminer l'ampleur de son impact sur le secteur bancaire³⁸. A défaut de pouvoir répondre à cette question, force est de constater qu'à minima, ce risque (au travers des deux chaînes de transmission étudiées ci-dessus) peut aggraver ou précipiter la réalisation des risques bancaires traditionnels, à savoir, pour n'en citer que quelques-uns : la réalisation du risque de crédit en cas de défaillance de l'emprunteur ; une plus grande volatilité et/ou dépréciation de la valeur de marché des actifs concernés, impactant alors l'évaluation du risque de marché ; la réalisation du risque opérationnel, par exemple, lorsque les infrastructures de la banque sont touchées ; voire même le risque de liquidité dans l'hypothèse où les clients se rueraient sur les guichets pour retirer des liquidités afin de réparer les dommages causés³⁹. Il convient également de mentionner le risque dit de « *responsabilité* » (incluant le risque

27. En anglais, *Central Bank and Supervisors Network for Greening the Financial System*. Il s'agit d'un forum rassemblant les représentants des banques centrales et des autorités de supervision de différents pays (dont la BCE et l'ABE au niveau européen, et l'ACPR en France) lancé lors du sommet « *One Planet* » à Paris le 12 décembre 2017. Il a pour objectif de contribuer au développement de la gestion des risques environnementaux et climatiques dans le secteur financier et de mobiliser des financements traditionnels pour soutenir la transition vers une économie durable, ainsi que de diffuser les meilleures pratiques en la matière. Pour une présentation du NGFS, voir NGFS, *Un appel à l'action Le changement climatique comme source de risque financier. Premier rapport complet*, avril 2019, 39 p., p. 7 et s., [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first-comprehensive-report_fr.pdf].

28. NGFS, *First progress report*, octobre 2018, p. 5, [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2018/10/11/818366-ngfs-first-progress-report-20181011.pdf], tel que cité en français dans NGFS, *Un appel à l'action Le changement climatique comme source de risque financier. Premier rapport complet*, op. cit., p. 4, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first-comprehensive-report_fr.pdf].

29. G20 Green Finance Study Group, *G20 Green Finance Synthesis Report*, 15 juillet 2016, 35 p., p. 24, [http://www.g20.utoronto.ca/2016/green-finance-synthesis.pdf].

30. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, novembre 2020, op. cit., p. 11, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

31. *Ibid.*, p. 13.

32. Article 1(2)(l) de la Proposition CRR III, proposant l'intégration de l'article 4(1)(52 septies) dans CRR (souligné par nous).

33. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, op. cit., p. 11, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

34. *Ibid.*

35. Article 1(2)(l) de la Proposition CRR III, proposant l'intégration de l'article 4(1)(52 octies) dans CRR (souligné par nous).

36. BCE, *2022 climate risk stress test*, op. cit., [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.2022070823cc0999f.en.pdf], et Banque d'Angleterre, *Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario*, op. cit., [https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario]. Il est utile de préciser que ces tests de résistance organisés par ces autorités ont été conçus comme des exercices d'apprentissage aussi bien pour elles-mêmes que pour les banques concernées et non un exercice d'adéquation du capital.

37. Voir, notamment, BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, op. cit., p. 12, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

38. Voir, par exemple, Banque d'Angleterre, *Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario (CBES)*, op. cit., [https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario], dans lesquels elle indique : « *there is substantial uncertainty around the true magnitude of these [climate] risks* ».

39. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, op. cit., p. 13, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

de poursuite à l'encontre de la banque ou à l'encontre de ses contreparties, ce qui dans le dernier cas aggraverait le risque de crédit) et le risque réputationnel dans l'hypothèse où la banque serait associée à des effets négatifs sur l'environnement ⁴⁰.

B. - L'appréhension du risque environnemental par la réglementation bancaire

4 - Partant du constat de l'impact du risque environnemental sur les risques financiers encourus par les banques, le Paquet CRD VI introduit une définition du risque environnemental qui se veut spécifique au cadre prudentiel bancaire (étant précisé que ce risque constitue une sous-catégorie du risque ESG).

Le risque environnemental est ainsi défini comme : « *le risque de pertes résultant de toute incidence financière négative sur l'établissement découlant de l'impact actuel ou prévu, sur les contreparties de l'établissement ou sur ses actifs investis, de facteurs environnementaux, y compris les facteurs liés à la transition vers les objectifs environnementaux suivants : a) l'atténuation du changement climatique ; b) l'adaptation au changement climatique ; c) l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines ; d) la transition vers une économie circulaire ; e) la prévention et la réduction de la pollution ; f) la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes* » ⁴¹. Il est expressément précisé dans cette définition que « *[l]e risque environnemental comprend à la fois le risque physique et le risque de transition* » ⁴², une définition de ces risques étant également introduite par le Paquet CRD VI ⁴³.

La définition retenue de risque environnemental par le Paquet CRD VI ne s'attache donc pas aux caractéristiques de durabilité des actifs ou activités impliqués. L'accent est mis sur l'incidence financière négative du risque environnemental sur la banque. Sur ce point, il convient de noter que cette définition varie de celle figurant dans SFDR, laquelle se focalise sur l'incidence sur la valeur des actifs uniquement ⁴⁴. De même, l'approche retenue par le Règlement Taxonomie, mettant en place des critères permettant de déterminer si une activité économique est considérée comme durable sur le plan environnemental, est complètement mise de côté par la Commission européenne dans le Paquet CRD VI ⁴⁵. Pour cause, les objectifs de ces textes sont différents de ceux relatifs à la réglementation bancaire puisque les premiers visent à identifier les activités durables, alors que le cadre prudentiel bancaire poursuit une philosophie totalement différente, basée sur les risques (*risk-based approach*). La réglementation prudentielle vise, en effet, à identifier le degré de risque encouru par la banque lorsqu'elle se retrouve exposée au risque environnemental, que ce soit de manière directe ou indirecte (au travers de contreparties ou actifs) et à le gérer, indépendamment de la caractéristique « verte » ou « brune » de l'exposition (sur la possibilité de l'introduction d'un traitement prudentiel différencié en fonction du caractère « vert » ou « brun » de l'exposition concernée, voir section II (C) ci-dessous).

2. L'intégration du risque environnemental dans la réglementation bancaire

5 - L'intégration du risque environnemental (à côté des autres risques ESG) dans la réglementation bancaire européenne a été effectuée en deux étapes ⁴⁶. Une première vague de règles, pour le moins timides et axées sur l'obligation de publication d'informations a été introduite avec le Paquet CRD V (A). Les obligations envisagées ensuite par le Paquet CRD VI ont vocation, quant à elles, à intégrer complètement le risque environnemental (et, plus généralement, ESG) dans les processus des banques, et ce « à tous les niveaux » ⁴⁷ (B). Pour autant, une question fondamentale, relative à l'introduction d'un potentiel traitement différencié en fonction du caractère « vert » ou « brun » de l'exposition, reste non-tranchée à ce stade et devra être suivie de manière attentive au vu de son impact potentiel (C).

A titre préliminaire, il convient de préciser que les modifications apportées au cadre prudentiel bancaire européen visent les risques ESG de manière générale (et pas seulement le risque environnemental), même si la présente étude (au vu de son objet) fait référence ci-dessous au risque environnemental uniquement. Il convient toutefois de préciser que la Commission européenne demande à ce que la priorité soit donnée par les banques aux risques liés à l'environnement (en ce compris les risques liés au climat et les risques résultant de la dégradation environnementale et de la perte de biodiversité), du fait de leur urgence ⁴⁸.

A. - Les jalons de l'intégration du risque environnemental dans la réglementation prudentielle avec le Paquet CRD V

6 - S'inscrivant dans la lignée des textes plus généraux relatifs aux risques ESG ⁴⁹, le Paquet CRD V introduit l'obligation, pour les banques de grande taille qui ont émis des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre, de publier des informations sur les risques ESG (en ce compris le risque environnemental et, spécifiquement, les risques physiques et les risques de transition) ⁵⁰. Cette obligation est entrée en vigueur le 28 juin 2022.

Si cette première démarche s'avère plutôt timide, d'autant plus que le périmètre d'application de cette obligation est assez restrictif en ne visant que les plus grandes banques et non tout le secteur, elle semble avoir pour avantage de permettre un meilleur accès aux données nécessaires pour gérer ces risques ⁵¹.

A des fins d'exhaustivité, il convient de noter que, dans le cadre du coussin systémique (SyRB) ayant été mis en place par CRD depuis 2013 ⁵², les autorités de supervision avaient déjà la possibilité d'imposer des fonds propres supplémentaires pour couvrir le risque environnemental au titre du pilier 2 ⁵³. En effet, ce coussin pour le risque systémique est destiné à prévenir et à atténuer le

40. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, op. cit., p. 12, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

41. Article 1(2)(l) de la Proposition CRR III, proposant l'intégration de l'article 4(1)(52 sexes) dans CRR (souligné par nous).

42. Ibid.

43. Voir, sur ce point, section (A) ci-dessus.

44. C'est ainsi que SFDR définit le risque en matière de durabilité à l'article 2(22) comme « un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement ».

45. Règlement (UE) n° 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) n° 2019/2088, en particulier article 3, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=fr].

46. Seules les règles de premier niveau sont visées dans ce contexte.

47. Proposition CRR III, *Exposé des motifs*, p. 34, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:14dcf18a-37cd-11ec-8daf-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF].

48. Proposition CRD VI, *Préambule*, paragraphe 34 et *Exposé des motifs*, op. cit., p. 14, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

49. En particulier, NFRD.

50. Tels que définis dans le rapport visé à l'article 98, paragraphe 8, de CRD, article 449 bis de CRR, tel que modifié par CRR II. Voir, également, *Analyse d'impact des Propositions CRD VI et CRR III*, p. 18.

51. *Analyse d'impact des Propositions CRD VI et CRR III*, p. 18.

52. Le dispositif prudentiel étant constitué, depuis les accords Bâle II, de trois piliers : le premier pilier désigne les exigences minimales communes pour l'ensemble des établissements, le deuxième pilier fait référence au processus de surveillance prudentielle pouvant conduire à l'imposition d'exigences de fonds propres additionnels individualisées (au titre de ce pilier 2), et le pilier 3 fait référence à la discipline de marché.

53. Article 133 de CRR, tel que modifié par CRR II.

risque systémique, lequel est défini comme « un risque de perturbation du système financier susceptible d'avoir de graves répercussions sur le système financier et l'économie réelle dans un État membre », à condition d'être efficace et proportionné à cette fin⁵⁴. L'objectif du coussin pour le risque systémique étant formulé de la sorte de manière assez large, il permet aux autorités de supervision concernées d'y inclure les risques environnementaux (en particulier ceux liés au changement climatique), une telle lecture ayant d'ailleurs été confirmée par la Commission européenne⁵⁵.

Enfin, l'ABE a été habilitée, dans le cadre du Paquet CRD V, à émettre des orientations concernant l'intégration uniforme des risques ESG dans le processus de contrôle et d'évaluation conduit par les autorités de supervision (*Supervisory Review and Evaluation Process* ou « SREP »)⁵⁶ et à évaluer si, et comment, les exigences de fonds propres pourraient être différenciées en fonction de l'impact environnemental des expositions des banques⁵⁷ (pour plus de détails sur ce point, voir section (C) ci-dessous).

B. - L'intégration du risque environnemental dans le cadre prudentiel bancaire au travers du paquet CRD VI

7 - Considérant que l'efficacité immédiate des règles fondées uniquement sur la publication d'information est limitée et qu'une telle approche ne suffit pas à inciter les banques à une gestion systématique et coordonnée du risque environnemental (et des autres risques ESG, de manière plus générale)⁵⁸, le Paquet CRD VI intègre la prise en compte de ce risque à tous les niveaux, à commencer par le dispositif de gestion des risques des banques, leur gouvernance ou, encore, leur supervision. La présente étude n'ayant pas vocation à décrire dans le détail l'ensemble de ces règles, seules les grandes lignes en sont reprises ci-dessous.

Le processus législatif relatif au Paquet CRD VI est actuellement en cours, et son adoption est désormais attendue au troisième trimestre 2023. Cependant, pour ce qui concerne les banques soumises à sa supervision directe, la BCE a exprimé ses attentes selon lesquelles celles-ci doivent être en mesure de gérer les risques environnementaux et climatiques de manière complète d'ici la fin de l'année 2024⁵⁹. Sauf exceptions dans des circonstances individuelles particulières, la BCE attend des banques concernées, dans un premier temps, qu'elles soient en mesure d'évaluer, de manière complète, l'impact de ces risques sur leurs activités d'ici mars 2023 au plus tard. Dans un second temps, d'ici la fin 2023 (et donc, en amont même de l'adoption du Paquet CRD VI), elles devront avoir inclus les risques environnementaux et climatiques dans leur gouvernance, stratégie et dispositif de gestion des risques. Enfin, d'ici la fin 2024, la BCE s'attend à ce que ces banques soient en mesure de satisfaire l'ensemble des autres attentes ayant été exprimées par elle sur ce sujet⁶⁰, en ce compris l'intégration complète de ces risques dans leur processus interne d'évaluation de capital réglementaire requis et leurs tests de résistance.

1° Dispositif de gestion des risques

8 - Les nouvelles règles du Paquet CRD VI imposent aux banques d'intégrer entièrement le risque environnemental dans leur système de gestion des risques, au même titre que leurs autres risques. A ce titre, elles vont devoir mettre en place des mesures d'identification, de mesure, de gestion et de suivi du risque environnemental et, en particulier, l'inclure dans leurs tests de résistance (*stress-tests*)⁶¹. Il convient de noter que ce dernier point fait l'objet d'une préoccupation particulière des autorités, lesquelles ont appelé le secteur bancaire à élaborer des dispositifs solides de tests de résistance au risque climatique⁶². En effet, dans le cadre du test de résistance conduit par la BCE, si celle-ci constate que la plupart des banques importantes de la zone Euro ont initié l'intégration du risque climatique dans leurs tests de résistance, elle note que ces dispositifs sont encore à un stade de développement et de mise en œuvre très précoces⁶³. Sur ce point, il convient de noter que l'une des difficultés, et non des moindres, rencontrée par l'industrie dans la mise en œuvre de tels tests de résistance au risque climatique est liée à la problématique de manque de données, ce que d'ailleurs relèvent aussi bien la BCE que la Banque d'Angleterre⁶⁴. La BCE constate, cependant, que les banques participent de plus en plus à des initiatives conjointes du secteur destinées à élaborer des méthodologies adéquates et obtenir les données nécessaires.⁶⁵

Par ailleurs, afin de tenir compte de l'horizon du risque environnemental, le Paquet CRD VI prévoit que ce dernier devrait être pris en compte par les banques de manière systématique aussi bien sur le court, moyen que long terme, dans ce dernier cas, avec un horizon d'un minimum de 10 ans⁶⁶. En effet, il est estimé que les risques climatiques et environnementaux auxquels sont exposées les banques de la zone Euro devraient se concrétiser essentiellement à moyen-long terme⁶⁷. La BCE note, cependant, qu'une

61. Article 87 bis (3) de CRD, issu de l'article 1(17) de la Proposition CRD VI.

62. Voir, par exemple, la déclaration d'A. Enria, « Le test de résistance prudentiel de la BCE révèle que les banques doivent se concentrer davantage sur les risques liés au climat », *Communiqué de presse de la BCE*, 8 juillet 2022, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220708565c38d18a.fr.html]. Voir également, la déclaration de F. Elderson : « Nous attendons des banques qu'elles prennent des mesures décisives pour élaborer de solides dispositifs de tests de résistance climatique à court et moyen terme », *Ibid.*

63. BCE, 2022 *climate risk stress test*, *op. cit.*, p. 6, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.202207082*3cc0999f.en.pdf].

64. BCE, 2022 *climate risk stress test*, *op. cit.*, p. 6, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.202207082*3cc0999f.en.pdf] : « While banks evidently made considerable efforts to provide relevant stress test data submissions, the exercise clearly illustrated that further work is needed on the part of many institutions to gather and manage data with climate-relevant breakdowns. » Voir, également, Banque d'Angleterre, *Results of the 2021 Climate Biennial Exploratory Scenario*, *op. cit.*, [https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2022/results-of-the-2021-climate-biennial-exploratory-scenario] : « The lack of available data on corporates' current emissions and future transition plans is a collective issue affecting all participating firms [...] One recurrent theme across participants' submissions was a lack of data on many key factors that participants need to understand to manage climate risks. » Dans le même sens, voir G20 Green Finance Study Group, *G20 Green Finance Synthesis Report*, *op. cit.*, p. 25, [http://www.g20.utoronto.ca/2016/green-finance-synthesis.pdf] selon lequel : « the lack of accurate, meaningful, comprehensive and consistent data is a major obstacle in the development and application of risk analysis tools. »

65. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, *op. cit.*, p. 16, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

66. Article 87 bis (2) de CRD, issu de l'article 1(17) de la Proposition CRD VI.

67. BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, *op. cit.*, p. 15, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

54. Article 133 de CRD.

55. Proposition CRD VI, *Exposé des motifs*, *op. cit.*, voir p. 13 et p. 36 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

56. Article 98(8) de CRD et Proposition CRD VI, *Préambule*, *op. cit.*, paragraphe 35, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

57. Article 501 *quater* de CRR, tel que modifié par CRR II.

58. Proposition CRD VI, *Exposé des motifs*, *op. cit.*, p. 4, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663]. Pour plus de détails sur ce point, voir F. Lacroix, H. Kouyaté, L-A. Barthout, « Le « verdissement » du régime prudentiel bancaire : vers un jardin à la française », *op. cit.*

59. F. Elderson, « Banks need to be climate change proof », *ECB – The Supervision Blog*, 2 novembre 2022, [https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog2211027599*5851*.en.html].

60. Voir BCE, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, *op. cit.*, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks58213f6564.fr.pdf].

partie des banques tiennent déjà compte de perspectives à moyen et long terme dans leurs tests de résistance au risque climatique ⁶⁸.

2° Gouvernance interne

9 - Sous l'angle de la gouvernance interne, le risque environnemental (au même titre que les autres risques ESG) tend, de nouveau, à être mis sur le même pied d'égalité que les autres risques encourus par les banques. C'est ainsi que le risque environnemental doit être intégré dans les dispositifs de gouvernance des banques, lesquelles doivent mettre en place des processus internes solides pour sa gestion et des stratégies prenant en considération l'incidence actuelle et prospective des facteurs environnementaux et ce, de nouveau, à long terme notamment ⁶⁹.

Dans le même sens, les dispositions relatives aux processus internes des banques destinés à évaluer les besoins en fonds propres et la gouvernance interne adéquate sont révisées afin d'imposer l'obligation de tenir compte du risque environnemental, de la même manière, à court, moyen et long termes ⁷⁰.

L'organe de direction des banques se voit, quant à lui, requis d'élaborer des plans concrets destinés à faire face au risque environnemental ⁷¹. Concrètement, il devra approuver et revoir au moins tous les deux ans les stratégies et politiques de la banque relatives aux risques auxquels elle est exposée en y intégrant les facteurs environnementaux à court, moyen et long termes ⁷². L'organe de direction devra également mettre en place des plans spécifiques et objectifs quantifiables destinés à surveiller et traiter les risques de décalage entre, d'une part, le modèle d'entreprise et la stratégie de la banque et, d'autre part, les objectifs stratégiques pertinents de l'Union européenne en la matière ou les grandes évolutions de la transition vers une économie durable, et ce à court, moyen et long termes ⁷³.

3° Pouvoirs de supervision des autorités

10 - Le cadre de supervision du secteur bancaire est également modifié par le Paquet CRD VI afin d'y intégrer le risque environnemental (de même que les autres risques ESG). C'est ainsi que les autorités de supervision se voient requises de tenir compte systématiquement de ce risque dans leurs activités de surveillance pertinentes, y compris dans les tests de résistance qu'elles conduisent ⁷⁴. Dans ce contexte, l'intégration des facteurs liés au climat et à l'environnement est considérée comme prioritaire (car plus urgente) ⁷⁵ par rapport aux facteurs sociaux et de gouvernance.

De manière plus globale, avec le Paquet CRD VI, le risque environnemental devrait être intégré dans le périmètre du SREP, permettant ainsi aux autorités compétentes d'évaluer les disposi-

tions, stratégies, processus et mécanismes de gestion de ce risque par les banques concernées ⁷⁶.

Enfin, les autorités de supervision devraient se voir confier un pouvoir de supervision additionnel leur permettant d'exiger d'une banque qu'elle réduise les risques découlant du décalage qu'il y aurait au sein de cette banque avec les objectifs stratégiques de l'Union européenne et les grandes évolutions en matière de transition. A ce titre, les autorités pourraient exiger une adaptation de son modèle d'entreprise, de sa stratégie de gouvernance ou, encore, de sa gestion des risques ⁷⁷.

4° L'extension de l'obligation de publication d'informations en matière ESG

11 - L'obligation de publication d'informations liées aux risques ESG mise en place par le Paquet CRD V (voir, pour plus de détails, section (A) ci-dessus) voit, avec le Paquet CRD VI, son périmètre élargi à toutes les banques, la fréquence de publication et le degré de détails exigé étant adaptés en tenant compte du principe de proportionnalité ⁷⁸.

5° La création d'une obligation de déclaration des expositions aux risques ESG

12 - Enfin, le Paquet CRD VI introduit une obligation pour les banques d'intégrer leurs expositions aux risques ESG (et donc environnementaux également) dans les informations qu'elles doivent déclarer aux autorités de supervision à des fins de surveillance ⁷⁹.

C. - Les incertitudes sur l'introduction d'un traitement prudentiel différencié des expositions « vertes » et « brunes »

13 - Alors que le Paquet CRD VI cherche à intégrer complètement le risque environnemental au dispositif prudentiel bancaire, un des points toujours en cours d'étude et non-tranché à ce stade est relatif à l'imposition d'un traitement prudentiel spécifique en fonction du caractère « vert » ou « brun » de l'exposition concernée. Il est précisé que, dans ce contexte, la terminologie « vert » tend à désigner les activités ou actifs soutenant la transition écologique (tels que les énergies renouvelables), par opposition aux activités ou actifs « bruns », lesquels vont à l'encontre des objectifs de durabilité (typiquement, les énergies fossiles) ⁸⁰.

L'idée d'un tel traitement différentiel consisterait à appliquer un facteur prudentiel pénalisant aux expositions sur des activités ou actifs « bruns » (*brown penalising factor*) avec, éventuellement, l'application d'un facteur favorisant pour les expositions sur activités ou actifs « verts » (*green supporting factor*). C'est ainsi que, par exemple, au Canada, une proposition législative vise à imposer une pondération de 1250% à toute exposition sur prêts, sur obligations ou sur instruments dérivés aux nouvelles ressources ou infrastructures liées aux combustibles fossiles ⁸¹.

A titre de rappel, l'ABE s'était vue confier, dans le cadre du Paquet CRD V, le mandat d'évaluer si, et comment, les exigences de fonds propres pourraient être différenciées en fonction de l'impact envi-

68. BCE, 2022 climate risk stress test, op. cit., p. 6, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.202207082%3cc0999f.en.pdf]. Dans le cadre de cet exercice, l'un des scénarii envisagés par la BCE portait sur un horizon de 30 ans.

69. Article 87 bis (1) et (2), issu de l'article 1(17) de la Proposition CRD VI et Proposition CRD VI, Exposé des motifs, op. cit., p. 13, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

70. Proposition CRD VI, Exposé des motifs, op. cit., p. 13, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663], et article 1(12) et 1(13) de la Proposition CRD VI. Voir articles 73(1) et 74(1) de CRR.

71. Proposition CRD VI, Exposé des motifs, op. cit., p. 13, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

72. Projet d'article 76(1) de CRR, modifié par l'article 1(14)(a) de la Proposition CRD VI.

73. Projet d'article 76(2) de CRR, modifié par l'article 1(14)(b) de la Proposition CRD VI.

74. Proposition CRD VI, Préambule, op. cit., paragraphe 35, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

75. Proposition CRD VI, Préambule, op. cit., paragraphe 34 et Exposé des motifs, op. cit., p. 14, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

76. Proposition CRD VI, Exposé des motifs, op. cit., p. 14, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0663].

77. Projet d'article 104(1)(m) de CRD, issu de l'article 1(26) de la Proposition CRD VI.

78. Proposition CRR III, Exposé des motifs, op. cit., p. 8 et 37, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:14dcf18a-37cd-11ec-8daf-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF].

79. Projet d'article 430(1)(h) de CRR, issu de l'article 1(176) de la Proposition CRR III.

80. La catégorie « non-verts » faisant référence aux activités ou actifs qui ne sont pas classés « bruns » et ne soutiennent pas pour autant la transition écologique.

81. Projet de loi S-243, Loi édictant la Loi sur la finance alignée sur le climat et apportant des modifications connexes à d'autres lois, première lecture le 24 mars 2022, article 9(a)(i), [https://www.parl.ca/DocumentViewer/fr/44-1/projet-loi/S-243/premiere-lecture].

ronnemental et social des expositions des banques⁸². Plus spécifiquement, l'ABE doit analyser l'opportunité d'imposer un facteur pénalisant pour les expositions sur les actifs et activités considérés comme étant les plus polluants, que sont les secteurs de l'énergie et de l'efficacité énergétique, des infrastructures et des flottes de transport⁸³. L'ABE devrait rendre les résultats de son analyse le 28 juin 2023.

Sans que cela ne présage des conclusions finales de l'ABE, il convient de noter que, jusqu'à présent, celle-ci s'est exprimée dans un sens allant à l'encontre d'un tel traitement différencié du seul fait du caractère « brun » ou « vert » d'une exposition, considérant qu'une telle approche ne répond pas aux objectifs du cadre prudentiel, lequel s'articule autour de considérations relatives au risque uniquement (*risk-based approach*)⁸⁴. En d'autres termes,

une exposition ne devrait pas se voir imposer un traitement prudentiel pénalisant du seul fait de son caractère « brun » si aucun risque additionnel n'en découle pour la banque.

Plus encore, l'ABE alerte sur le fait qu'une telle approche ne serait pas sans risque, puisqu'en réorientant de manière directe les flux de financements vers des activités « vertes », les établissements pourraient se voir exposés à des acteurs certes « verts », mais manquant encore de compétitivité économique et n'ayant pas, à long terme, de stratégie crédible. De même, limiter les financements accordés aux secteurs dits polluants pourrait avoir des conséquences indésirées en empêchant le financement de leur transition vers des activités plus soutenables⁸⁵.

Au vu de ces enjeux (notamment en termes de coûts de capital prudentiel que cela pourrait induire pour les banques), cette question devra faire l'objet d'un suivi attentif. ■

82. Article 501 *quater* de CRR, tel que modifié par CRR II.

83. Proposition CRR III, *Exposé des motifs*, *op. cit.*, p. 35, [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:14dcf18a-37cd-11ec-8daf-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF].

84. ABE, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18, June 2021, p. 92 et s., [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf] et ABE, *Discussion paper on the role of environmental risk in the prudential framework*, EBA/DP/2022/02, p. 18 et p. 46 et s., [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2022/]

[Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2022/01031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf)].

85. ABE, *Discussion paper on the role of environmental risk in the prudential framework*, *op. cit.*, p. 18 et p. 46 et s., p. 16, [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2022/01031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf].

20 Transitioning from a Voluntary to a Mandatory Green Bond Standard : Justifications, Challenges and the Path Forward for EU Sustainable Finance Regulation



Eoin JACKSON,
LLM Candidate at Harvard Law School

Introduction

1 - Green bonds have become a crucial aspect to the shift in the pendulum of the market towards sustainability. ¹ According to the International Capital Markets Association (ICMA), a green bond can be defined as « any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or refinance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects ». ² The European Commission, which is in the process of establishing a 'green bond standard' to regulate the definition and criteria of a green bond, ³ has provisionally determined that a green bond can be defined as « bonds that pursue environmentally sustainable objectives within the meaning of Regulation (EU) 2020/8521 (the EU Taxonomy Regulation) ». ⁴ Green bonds are a rapidly growing area of investment, with \$245 billion in green bonds issued in the first six months of 2022 alone. ⁵ Additionally, the EU has issued its own green bond in 2021, seeking to raise over €12 billion in capital. ⁶ This bond was more than 11 times oversubscribed, ⁷ highlighting the popularity of these financial instruments among investors.

There is no doubt that green bonds are at least in principle beneficial to the advancement of sustainable development and the pursuit of environmental objectives. In particular, green bonds could assist with the sustainable investment aspect to the European

Green Deal known as the European Green Deal Investment Plan. ⁸ The plan seeks to identify financial mechanisms that could be utilised to assist the EU with reaching net zero emissions by 2050. However, the popularity of green bonds among investors comes with a risk that, without appropriate regulation, such bonds could merely be declared 'environmentally friendly' without actually achieving any sustainable objective in practice. ⁹ Green bonds remain a new force on the market, thus there is a need to ensure that regulation aligns both with basic principles of financial regulation to avoid compromising the market, while at the same time ensuring that regulation is cognisant of the pressing need to reshape the market in favour of a sustainable economy. ¹⁰

In regulating the green bond market, there are two general approaches that could be taken. On the one hand, regulation could apply on a voluntary basis, with a reliance on market forces to police an adherence to general principles utilised to identify what constitutes a green bond. ¹¹ On the other hand, regulation could use mandatory rules and principles, combined with extensive penalties for institutions that fail to comply with these rules. ¹² This article seeks to discuss the risks in adopting a voluntary green bond standard i.e a standard that would not entail mandatory obligations for issuers seeking to utilise green bonds. ¹³ It will then outline how a mandatory approach could work in practice and what reforms would need to be applied to existing forms of regulation to ensure effective enforcement of the relevant green criteria to regulating bonds. It will be demonstrated that, when combined with the issues arising from the weakening of the EU Taxonomy Regulation, ¹⁴ a

1. Julian F. Köbel et al., *Can Sustainable Investing Save the World ? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact*, 33 *Journal of Organisation and Environment* 554-574 (2020).
2. International Capital Markets Association, *Green Bond Principles*, ICMA (2021) <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.
3. European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds*, COM/2021/391.
4. *Ibid.*
5. Linklaters, *Global sustainable bond market raises \$442 billion in the first six months of this year with sustainability-linked bonds seeing sharpest growth* (July 25, 2022) <https://www.linklaters.com/en-us/about-us/news-and-deals/news/2022/july/global-sustainable-bond-market-raises-442-billion>.
6. European Commission, *NextGenerationEU : European Commission successfully issues first green bond to finance the sustainable recovery*, (2021) https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_5207.
7. *Ibid.*

8. European Commission, *Delivering the European Green Deal* (2020), https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_en#documents ; European Commission, *The European Green Deal Investment Plan and Just Transition Mechanism Explained* (2020) https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_24.
9. Sebastião Vieira de Freitas Netto et al., *Concepts and Forms of Greenwashing : a systematic review*, 32 *Environmental Sciences Europe* 1-12 (2020).
10. For more on sustainable finance regulation see Dirk Zetzsche, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, 23 *European Business Organisation Law Review* 47-85 (2022).
11. *Ibid.*
12. Ryan Jones et al., *Treating Ecological Deficit with Debt : The Practical and Political Concerns of Green Bonds*, 114 *Geoforum* 49-58 (2020).
13. *Ibid.*
14. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.

voluntary standard runs the risk of greenwashing. While no legal definition of greenwashing exists,¹⁵ it can generally be said that greenwashing concerns, per Olsen « the practice of falsely promoting an organization's environmental efforts or spending more resources to promote the organization as green than are spent to actually engage in environmentally sound practices ».¹⁶

The article will be divided into four parts. Part I will analyse the current two primary forms of green bond standards. These are the green bond principles used by the ICMA and the green bond standard proposed by the European Commission. Flaws in both sets of standards will be identified to examine how the use of a voluntary standard could lead to an extensive degree of greenwashing. Part II will discuss the EU Taxonomy Regulation and note that its failures in regard to effective prevention of greenwashing will lead to additional problems in terms of ensuring green bond standards align with the relevant green criteria. Part III will propose a new mandatory standard for green bonds. The proposal will utilise the EU green bond standard proposal as a foundation for reform that would allow for the adaptation of a mandatory standard. Part IV will outline the challenges of imposing a mandatory standard, but propose solutions that would overcome these challenges.

1. Contemporary Green Bond Standards

2 - As mentioned in the introduction, the two primary standards for green bonds are the Green Bond Principles of the ICMA and the green bond standard proposed by the European Commission.¹⁷ It is acknowledged that there are other green bond standards, however, in a European context, it is most appropriate to focus on the ICMA and the European Commission to contrast the difference between private and public green bond standards. In regard to the latter, it should be noted that the standard to be utilised by the European Commission has yet to be formalised and is likely to be subject to further amendment as the standard makes its way through the consultation process. Thus, any analysis of this standard must be caveated with the assertion that there is a greater possibility for change to the eventual standard that is pursued by the European Commission.

A. - The ICMA Green Bond Principles

3 - One of the primary set of principles for global green bonds are the ICMA's Green Bond Principles.¹⁸ The Principles lay out the following four criteria to determine whether a bond can be said to be a green bond :

1. Use of proceeds – Are the proceeds of the bond being used for an eligible green project.
2. Process for project evaluation and selection – Have the environmental objectives and the process through which the project was selected been clearly communicated to potential investors.
3. Management of Proceeds – Is there appropriate and transparent management of the proceeds.
4. Reporting – Up to date information should be made readily available on the use of the proceeds.

Perhaps the most important aspect to identifying whether a bond adheres to these principles is the question of whether it complies with the 'eligible green project' element to the four criteria. In their handbook on the principles, the ICMA defines an eligible green project as one which uses the funds to promote one of, or several of a series of outlined green objectives. These objectives include :

- Renewable energy ;
- Energy efficiency ;

- Pollution prevention and control ; and
- Environmentally sustainable management of living natural resources and land use.¹⁹

The principles are a useful starting point for investors interested in entering the green bond market. The four general elements of the green bond are relatively easy to comprehend and do not pose much difficulty to companies who may seek to, at least on the face of it, align themselves with green criteria. Additionally, the ICMA as a respected international organisation, possesses sufficient legitimacy as to lay the foundation for the standardisation of green bonds.²⁰

The problem with the ICMA's principles is that they remain voluntary in nature. There are no enforcement mechanisms beyond the social stigma associated with a discovery that a supposedly green bond is actually a front for non-sustainable investments. It is also questionable as to whether certain projects may in fact align with green objectives given the relative absence of guidance provided as to how to meet the eligibility criteria. While there is a guidance handbook,²¹ there is little detail on expansion on how specifically a project would be seen as, for example, encouraging energy efficiency. In this regard, the handbook merely states that projects that may lead to greater energy efficiency including fossil fuel production could 'potentially' be eligible.²² This could potentially lead to insufficient due diligence on green projects, with investors misled by information that could lead them to think a project is environmentally friendly without full consideration of its impact. There is also a risk that fossil fuel related projects could be deemed 'green' and thereby delay progress on transitioning to renewable energy.²³ The focus of green bonds should be on matters that rapidly adjust the market to sustainable sources of energy and production.²⁴ The ICMA's willingness to allow fossil fuel related projects, albeit ones that may reduce the impact of fossil fuels, is still delaying a rapid decoupling from the latter. This is due to the fact that any allocation of resources to mitigating but not switching from fossil fuel production is still not doing enough to ensure the fulfilment of net zero emissions by 2050.²⁵ Renewable energy remains under examined as a source of power and emissions continue to rise even if the particular fossil fuel on the specific site reduces its output of carbon dioxide. When combined with the voluntary nature of the principles, it serves to highlight the difficulty with balancing the drive for sustainable development with the potential abuse of the popularity of green investment.

However, the ICMA should not come under too much criticism for creating a voluntary standard. As a not-for-profit, it simply does not possess the same capacity as a state body to ensure enforcement of any mandatory standard. Indeed, the creation of the principles in the first place should act as an incentive to state bodies to advance the objectives of the principles through the implementation of their own standard.²⁶ It is arguable that a state, with greater resources and enforcement powers than the ICMA should strive to maintain a higher and in this case mandatory standard. This argument will be addressed in greater detail in Parts III and IV of this article. For the moment however, it is pertinent to turn to the European Commission to assess how a body which does possess signi-

19. *Ibid.*

20. Clarence Tolliver et al., *Green Bonds for the Paris Agreement and Sustainable Development Goals*, 14 *Environmental Research Letters* 6 (2019).

21. ICMA, *Green Bond Guidance Handbook* (2022) <https://www.icmagroup.org/assets/GreenSocialSustainabilityDb/The-GBP-Guidance-Handbook-January-2022.pdf>.

22. *Ibid.*

23. Op. Cit. Ryan Jones et al.

24. Aaron Maltis & Björn Nykvist, *Understanding the role of green bonds in advancing sustainability*, *Journal of Sustainable Finance and Investment* 2043 (2019).

25. Filip Johnsson et al., *The threat to climate change mitigation posed by the abundance of fossil fuels*, 19 *Climate Policy* 2 258-274 (2019).

26. Sebastian Oberthur & Claire Dupont, *The European Union's international climate leadership : towards a grand climate strategy ?*, 28 *Journal of European Public Policy* 7 1095-1114 (2021).

15. Karen Becker Olsen, *Greenwashing*, *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* 1318-1323 (2013).

16. *Ibid.*

17. Serena Fatica & Roberto Panzica, *Green Bonds as a Tool Against Climate Change*, 30 *Business Strategy and the Environment* 2688-2701 (2021).

18. Op. Cit. International Capital Markets Association.

ficant resources and enforcement authority outlines the criteria for green bonds.

B. - The EU Green Bond Standard

4 - The European Commission is in the process of establishing its own Green Bond Standard.²⁷ This process is perhaps the most important development in the green bond market. The EU remains a leader in green investment,²⁸ with the European Green Deal committing billions towards an overhaul of member states' infrastructure in favour of sustainable investment. The proposed Green Bond Standard links the identification of eligible green projects with the standards required by the EU Taxonomy Regulation. The latter deems a project to be green where the project seeks to fulfil one or more of the following objectives :

- Climate change mitigation.
- Climate change adaptation.
- The sustainable use and protection of water and marine resources.
- The transition to a circular economy.
- Pollution prevention and control.
- The protection and restoration of biodiversity and ecosystems.²⁹

The technical screening criteria embedded within the Taxonomy Regulation further outlines the nature and extent of these objectives. Criticism of the Taxonomy Regulation will be outlined further in Part II, but for the moment, it is pertinent to note that the linking of the Green Bond Standard to the Taxonomy Regulation is useful in terms of establishing a coherent framework across the EU for sustainable investment. The standard itself is proposed to be voluntary.³⁰ This would mean there would be no obligation on businesses to utilise these standards when offering green bonds to potential investors. The standard would be seen as operating in tandem with the ICMA green bond principles and other foreign green bond frameworks.³¹ While a useful step forward for the EU in terms of meeting the needs of the European Green Deal, it is questionable as to why the current proposal is seeking to do no more than what present standards have already accomplished. A multitude of voluntary green bond standards merely facilitates voluntary corporate social responsibility. In other words, there is no incentive to go further than the existing status quo where corporations are considered progressive for introducing measures that are scientifically necessary to ensure climate change mitigation.³² If the EU is seeking to be a leader on sustainable investment, it would be more logical to reframe the market as one where sustainability should be at the forefront of all business considerations.

With this in mind, the European Central Bank should be commended for its advocacy for a mandatory standard.³³ In its recent proposal to reform the existing proposed Green Bond Standard, the ECB welcomes the introduction of the Standard but cautions against deeming the Standard to be voluntary on a long-term basis.³⁴ It suggests that any institution issuing what they deem to be green bonds becomes obliged within a certain time period to begin utilising the Standard. In other words, the Standard would

begin as a voluntary measure but become mandatory after a certain period of time. Such a time period would be left to the discretion of the European Commission to determine.³⁵ In its report on the proposed Standard, the European Parliament adopted the recommendations of the ECB. It has been suggested that the Commission determine whether the Standard should become mandatory at some time between 2025 and 2028.³⁶

This is undeniable progress in terms of reconceptualising green bonds as requiring mandatory regulatory affairs. The ECB, as the EU's leading financial institution, possesses sufficient influence to persuade actors that mandatory standards are the right approach. It could also lead to similar attempts from other central banks to adopt domestic mandatory standards, while sending a signal one of the world's largest markets wishes to see guaranteed sustainable investment.³⁷ However, it must be caveated that the proposal is not yet enacted nor is there any guarantee that a mandatory standard will survive the drafting process of EU legislation. Additionally, the proposal from the ECB was met with significant backlash, including from the ICMA and other financial institutions.³⁸ It is therefore clear that any adaptation of a mandatory standard will be met with opposition from large sectors of the business community.

C. - Greenwashing in the Green Bond Market

5 - In outlining why a voluntary standard is problematic, primary reliance has been placed on the greater risk of greenwashing. To bolster the argument, it is pertinent to examine the scale of greenwashing being perpetuated in the financial market. There have already been prominent examples of allegedly green bonds being used for somewhat questionable purposes.³⁹ For example, coal-fired power and petrochemical factories in China,⁴⁰ a large parking space in the USA and the development of a third runway at Hong Kong Airport.⁴¹ A mandatory standard would not necessarily have prevented these incidents from happening. However, it would have reduced the appearance that any institution can label a bond as a 'green' without needing to conduct the appropriate due diligence. Treating the current standards as guidelines merely leaves open the potential for misuse or misunderstanding of these guidelines.

More broadly, there has been a rise in litigation against corporations who are allegedly false claiming their policies and strategies are designed to be environmentally friendly. Such cases are already finding success in front of national courts. In *Friends of the Earth Netherlands v Royal Dutch Shell* for example,⁴² a Dutch District Court forced Shell Oil to reduce its emissions by 45% by 2030 due to their violation of the duty of care under Dutch law.⁴³ This was despite Shell's protests that it had already adopted climate policies and strategies that, according to Shell, showed them to be cognisant of the climate crisis. Cases such as *Royal Dutch Shell* are relevant in showing that activists can and do succeed at challenging

27. Op. Cit. European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds*, COM/2021/391.

28. *Ibid.*

29. Op. Cit. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.

30. Op. Cit. European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds*, COM/2021/391.

31. *Ibid.*

32. Myria Allen & Christopher A. Craig, *Rethinking corporate social responsibility in the age of climate change : a communication perspective*, 1 International Journal of Corporate Social Responsibility 1 1-11 (2016).

33. Official Journal of the European Central Bank, *Opinion of the European Central Bank of 5 November 2021 on a proposal for a regulation on European green bonds* (CON/2021/30) 2022/C 27/04.

34. *Ibid.*

35. *Ibid.*

36. European Parliament, *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds*, (COM(2021)0391 – C9-0311/2021 – 2021/0191(COD)) (2022).

37. Hanna Alstrom & David Monciardini, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance : Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, 177 Journal of Business Ethics 193-212 (2022).

38. ICMA, *Analysis of the amendments to the EuGB Regulation proposed by the Rapporteur of the EU Parliament* (2022) <https://www.icmagroup.org/assets/ICMA-update-to-its-analysis-of-the-EuGB-Regulation-05012022.pdf>.

39. Chris Flood, *Fears Rise over Greenwash Bonds*, Financial Times, March 21, 2022, <https://www.ft.com/content/178449a7-8897-4359-b23a-e85524c3e227>.

40. EuroMoney, *Green finance, China-style*. EuroMoney, November 4, 2019, <https://www.euromoney.com/article/b1hv403c9hcskg/green-finance-chinastyle>.

41. Kathrin Berensmann et al., *Demystifying Green Bonds*, Research Handbook of Investing in the Triple Bottom Line 333-352 (2018) ; Op. Cit. Chris Flood.

42. Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc (2021), C/09/571932 / HA ZA 19-379.

43. Otto Spijkers, *Friends of the Earth Netherlands v Royal Dutch Shell*, 5 Chinese Journal of Environmental Law (2021).

greenwashed assertions by corporations.⁴⁴ It also highlights that deterrent factors for greenwashing are increasing and any shift towards a mandatory standard would not be occurring in a vacuum. Thus, combating the risk of greenwashing in a green bond context is part of a broader construction of a policy and legal framework conducive to fair commercial practices.

2. The EU Taxonomy Standards – Why a Weakened Framework is Problematic for a Voluntary Standard

6 - The risk of greenwashing caused by using voluntary standards is exacerbated by the weakened framework of the EU Taxonomy Regulation. The Taxonomy Regulation can be seen as the leading piece of environmental disclosure legislation within the EU.⁴⁵ The Regulation outlines how a project can be deemed to be 'green' by outlining a series of criteria that can be used to identify the environmental nature of the project. The Regulation should be commended for establishing an initial 'floor' for environmental technical criteria.⁴⁶ However, in terms of pushing the agenda forward on green bonds, there are several flaws in the Regulation which open the door to potential greenwashing.

A. - Natural Gas as 'Green' Investment

7 - One primary flaw in the Regulation is the decision of the Commission to include nuclear energy and natural gas under the label of 'green' investments.⁴⁷ This would allow for green bonds to be raised for projects that are not environmentally friendly, with the inclusion of natural gas in particular leaving open the potential for continued investment into fossil fuel energy. This indicates a shift away from a science based approach to taxonomy,⁴⁸ in favour of one that implicitly takes into account political considerations i.e the well documented reliance of the EU on natural gas.⁴⁹ Were 'green' bonds to be used to finance natural gas projects, as could become politically expedient in light of the EU's search for alternative sources of natural gas,⁵⁰ sustainable finance will be used to maintain the fossil fuel dependency of the market without advancing progress on real environmental change. Similarly, the inclusion of biomass fuel investment under the 'green' label has been criticised by environmental activist NGO ClientEarth as being a false depiction of biomass fuel as sustainable.⁵¹ This is supported by various scientific studies which link biomass fuel, such as the burning of wood, with environmental degradation.⁵² Consequently, there is a serious risk that the linking of green

bonds to this element of the Regulation will leave open the door for active damage to the environment.

B. - Challenges to the Taxonomy Regulation

8 - Indeed, these greenwashed elements of the Regulation are already facing significant backlash. Austria and Luxembourg have stated their intention to challenge the Regulation in court for the inclusion of nuclear and natural gas investments under the criteria.⁵³ ClientEarth and a number of environmental NGOs have filed internal review requests to the Commission arguing that they have unlawfully labelled the above investments as sustainable.⁵⁴ Other NGOs such as Greenpeace have publicly criticised the Regulation, deeming the criteria a 'licence to greenwash'.⁵⁵ These challenges generate uncertainty about whether the Regulation can be seen as a legitimate market tool when it comes into force in 2023. There is also the potential that the reviews or challenges succeed, leading to a delay in enacting the Regulation, as it would need to be reformed to reflect the success. This would in turn have an impact on the capacity to introduce a green bond standard linked to the Regulation.

C. - What this means for a Voluntary Standard

9 - The flaws above should be viewed in the context of the Green Bond Standard being deemed a voluntary standard. If it is relatively easy to label a bond as green, and the Regulation with which such a label is linked to is also greenwashed in nature, it leaves open the potential for a great deal of exploitation by firms and investors. It also undermines the credibility of green bonds by signalling to the market that firms are only expected to 'appear' sustainable as opposed to engaging with real environmental change. From a state perspective, it could be seen as a failure of the EU to appropriately regulate the environment by failing to prevent greenwashed measures. Were such greenwashing to become widespread, the EU could fail to meet its own climate targets under the European Green Deal and its international obligations under the Paris Agreement.⁵⁶ The Regulation is just one component of a wider agenda. Yet, it is simply not strong or radical enough in its current format to justify linking a voluntary green bond standard to its criteria.

Does this mean that the problem is not so much a voluntary green bond standard as it is a problem with a weak Taxonomy Regulation? The answer is not quite. Even a reformed version of the Regulation would still not be equipped to ensure accountability where a voluntary standard is being used. Similarly, a mandatory standard would still struggle to ensure sustainable investment where the criteria the standard is linked to are not themselves sustainable. Thus, reform of the Regulation should be conducted in tandem to the development of the mandatory green bond standard for maximum environmental efficiency.⁵⁷

3. The Case for a Mandatory Green Bond Standard

10 - It has been established that a voluntary standard would be risky from the perspective of both realistic action on climate change

44. *Ibid.*

45. Franschizka Schutze & Jan Stede, *The EU Sustainable Finance Taxonomy and its Contribution to Climate Neutrality*, *Journal of Sustainable Finance and Investment* 1-32 (2021).

46. *Ibid.*

47. European Commission, *EU Taxonomy : Commission begins expert consultations on Complementary Delegated Act covering certain nuclear and gas activities*, Commission Press Corner (January 1, 2022), https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_2.

48. *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities* [2022] COM 631 final (as of May 2022, the Delegated Act has yet to be published in the Official Journal); Mehreen Khan, *EU Faces Down Critics Over Green Investment Label For Gas And Nuclear Power*, *The Financial Times*, February 2, 2022; Monika Pronczuk, *Europe labels nuclear and natural gas as sustainable investments*, *The New York Times*, February 2, 2022.

49. Laurent Lambert et al., *The EU's natural gas Cold War and diversification challenges*, 43 *Energy Strategy Reviews* 1-9 (2022).

50. *Ibid.*

51. Op. Cit. European Commission, *EU Taxonomy : Commission begins expert consultations on Complementary Delegated Act covering certain nuclear and gas activities*.

52. ClientEarth, *EU Commission taken to court over unlawful decisions on bio-energy and bio-plastics* (September 16, 2022), <https://www.clientearth.org/>

latest/press-office/press/eu-commission-taken-to-court-over-unlawful-decisions-on-bio-energy-and-bio-plastics/.

53. Oliver Noyan, *Austria to challenge taxonomy in EU court*, EURACTIV (2022), <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/news/austria-to-challenge-taxonomy-in-eu-court/>.

54. ClientEarth, *Request for Internal Review under Title IV of the AARHUS Regulation of Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1214 of 9 March 2022 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities (the « Contested Act »)*.

55. Greenpeace, *EU Commission's taxonomy plan is « licence to greenwash »* (January 1, 2022), <https://www.greenpeace.org/eu-unit/issues/climate-energy/45988/nuclear-gas-eu-taxonomy-licence-to-greenwash/>.

56. Alicia Sikora, *European Green Deal – legal and financial challenges of the climate change*, 21 *EPA Forum* 4 681-697 (2021).

57. Op. Cit. Serena Fatica & Roberto Panzica.

and the prevention of greenwashing. It must now be discussed as to how a mandatory standard could mitigate these concerns and operate in practice.

A. - The Deterrent Effect

11 - Firstly, a mandatory standard would bolster the deterrent effect against financial institutions who are utilising the 'green' label without adhering to the eligibility criteria. This is because of the heightened enforceability standards that would come with a mandatory standard.⁵⁸ Companies would be less willing to engage in greenwashing where they fear legal accountability in the event that such projects come under examination.⁵⁹ The chance of being held liable for abuse of a green bond standard places greater pressure on a firm and its lawyers to conduct due diligence as to avoid contravening the Taxonomy Regulation. It would also incentivise firms to engage in appropriate green investment as opposed to glossing over details of a project that may not be in alignment with the Taxonomy Regulation. If it is simply easier to pursue change than to face the risk of a lawsuit or scrutiny from an enforcement authority, it is more likely that a firm will allocate resources to conducting due diligence on the sustainability of a project.⁶⁰

B. - Reduced Greenwashing

12 - Secondly, a mandatory standard would mitigate investor concerns that they could be pouring capital into improper or greenwashed financial projects. These concerns are evidenced in the statements of almost seventy executives across forty-three global institutional investing firms that ESG investing is at the top of their agenda.⁶¹ A mandatory standard ensures greater confidence in a green bond without compromising on business strategy. This is due to the fact that businesses are already engaging in ESG measures and planning to operate in a sustainable manner.⁶² Thus, being forced to adhere to their stated policies through a mandatory standard is merely the logical conclusion to the assumption that a business is operating by the stated policy. Otherwise, a business would be falsely advertising themselves as sustainable, which in turn would be deemed greenwashing. Thus, the reduction in greenwashing can be seen as an indirect benefit of the above deterrent effect. As a result, any green bonds that are utilised at least have some guarantee that the funds are being utilised for real sustainable change.

C. - Setting a Gold Standard

13 - More broadly, a mandatory standard will quickly become the gold standard for sustainable investment. This enhances the EU's reputation as a leader in environmental regulation while providing companies with an opportunity to further expand their efforts on green investment.⁶³ The social and political capital generated by the new standard would increase efforts across different stakeholders to reform the market in an effective manner. Additionally, the changes that would be required to a business strategy to meet the standard would potentially require a reexamination of the businesses operations as a whole. A company forced to use the standard to advertise its ESG agenda may also in turn face scrutiny regarding its labour and marketing practices.⁶⁴ If they intend to,

for example use a green bond to raise capital for an energy efficient office building, the criteria introduced via the Taxonomy Regulation could allow for an examination of the supply chains utilised to construct the building.⁶⁵ The point is not that a mandatory standard could change everything. However, by raising the bar on what it means for a company to engage in green practices, the EU has an opportunity to expand a wider conversation on remodelling business operations to become sustainable.

D. - Putting a Mandatory Standard into Practice

14 - How would a mandatory standard operate in practice? Linking it to an enhanced and reformed version of the Taxonomy Regulation would be, despite previous criticism, a necessary foundation for reform. The Taxonomy Regulation is at the centre of all EU efforts on sustainable finance, so any potential solution will need to take account of it.⁶⁶ The Regulation provides a basic floor through which the concept of a sustainable objective can be examined. Ideally, a reformed Regulation would exclude natural gas and biomass fuels from the 'green' label. Alternatively, a green bond standard could expressly carve out an exception to alignment with the Regulation through exclusion of the above fuels. This may be more feasible given the political concerns around energy security currently dominating the EU's agenda. In either scenario, an obligation would be placed on firms to perform due diligence to ensure that their project aligns with the technical criteria of the Regulation.⁶⁷ This would then be included on the fact sheet offered with any prospectus to potential investors to demonstrate such alignment.⁶⁸ This alleged alignment could then be examined by an external reviewer who can confirm that the firm has met the relevant criteria. Firms would also be obliged to disclose the fact sheet containing this information within all relevant transactions pertaining to the bond.⁶⁹ By meeting all of the above factors, a company would be deemed eligible to attach the 'green bond' label to its project and receive the social and economic benefits associated with this label.

A mandatory standard would also need to address the question of how it would operate in a market where all other standards, such as the ICMA principles would be voluntary. It is important to make clear that 'mandatory' here would mean requiring all those interested in utilising green bonds in the EU to adopt the EU Green Bond Standard.⁷⁰ Other standards could still be used outside of the EU's jurisdiction, but no business could engage in sustainable investment without aligning itself to the Green Bond Standard and by extension the Taxonomy Regulation. This would, as will be discussed further in Part IV, require a transition period to avoid shorting the market.⁷¹ Such a transition period would also need to allow for existing green bonds to be governed by prior standards to prevent market disruption. However, provided there is an appropriate notification of the market, there is no reason why such an approach could not be taken within an EU context.

E. - Enforcement of a Mandatory Standard

15 - A key issue is the question of how to enforce a mandatory standard. A useful solution to this has been offered by Mack. He

www.delorscentre.eu/en/publications/detail/publication/green-bond-standard.

65. Alessio Paces, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?*, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 611/2021, Amsterdam Law School Research Paper No. 2021-32, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2021-09, Forthcoming in Sustainability (November 10, 2021).

66. Maurice Dumrose et al., *Disaggregating confusion? The EU Taxonomy and its relation to ESG rating*, 48 Finance Research Letters (2022).

67. Op. Cit. Alessio Paces.

68. Op. Cit. Sebastian Mack.

69. *Ibid*.

70. *Ibid*.

71. European Central Bank, *Opinion of the European Central Bank of 5 November 2021 on a proposal for a regulation on European green bonds*, (CON/2021/30) 2022/C 27/04.

58. Op. Cit. Ryan Jones et al.

59. Sarah Bracking, *Financialisation, Climate Finance, and the Calculative Challenges of Managing Environmental Change*, 51 Antipode 3709-729 (2019).

60. Op. Cit. Dirk Zetzsche.

61. Jessica Ground, *ESG Global Study 2022*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/06/17/esg-global-study-2022/>.

62. *Ibid*.

63. Sazane Paulerari, *The Impact of the European Green Deal on EU Environmental Policy*, 31 The Journal of Environment and Development 2 (2022).

64. *Ibid*; Sebastian Mack, *Turning green into gold – How to make the European green bond standard fit for purpose*, Delors Centre (2022), <https://www.delorscentre.eu/en/publications/detail/publication/green-bond-standard>.

suggests that « First, National Competent Authorities should be empowered to check issuers' compliance with the EU Taxonomy alignment of the use of proceeds and to impose penalties in case of infringements. Second, the EuGBS should require issuers to include in the bond's legal documentation a minimum of actionable rights regarding the green use of proceeds that cannot be set aside except for reasons beyond the issuer's control ». ⁷² Both of these actions would bolster action and importantly ensure there is a deterrent factor available to prevent excessive abuse of green bonds. Allowing national authorities to enforce a green bond standard also helps build expertise at a domestic level in sustainable finance regulation, which would in turn encourage better environmental regulation of the market as a whole. ⁷³ Enforcement would also be assisted were an EU wide body to be set up to help prevent greenwashing and assist on aligning firms with Taxonomy Regulation. Similar to EU competition policy, the combination of EU wide powers for one body and the competency of national authorities to prosecute for contraventions of the standard would ensure relatively effective enforcement and balance the burden of resource allocation for this measure between national and EU authorities. ⁷⁴

4. Refuting Concerns about the Adaptation of a Mandatory Standard –

16 - There is criticism of the potential use of a mandatory green bond standard. These criticisms will be outlined below and addressed in turn to assuage the fears of regulators and investors regarding the transition towards a stricter regime for green bonds.

A. - Capital Flight

17 - One primary concern is that a mandatory standard could lead to divestment from EU based projects and capital flight to third countries with less stringent green bond or indeed general bond standards. ⁷⁵ This is particularly relevant in light of the backlash against ESG measures in some parts of the United States. Texas for example has instructed pension funds to divest funds from institutions that encourage and promote ESG measures. ⁷⁶ In other words, is now an appropriate time to be enacting a mandatory green bond standard when other areas of investment are actively working against the existing voluntary measures? Such a line of thinking ignores the fact that leading institutions such as the ECB are in support of a mandatory standard. The credibility linked to this support should do much to alleviate investor concerns and prevent extreme capital flight from the EU. ⁷⁷ Additionally, any transfer of capital to circumvent sustainable frameworks would face significant social stigma from the public and concerned investors. ⁷⁸ This is not enough on its own to prevent capital flights, but it could spur regulators in the countries receiving the capital to at least pretend to enhance environmental regulation. In the long term, given international environmental obligations and the broader shift towards sustainability, capital flight will merely be exchanging one progres-

sive market for a market that will either become progressive or be left isolated in the face of changing business models. In either scenario, scaremongering regarding potential capital flight is merely obstructing reform without realistic justification.

B. - Market Fracture

18 - A second concern is the potential fracturing of the market. If some markets use the ICMA principles and others adhere to mandatory standards, there is the potential for widespread decision and uncertainty within the market as different investors comply with different regulations. ⁷⁹ This concern has been raised by the ICMA and is one of the primary reasons that they are opposed to the introduction of the mandatory standard. ⁸⁰ In this regard, the EU's reputation as a market leader in regulation, as evidenced by its introduction of innovative regulations such as GDPR may assist in encouraging investors to join the mandatory standard. ⁸¹ It could also encourage comparative jurisdictions to match the EU's standards or allow for the ICMA's principles to become less relevant as mandatory standards are introduced across the board. Market division is at worst a temporary consequence of reframing the market and should not be used to delay necessary sustainable reforms of this market. Otherwise the long-term consequence would be the collapse of the market itself as the effects of climate change disrupt global supply chains and render it impossible for businesses to continue with their current practices.

C. - Cost

19 - Another issue could be the deterrent effect caused by the potentially high cost of an external independent review. ⁸² It is undeniable that the first few green projects that use a mandatory standard would likely face a high external cost. In this regard, a transition period embedded within the mandatory standard akin to the one proposed by the ECB would assist in reducing these costs. This is because a transition period would give the market an opportunity to adjust to new external reviews and ensure that firms can prepare budgets accordingly. ⁸³ As sustainable investment expands so does the incentive to allocate greater resources to projects, no matter the potential cost of review. There is also nothing to prevent the EU from setting up a body that could assist with external review, given the millions of Euros pledged to assist climate action. ⁸⁴ This would help reduce the cost of reviews without compromising on the need for a mandatory standard.

Conclusion

20 - Green bonds are, for better or for worse, here to stay in the climate of the current market. There is no doubt that, when used appropriately, green bonds can raise capital that can and will be needed to remodel society towards a net zero market. The market must be a part of any realistic solution to climate change mitigation and green bonds form an essential aspect of sustainable reform. However, their popularity could be something of a poisoned chalice. As has been shown above, the lax regulatory standards applied to green bonds, combined with their popularity among investors leaves open the capacity for greenwashing. Such

72. Op. Cit. Sebastian Mack.

73. Ibid.

74. Ceara Tonna-Barthet, *The Impact of Civil Fining Powers on the Effective Enforcement of Irish Competition Law and the Need to Facilitate Collective Redress*, 25 Trinity College Law Review (2022).

75. Caroline Flammer, *Green Bonds : Effectiveness and Implications for Public Policy*, 1 Environmental and Energy Policy and the Economy 1-34 (2020).

76. Brooke Masters, *Companies attack Texas over 'politicised' ESG blacklist*, Financial Times (August 29, 2022), <https://www.ft.com/content/8031aaad-efc6-4829-ac02-bd9c151974f4>.

77. Iris H-Y Chiu, *The EU Sustainable Finance Agenda : Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics*, 23 European Business Organisation Law Review (2022).

78. Michael Lee et al., *Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance : Arguments for a process and integrated modelling approach*, 1 Sustainable Technology and Entrepreneurship (2022).

79. Op. Cit. ICMA, *Analysis of the amendments to the EuGB Regulation proposed by the Rapporteur of the EU Parliament*.

80. Ibid.

81. Op. Cit. Iris H-Y Chiu ; Thomas Raines, *Raise the Bar by Leveraging the EU's Regulatory Power*, Chatham House (2019).

82. John Chiang, *Growing the U.S. Green Bond Market Volume 1 : The Barriers and Challenges* (2017), https://www.treasurer.ca.gov/greenbonds/publications/reports/green_bond_market_01.pdf/ ; Op Cit. Ryan Jones et al.

83. Simone Quatrini, *Challenges and opportunities to scale up sustainable finance after the COVID-19 crisis : Lessons and promising innovations from science and practice*, 48 Ecosystem Services 1-15 (2021).

84. Op. Cit. European Commission, *Delivering the European Green Deal*.

greenwashing will hamper efforts to achieve the goals of the European Green Deal and more broadly the objectives of the Paris Agreement. From a legal perspective, this would result in countries not meeting their legally binding obligations and contribute to the rise in litigation attempting to challenge climate inaction. From a social and moral perspective, the damage caused by greenwashing will result in an increasingly worse environment for future generations, as climate change continues to be exacerbated by a failure to take effective action.

A mandatory standard for green bonds will not solve everything. Market based solutions simply do not possess the capacity to totally prevent businesses from taking advantage of the popularity of green labels to advance what are in actuality anti-environmental objectives. Indeed, as has been outlined above, a mandatory standard

will only be effective in the event that there is an appropriate enforcement body combined with reform of the EU Taxonomy Regulation. Were this standard to be implemented, it would at least ensure there is a legitimate legal basis for litigation against financial institutions that may compromise on environmentally friendly projects in pursuit of short-term profit. A mandatory standard would also provide certainty to investors as to what projects can be deemed eligible for the bonuses associated with green bonds. Introducing such a standard is becoming a central component to EU green bond discourse. It is hoped that the resulting adjustments to existing proposals will result in an adaptation of the suggestions put forth by the ECB. In doing so, the EU would be setting itself up to be the world's leader in sustainable finance regulation and offer a progressive path forward for the green corporate agenda. ■

À propos de...

La Revue des Juristes de Sciences Po

Fondée en 2009, la Revue des Juristes de Sciences Po est une revue semestrielle étudiante affiliée à l'Association des Juristes de Sciences Po (AJSP). Publiée par l'éditeur LexisNexis, elle propose depuis sa création des dossiers thématiques consacrés à de grandes problématiques juridiques.

Entièrement et indépendamment conçue par des étudiants de l'Ecole de Droit de Sciences Po, la Revue compte aujourd'hui vingt-trois numéros. Un vingt-quatrième est en préparation.

La Revue est rédigée par des professeurs, praticiens et étudiants de Sciences Po mais aussi d'autres institutions. Les membres de la Revue sélectionnent les contributeurs et organisent la publication. Chaque numéro est placé sous la direction scientifique d'une personnalité reconnue du monde juridique.

En constant développement, la Revue des Juristes de Sciences Po entend devenir une référence parmi les publications étudiantes francophones. Par l'augmentation progressive de sa visibilité, elle aspire à terme à influencer la pensée des acteurs du droit et faire réfléchir sur l'impact du droit dans notre société contemporaine.



Tous les numéros de la Revue des Juristes de Sciences Po sont disponibles sur les bases de données LexisNexis.



LexisNexis®



À propos de...

L'Association des Juristes de Sciences Po

Créée en 1999, l'Association des Juristes de Sciences Po (AJSP) est une association permanente de l'Ecole de Droit de Sciences Po. L'AJSPP œuvre à faire vivre le droit à Sciences Po et à mettre en relation les étudiants avec les professionnels du droit.

Tout au long de l'année, le Pôle Evènements de l'AJSPP organise des conférences et des rencontres régulières avec des praticiens du droit.

L'AJSPP entend renforcer les relations entre les étudiants de Sciences Po et les professionnels ainsi que mettre en valeur leur formation juridique auprès des cabinets d'avocats, entreprises et institutions.

Le Pôle Evènements est également chargé d'organiser des rencontres entre étudiants, des visites au Palais de Justice, des concours d'éloquence et l'édition d'un Yearbook que chacun reçoit lors de sa diplomation. Le Pôle Sciences Pi entend réunir les étudiants de la spécialité Droit de l'innovation de l'Ecole de Droit. Le Pôle CJJ réunit les étudiants du master Carrières judiciaires et juridiques, et le Pôle CEA ceux du master Contentieux Économique et Arbitrage.

Anass El Wardi, Président

Sécurisez vos projets numériques !

Exclusivité LexisNexis

Accédez en un seul ouvrage
à l'ensemble des textes français
et européens qui régissent
le droit du numérique.

Bénéficiez de commentaires
des meilleurs spécialistes
avec une sélection de textes
et de jurisprudence.

AU SOMMAIRE

1^{re} PARTIE : CONTENUS

- Données personnelles
- Données publiques
- Données de santé
- Données de recherche
- Autres textes sur les données
- Liberté d'expression sur internet
- Protection de la vie privée
- Propriété intellectuelle
- Secrets

2^e PARTIE : CONTENANTS ET OUTILS

- Concurrence
- Contrats, preuves, dématérialisation
- Contrats informatiques B2B
- Identité numérique
- Cybercriminalité
- Cybersécurité
- Blockchain, cryptoactifs
- Réseaux et services de communications électroniques
- Algorithmes, intelligence artificielle et internet des objets (IoT)
- Droits extraterritoriaux
- Protection de l'environnement

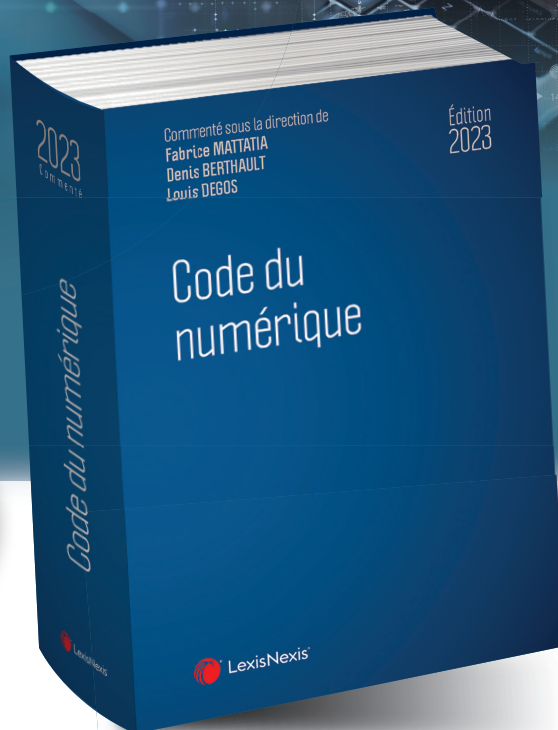
À jour du
Règlement
européen sur
la gouvernance
des données

3^e PARTIE : ACTIVITÉS NUMÉRIQUES

- E-administration
- Archivage
- Protection du consommateur numérique
- Vie professionnelle, droit social
- Responsabilité des hébergeurs et des plateformes
- Renseignement

4^e PARTIE : PROFESSIONS RÉGLEMENTÉES

- Commissaires de justice (ex-huissiers)
- Justice et numérique
- Notaires
- Avocats



Sous la direction de F. Mattatia, D. Berthault, et L. Degos. Commenté par une équipe d'enseignants et de praticiens spécialistes de chacun des aspects du droit du numérique, composée de P. Agosti, É. A. Caprioli, F. Jourdan, P. Lequet, L. Maisnier-Boché, J.-S. Mariez, A. Meissonnier, W. Mikalef, M. Quémener, J.-B. Soufron, C. Vanderzanden et B. Warusfel.