

**WOLF-GEORG RINGE, *ARBITRAGE ET CONCURRENCE
RÉGLEMENTAIRES DANS LA GOUVERNANCE DES MARCHÉS
FINANCIERS MONDIAUX*, MONTRÉAL, ÉDITIONS YVON
BLAIS, 2015**

*Clémence Chevalier**

À l'égard des marchés financiers mondiaux, les États se retrouvent face à un dilemme récurrent, à savoir choisir entre un allègement de leurs contraintes juridiques pour devenir plus attractifs, ou bien opter pour une régulation plus sévère dans le but de minimiser les risques liés aux opérations de ces marchés¹. Avec la mondialisation, ce dilemme est d'autant plus pressant, car les opérateurs des marchés financiers n'hésitent pas à adopter une stratégie de délocalisation afin d'échapper à des règles juridiques trop contraignantes². Lors de sa présentation à l'occasion de la deuxième Conférence annuelle Paule Gauthier de la Faculté de droit de l'Université Laval en 2014, Wolf-Georg Ringe, spécialiste émérite en droit international des affaires, revient sur ce dilemme qui fait pression sur les États, et qui demeure un sujet brûlant d'actualité et de pertinence, à plus forte raison depuis la crise financière de 2007-2009³. Le professeur Ringe s'est spécialisé dans les questions relatives aux enjeux européens et internationaux du droit des affaires et du droit financier⁴ en réalisant son doctorat sur le droit européen des sociétés. En plus d'être un des éditeurs du *Journal of Financial Regulation*, il est professeur de droit international des affaires à l'Université d'Oxford ainsi qu'à la Copenhagen Business School. Le texte ici recensé⁵ est l'étude que le professeur Ringe a préparée en vue de la Conférence Paule Gauthier.

Dans son étude, il s'agit pour Ringe d'évaluer l'impact de la pression du marché sur l'édiction de normes réglementaires financières⁶, sous le prisme de deux notions : l'arbitrage réglementaire et la concurrence réglementaire. Par arbitrage réglementaire, il faut entendre la stratégie d'évitement de règles financières rigides

* Diplômée de la Maîtrise en droit à l'Université de Sherbrooke, cheminement Droit international et Politique internationale appliqués. Candidate au Barreau du Québec.

¹ « L'attitude des États a longtemps été ambivalente, en ce qui concerne les investissements étrangers sur leur territoire et les investissements nationaux à l'étranger. D'un côté, les États peuvent se montrer soucieux de conserver la maîtrise de leur politique industrielle et de ne pas soumettre leur balance des paiements à des tensions excessives. De l'autre, ils souhaitent de plus en plus favoriser l'entrée des capitaux qui financent leur développement. » Patrick Daillier, Mathias Forteau et Alain Pellet, *Droit international public*, 8^e éd, Paris, LGDJ, 2009 au para 636 [Daillier].

² Jean-Marc Siroën, « Crise économique, globalisation et protectionnisme » (2012) 4 Pol étr 803.

³ Rabah Ghezali, *L'autorégulation suffit-elle ? La réaction des marchés face aux crises financières, École d'été en droit international approfondi*, thèse de doctorat en droit, Université de Sherbrooke, 17 juin 2016 [non publiée].

⁴ University of Oxford – Faculty of Law, « Wolf-Georg Ringe: Visiting Professor » (2017), en ligne : <www.law.ox.ac.uk/people/wolf-georg-ringe>.

⁵ Wolf-Georg Ringe, *Arbitrage et concurrence réglementaires dans la gouvernance des marchés financiers mondiaux*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2015.

⁶ *Ibid* à la p 6.

par les institutions financières, c'est-à-dire leur libre arbitre dans le choix de l'ensemble normatif le plus avantageux. La concurrence réglementaire, quant à elle, est la concurrence qui s'établit entre les différentes autorités de décision dans le processus d'édiction des normes, en réponse à cet arbitrage réglementaire. Ringe s'applique à démontrer les avantages d'un régime de résolution spéciale pour les institutions financières, qui apporterait la stabilité aux marchés, par rapport à une réponse plus traditionnelle qui consiste à simplement promouvoir une harmonisation internationale des règles juridiques.

Le texte de Ringe est structuré en quatre parties, elles-mêmes divisées en sous-parties.

Dans un premier temps, le professeur Ringe s'attache aux notions d'arbitrage et de concurrence réglementaires et établit leur cadre théorique. Pour que l'on puisse parler de concurrence réglementaire, trois éléments doivent être réunis. Premièrement, les opérateurs financiers, c'est-à-dire les entreprises, doivent avoir une possibilité légale de choisir le régime juridique souhaité. Deuxièmement, les entreprises doivent pouvoir tirer avantage de ce choix. Il s'agit là d'arbitrage réglementaire : quel ensemble normatif est le plus attrayant pour l'opérateur financier ? Troisièmement, les entreprises déclenchent l'offre⁷ et les États se retrouvent en concurrence afin de promulguer les règles les plus attirantes. La concurrence réglementaire ainsi établie pourra être qualifiée d'offensive si les États prennent l'initiative d'édicter des normes afin d'attirer les opérateurs et provoquent eux-mêmes la concurrence ; elle sera défensive si les normes ne sont prises qu'en réaction à l'arbitrage. L'exemple classique en matière de concurrence et d'arbitrage réglementaires consiste à évoquer des structures laissant le libre choix aux opérateurs privés, tels que les différents États fédérés des États-Unis ou l'Union européenne.

Pour parachever cette première partie, Ringe pose une question fondamentale : arbitrage et concurrence réglementaires sont-ils néfastes ou au contraire, la pression qui en résulte permet-elle l'édiction de normes fonctionnelles ? Cette question fait débat parmi les chercheurs. Certains soutiennent que la pression du marché ne profite qu'aux dirigeants d'entreprises, ces derniers étant les seuls en mesure de décider de la délocalisation, faisant des actionnaires et des employés les laissés pour compte de l'opération. Pour d'autres, à l'inverse, la concurrence étant une saine compétition, elle conduit à la progression des normes. Ringe en profite pour dépasser cette dichotomie qui reflète peu la réalité. Selon lui, il faut recentrer le débat, en conservant le dynamisme et l'innovation qui émanent de la concurrence, tout en protégeant les habituels laissés pour compte de l'arbitrage réglementaire dans le processus décisionnel de délocalisation.

Après s'être intéressé au cadre théorique des notions d'arbitrage et de concurrence réglementaires, Ringe s'attache, dans un second temps, à les étudier dans le contexte spécifique des marchés financiers. Avant toute chose, l'auteur explique en quoi le secteur financier est fondamentalement différent des autres secteurs.

⁷ *Ibid* à la p 9.

L'arbitrage et la concurrence réglementaires y sont bien plus intenses pour plusieurs raisons. D'une part, il n'existe pas de réglementation internationale provenant d'une autorité supérieure. Également, les opérateurs des marchés financiers sont dématérialisés ; les conséquences de leur délocalisation sont donc minimales et peu coûteuses par rapport à d'autres marchés. Leur mobilité est ainsi extrêmement accrue. De plus, les conséquences d'un cadre juridique axé sur les bénéfices et la rentabilité sont bien plus visibles dans le secteur financier que pour d'autres marchés. Enfin, le « caractère essentiel des services financiers dans toute économie⁸ » exerce une pression considérable sur les autorités de régulation.

Ensuite, Ringe s'intéresse plus en détail à la réglementation financière elle-même et à ses quatre objectifs. En premier lieu, la réglementation vise à faire en sorte que l'information adéquate et les renseignements justes concernant les marchés financiers et les transactions soient accessibles à tous les acteurs en jeu. En second lieu, du fait d'une asymétrie informationnelle entre acteurs avertis des marchés financiers et investisseurs particuliers⁹, la réglementation se donne comme objectif de protéger ces derniers dans les négociations qu'ils entreprennent. Troisièmement, la réglementation se veut prévoyante et cherche à assurer la stabilité financière, en considérant le marché comme une grande entité globale. Quatrièmement, la réglementation a pour but d'assurer une concurrence sur les marchés et d'éviter des situations monopolistiques.

Cependant, Ringe soulève qu'une « concurrence par le bas¹⁰ » est fortement à craindre, compte tenu de la grande spécificité du secteur financier, mentionnée ci-dessus. Les banques, par exemple, subissent constamment une pression concurrentielle qui les incite à prendre des risques afin de réaliser un maximum de profits. Évidemment, ces banques vont toujours se tourner vers le cadre normatif le plus laxiste qui leur permettra la plus grande prise de risques possible. Ceci engendre cette concurrence par le bas entre autorités de régulation qui peut entraîner une instabilité financière mondiale compte tenu de l'interconnexion des acteurs du marché financier. L'Union européenne a déjà voulu solutionner ce problème en faisant en sorte que certaines institutions financières gardent leur siège social dans le même État où se trouve leur administration centrale, afin d'optimiser la surveillance de leurs opérations et de minimiser l'arbitrage réglementaire. Par la suite, Ringe consacre un long développement d'exemples attestant de cas d'arbitrage et de concurrence réglementaires, la plupart ayant trait à la délocalisation de secteurs bancaires de New York vers Londres. La réglementation financière et les lois en matière d'immigration, qualifiées de souples au Royaume-Uni, incitent grandement les entreprises à venir s'établir à Londres. Si la rivalité entre New York et Londres, les deux principaux centres financiers mondiaux, symbolise à elle seule la concurrence¹¹, Ringe maintient qu'il faut aujourd'hui prendre au sérieux la concurrence de rivaux asiatiques tels que Singapour et Hong Kong. Ringe explique également qu'une harmonisation de la

⁸ *Ibid* à la p 19.

⁹ *Ibid* à la p 22.

¹⁰ *Ibid* à la p 24.

¹¹ *Ibid* à la p 34.

réglementation comme en Union européenne ne garantit pas la fin de la concurrence, comme en atteste le Luxembourg, qui profite de sa marge de manœuvre nationale pour créer un environnement réglementaire attrayant pour des opérateurs étrangers. Pour finir, l'auteur évoque les aspects positifs de la concurrence réglementaire sur les marchés financiers. D'une part, les opérateurs financiers sont attirés par des États où le pouvoir politique ne s'immisce pas dans le cercle d'édiction des normes financières, gage d'indépendance de la surveillance réglementaire. D'autre part, les opérateurs ne cherchent pas seulement des normes laxistes ; ils désirent en parallèle une protection juridique solide notamment en ce qui a trait au droit de propriété, encourageant la promotion de structures juridiques viables et de confiance. Par conséquent, la concurrence pourrait tout aussi bien se faire par le haut, avec des autorités de régulation qui peuvent faire valoir leur « qualité¹² » et leur fiabilité.

Dans sa troisième partie, Ringe examine les réponses qui surgissent face à l'arbitrage et à la concurrence réglementaires. La solution la plus manifeste apparaît comme étant l'harmonisation des règles juridiques mondiales, qui réduirait l'arbitrage et donc la concurrence. Les pays du G20 semblent œuvrer en ce sens, les exemples les plus évocateurs en la matière étant les Accords de Bâle, le Conseil de stabilité financière et, à une échelle plus régionale, les règles de l'Union européenne se rapportant au secteur financier. Cependant cette unification à vocation globale n'est pas sans critique, notamment parce qu'il y a fort à penser qu'elle reste au rang d'illusion¹³ compte tenu de l'improbabilité d'obtenir un consensus politique mondial. En effet, paradoxalement, bien que l'harmonisation puisse minimiser les risques d'instabilité financière mondiale, elle pourrait tout autant être source d'instabilité en ce qu'elle tuerait la concurrence, inciterait des comportements de groupe et donnerait naissance à un protectionnisme local, ce qui ébranlerait les présomptions qui sous-tendent le marché et le conduirait ainsi à se replier sur lui-même. Pour certains chercheurs, la réponse se trouve donc non pas dans une uniformisation rigide, mais dans la *soft law*¹⁴.

C'est pourquoi des solutions doctrinales proposent une approche multilatérale qui combine centralisation, concurrence et privatisation. Cette approche reste cependant peu concluante du fait de l'absence d'avantages à privatiser un secteur avec autant d'effets globaux et de répercussions externes que le secteur financier. D'autres auteurs ont proposé que le Conseil de stabilité financière ait une autorité suffisante pour interdire une norme dérogatoire à l'harmonisation, s'il apparaît clairement que cette norme met en péril la stabilité financière. Pour certains d'entre eux, il faudrait harmoniser les règles visant à résoudre les conflits relatifs à l'arbitrage et à l'évitement, c'est-à-dire harmoniser les règles de droit international privé, et non pas tenter d'uniformiser les règles internationales financières générales. Enfin, selon un dernier courant de pensée, une harmonisation rigide ne fera

¹² *Ibid* à la p 38.

¹³ *Ibid* à la p 42.

¹⁴ « Le droit économique constitue un terrain privilégié de ce que l'on a proposé de qualifier de "droit mou" (*soft law* des Anglo-Saxons). Les obligations y sont énoncées de manière souvent vague, et plutôt sous la forme d'engagements de comportements que de résultats ». Daillier, *supra* note 1 au para 614.

qu'exacerber l'arbitrage, les opérateurs financiers trouvant là une justification supplémentaire pour éviter ces règles. Il faudrait donc se tourner vers une réglementation plus souple qui laisserait une marge de manœuvre conséquente aux autorités de réglementation, tout en liant spécifiquement les normes édictées à la spécificité fonctionnelle du marché financier.

Ces solutions doctrinales étant finalement peu concluantes en pratique, les autorités de réglementation étatiques adoptent une approche plus réaliste en ce qu'elles tentent de doter leurs règles d'une portée extraterritoriale, et ce, de manière unilatérale lorsqu'elles ne parviennent pas à s'accorder avec leurs homologues étrangers. Par exemple, l'Union européenne souhaite établir une taxe sur les transactions financières en son sein, mais également au-delà de ses frontières, afin d'éviter l'arbitrage. L'extraterritorialité vise donc à garantir l'application de règles à des opérateurs qui s'y seraient soustraits par le biais de la délocalisation. Ce serait un moyen efficace pour minimiser l'arbitrage réglementaire. Cependant, il est difficile en réalité de rendre l'extraterritorialité effective, car elle apparaît comme contraire aux principes de droit international public et à la courtoisie internationale, et peut aussi conduire à une multiplication des règles contradictoires et redondantes¹⁵.

Certains États choisissent une stratégie tout autre, en édictant des normes particulièrement sévères malgré la menace de délocalisation de nombreux opérateurs financiers. On peut penser au Royaume-Uni, qui a séparé les opérations bancaires courantes des opérations d'investissement suite à la Commission Vickers en 2011. Très impopulaire à l'époque, le Royaume-Uni n'a cependant pas cédé face à la pression des opérateurs financiers, dans l'espoir que cette règle devienne un précurseur en la matière. Ce fut le cas : cette séparation entre activités bancaires courantes et activités d'investissement s'est répandue en Europe. C'est un exemple frappant de concurrence par le haut, comme mentionné précédemment. Cependant, seul un centre d'impulsion financier aussi influent que la City londonienne peut se permettre d'adopter une telle règle dans l'espoir de bénéficier de l'avantage du précurseur.

Pour terminer, Ringe fait entrer une nouvelle variable dans son étude : « les régimes de résolution spéciaux pour les institutions financières¹⁶ ». L'auteur défend la thèse selon laquelle la résolution, outil de réglementation peu exploré jusqu'à ce jour, constitue en fait le moyen le plus efficace pour réduire les risques externes du secteur financier, tout en conservant les aspects dynamiques de l'arbitrage et de la concurrence réglementaires. Par résolution, il faut ici entendre une procédure s'opposant à celles de liquidation ou de faillite. Cette dernière paraît finalement peu adaptée au secteur financier, car trop désordonnée, elle se concentre davantage sur le paiement des créanciers que sur l'intérêt public général et consiste en un arrêt abrupt des opérations, sans réapprovisionnement durant la période de réorganisation. Pour éviter les conséquences externes trop importantes d'une faillite définitive de l'institution en cause, c'est souvent le contribuable qui est chargé de renflouer les

¹⁵ *Ibid* à la p 55.

¹⁶ *Ibid* à la p 57.

caisses. À l'inverse, la résolution se concentre sur le paiement des créanciers, tout en assurant la continuité de l'institution sur le long terme, afin d'éviter de graves difficultés systémiques dans le secteur financier. Grâce à un système de résolution efficace, des pertes considérables pourraient être évitées. Par exemple, si Lehman Brothers avait pu profiter d'un système de résolution au lieu d'une faillite désordonnée, seulement 3 cents par dollar auraient été perdus, contre 79 cents en réalité¹⁷. C'est ainsi que la résolution bancaire a commencé à séduire beaucoup d'États, en commençant par les États-Unis, puis l'Union européenne, sous l'impulsion du Royaume-Uni et de l'Allemagne, ces derniers ayant doté les autorités de régulation de pouvoirs de résolution bancaire. L'Union européenne se distingue même davantage en instituant un régime de résolution unique pour tous les États membres de la zone euro, afin que la résolution soit impartiale et cohérente face aux défaillances bancaires transfrontalières.

De surcroît, la résolution bancaire apparaît comme l'outil idéal pour atténuer les risques liés à la concurrence, tout en ne perturbant pas le marché et en protégeant de fait la stabilité financière. Elle marquerait le retour de la discipline de marché et atténuerait le chantage des opérateurs financiers œuvrant dans le sens d'une déréglementation. Finalement, les institutions ayant pris des risques déraisonnables ne représenteraient plus une menace pour la stabilité financière mondiale. Un accord international serait nécessaire pour qu'un tel mécanisme soit effectif de manière globale, avec chaque État clé qui devrait reconnaître les régimes de résolution des autres États en jeu. Certaines autorités de régulation se sont même déclarées bien plus enclines à lâcher du lest à la concurrence si le système était justement protégé par des mécanismes spéciaux de résolution bancaire¹⁸. Cependant Ringe souligne que la résolution bancaire ne prétend pas résoudre tous les risques liés à l'arbitrage et à la concurrence réglementaires, mais tente de réintroduire une discipline de marché nécessaire dans le contexte actuel. Paradoxalement, la résolution bancaire pourrait elle-même devenir un objet de concurrence et d'arbitrage en ce que les opérateurs financiers chercheraient finalement le mécanisme de résolution le plus avantageux pour eux. La seule solution à cette problématique semble donc être la mise en œuvre d'un accord international, comme il a été susmentionné.

Étayés d'exemples pertinents et d'actualité, les propos de Ringe pourraient difficilement être plus clairs et plus compréhensibles. Sa réflexion rondement menée, ainsi qu'un plan parfaitement logique et articulé permettent de bien saisir la thèse de l'ouvrage : face à l'ambiguïté de la concurrence réglementaire et à l'apparente inefficacité des solutions étudiées jusqu'à présent, la résolution bancaire apparaît comme le remède à prescrire afin d'assurer la stabilité financière mondiale, sans tuer le dynamisme de la concurrence. Cette thèse constitue la conclusion de l'ouvrage. Au fil de son argumentaire, on peut parfois avoir l'impression que les problématiques soulevées par Ringe sont insolubles, car ce dernier prend pour habitude de nuancer

¹⁷ Voir le communiqué de la FDIC décrivant le rapport de l'Orderly Liquidation Authority dans le cas de Lehman, < <https://www.fdic.gov/regulations/reform/lehman.html> >

¹⁸ Marcelo M. Prates, *Why Prudential Regulation Will Fail to Prevent Financial Crises : A Legal Approach*, Central Bank of Brazil Working Paper No. 335 (2013).

ses affirmations en y apportant un contrebalancement. Il est cependant difficile de critiquer cette méthode, car cette démarche intellectuelle fait bien état de la complexité relative à la question de la gouvernance des marchés financiers. Compte tenu de cette complexité, l'ouvrage semble s'adresser en priorité à des juristes aguerris et désireux d'en savoir plus sur des concepts en lien avec la gouvernance des marchés financiers mondiaux ou avec les normes économiques internationales et les investissements étrangers. Quant à l'apport de l'auteur à la discipline, Ringe le dit lui-même, il souhaite ouvrir la discussion relative aux régimes de résolution spéciale pour les institutions financières.