

**DIRECTION DES AFFAIRES FINANCIÈRES ET DES ENTREPRISES  
COMITÉ DE LA CONCURRENCE**

**Groupe de travail n° 2 sur la concurrence et la réglementation**

**AUDITION SUR LES INNOVATIONS DE RUPTURE DANS LE SECTEUR FINANCIER**

-- Note du Secrétariat --

26 octobre 2015

*Le présent document préparé par le Secrétariat de l'OCDE est destiné à servir de document de réflexion pour le Point VI lors de la 60ème réunion du Groupe de travail n° 2 du 26 octobre 2015.*

*Les opinions exprimées et les arguments employés dans le présent document ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Organisation ou des administrations de ses pays membres.*

*Un plus grand nombre de documents relatifs à ce débat sont disponibles à l'adresse : [www.oecd.org/daf/competition/competition-and-disruptive-innovation-financial-markets.htm](http://www.oecd.org/daf/competition/competition-and-disruptive-innovation-financial-markets.htm)*

Veuillez contacter M. Sean Ennis pour toute question concernant ce document : [sean.ennis@oecd.org]

**JT03399112**

Document complet disponible sur OLIS dans son format d'origine

*Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.*

**AFFINER LA RÉGLEMENTATION POUR FAVORISER DES INNOVATIONS MAJEURES AU  
SEIN DES MARCHÉS FINANCIERS**

Document de réflexion

*du Secrétariat\**

---

\* Le présent document de réflexion a été rédigé par Sean Ennis de la Division de la concurrence de l'OCDE.

## 1. Introduction

1. Le secteur financier se situe au cœur de l'économie. Il recueille des capitaux oisifs qu'il prête à ceux qui les exploitent, traite les paiements et effectue un certain nombre de tâches nécessaires pour que les différents secteurs de l'économie fonctionnent de façon harmonieuse. Si l'importance du secteur financier est indéniable, il est également évident que les questions qui peuvent apparaître à première vue comme purement financières et monétaires ont un impact direct sur l'ensemble de l'économie. Ainsi, il n'est pas étonnant que les marchés financiers soient extrêmement réglementés, non seulement pour prévenir les chocs systémiques, mais également pour garantir la protection des consommateurs et éviter des abus de pouvoir du marché.

2. Alors que la nécessité de réglementer le secteur financier fait l'objet d'un consensus, les réglementations qui sont nécessaires, en particulier compte tenu de leurs effets – qu'ils soient volontaires ou involontaires – continuent d'être activement discutées. Les décideurs sont confrontés à une délicate mission d'équilibrage entre la limitation d'activités potentiellement bénéfiques et la prévention d'activités clairement problématiques. Si les réglementations peuvent jouer un rôle dans le maintien de la stabilité et dans la protection des consommateurs, elles peuvent parfois empêcher de nouvelles entreprises proposant des produits bienvenus d'entrer sur le marché ou imposer des coûts qui incitent les concurrents existants à sortir des marchés. Le respect des réglementations financières induit des coûts – Federal Financial Analytics (2014) estime à 35.5 milliards de dollars les coûts des nouvelles réglementations imposées aux banques depuis 2007, en se basant uniquement les six grandes banques mondiales importantes au plan systémique. Bien que potentiellement élevés, ces coûts peuvent de façon assez surprenante avoir un effet positif pour les entreprises établies, car ils rendent les entreprises de petite envergure non rentables au plan économique. Les coûts des réglementations supportés par les acteurs financiers, comme les banques, sont devenus si élevés qu'un haut dirigeant d'une grande banque prospère a déclaré que sur le long terme, les réglementations profiteraient aux grandes banques en favorisant l'éviction des établissements concurrents de taille plus modeste.

3. Cela étant, et en raison notamment des opportunités offertes par les nouvelles technologies, bon nombre de nouvelles entreprises ont récemment essayé d'exploiter le manque d'efficacité du marché que les banques établies n'ont pas souhaité ou n'ont pas été en mesure d'explorer. Certains, sinon la majeure partie de ces nouveaux entrants, participent à la vague d'innovations révolutionnaires qui a submergé d'autres secteurs de l'économie. Les innovations de rupture, telles que commentées dans OCDE (2015), consistent en des produits et des modèles économiques avant-gardistes qui font radicalement évoluer le marché, en particulier en réduisant les coûts de fourniture de services. Ces innovations peuvent prendre des parts de marché substantielles aux produits et aux entreprises préexistants, sous réserve que la réglementation autorise ces activités et les rende possible.

4. Au sein des marchés financiers, les innovations de rupture ne datent pas d'hier, se fondent largement sur l'introduction de nouveaux produits innovants ou sur l'élimination de rendements élevés liés à la fonction d'intermédiaire pour des transactions de nature relativement standard. Les dernières années ont été marquées par l'apparition de nouveaux modèles économiques et de produits innovants qui ont entraîné une baisse des coûts de transaction pour les clients. Ces modèles économiques concurrencent les produits et modèles historiques, peuvent accroître le bien-être des consommateurs et soutenir la croissance de l'économie.

5. La réglementation peut faciliter le développement des innovations de rupture, mais aussi lui faire obstacle. En raison notamment d'une réglementation très étendue des marchés financiers – laquelle se justifie essentiellement pour préserver la stabilité financière et protéger les consommateurs, les réglementations peuvent parfois permettre d'évoluer vers de nouveaux modèles économiques, mais souvent ralentir ou empêcher ces transitions. Parallèlement à d'autres autorités de tutelle, les autorités de la

concurrence peuvent jouer un rôle majeur pour plaider en faveur de réglementations qui favorisent l'émergence d'une nouvelle concurrence bénéfique, tout en tenant dûment compte du bien-fondé fondamental de la réglementation du marché, notamment concernant les questions prudentielles et la nécessité de protéger les consommateurs.

6. Le présent document étudiera certaines innovations dans la perspective spécifique de sensibiliser davantage l'autorité de la concurrence et les décideurs aux alternatives de concurrence nouvelles et qui se développent, et de diffuser des informations susceptibles d'être utiles pour plaider en leur faveur. L'implication de l'autorité de la concurrence dans ces domaines est remarquée lorsqu'elle est connue, mais les opportunités et les avantages d'un plaidoyer en faveur de la concurrence dans ces domaines pourraient bien être significatifs à l'avenir. Ces innovations continuent d'évoluer et se développent rapidement. Ainsi, les produits décrits dans le présent document doivent être considérés comme un aperçu instantané susceptible d'évoluer fortement l'avenir.

7. Le document étudie les développements dans les principaux domaines suivants :

- Financements de prêts par les pairs,
- Financements participatifs en fonds propres,
- Monnaies virtuelles, et
- Solutions de paiement/de change innovantes.

8. Il est possible que l'évolution la plus significative globalement en termes d'innovation sur les marchés financiers entre 2002 et 2013 soit, et demeure, le développement du financement fondé sur le marché, parfois qualifié de « système bancaire parallèle »<sup>1</sup> dont la valeur des actifs a augmenté d'environ 25 000 milliards de dollars à plus de 75 000 milliards de dollars durant cette période. La multiplication des activités non-bancaires dans le marché financier – qui étaient auparavant essentiellement gérées par les banques – est une conséquence naturelle des normes fondées sur le risque des réserves financières et d'autres lois qui encouragent une séparation des activités traditionnelles des banques de réseau des autres activités financières. Le développement des principales activités de financement fondé sur le marché justifie qu'elles soient prises en considération à part entière, mais le présent document ne les étudiera pas de façon approfondie – son objectif ultime étant de mettre en évidence les domaines dans lesquels la réglementation limite le développement des innovations. S'agissant du financement fondé sur le marché, la réglementation n'a toutefois pas restreint leur développement mais, à l'inverse, plutôt favorisé (réglementation plus massive des activités bancaires et de certaines autres activités réglementées alors que le système bancaire parallèle restait essentiellement non-réglementé).

## **2. Caractéristiques des marchés financiers connaissant des innovations de rupture**

9. On peut observer plusieurs caractéristiques individuellement ou conjointement présentes dans les marchés financiers susceptibles de connaître des innovations de rupture. Ces caractéristiques sont :

---

<sup>1</sup> Selon le FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, « Le système bancaire parallèle peut globalement être décrit comme un système d'intermédiation du crédit couvrant des entités et des activités externes au système bancaire normal. L'intermédiation du crédit par le biais de circuits non-bancaires peut présenter des avantages significatifs et contribue au financement de l'économie réelle ; mais ces circuits peuvent aussi être à l'origine d'un risque systémique, en particulier lorsqu'ils sont structurés pour exercer des fonctions comparables à celles des banques (ex : transformation d'échéances et de liquidités, et endettement) et lorsque qu'ils sont solidement interconnectés avec le système bancaire normal ».

- des coûts d'intermédiation indûment élevés,
- des nouvelles technologies,
- des solutions pour promouvoir la confiance, et
- des effets de réseau.

### **2.1 Marges d'intermédiation**

10. L'une des principales caractéristiques des marchés financiers qui connaissent des ruptures est que les marges d'intermédiation des techniques existantes sont substantiellement plus élevées que celles offertes par le modèle économique ou le produit qui rompt avec la tradition. Cette situation offre aux clients, en particulier ceux qui réalisent des transactions de type standard, l'opportunité d'adopter la nouvelle technologie<sup>2</sup>. Si le financement de prêts par les pairs, que nous analysons plus en détail ci-dessous, entre dans cette catégorie, les opérations de change constituent un exemple encore plus éloquent à cet égard. Les opérations de change supportent souvent des marges élevées pour les transactions de détail portant sur des montants inférieurs à 100 000 dollars, par exemple, ce qui semble offrir une opportunité aux nouveaux modèles économiques. Selon le Financial Times, alors que les banques « facturent habituellement une marge comprise entre 1 % et 5 % du taux moyen, plus une commission de transaction », les entreprises de rupture peuvent proposer une commission de transaction représentant de 0.09 % à 0.5 % du montant de la transaction. Les estimations du taux de croissance en volume des opérations de change entre pairs atteignent 500 % par an<sup>3</sup>. Les enquêtes ciblant les ententes sur les marchés des changes pourraient inciter les clients à s'intéresser davantage aux mécanismes alternatifs aux marchés classiques et accroître davantage la demande d'opérations de change entre pairs<sup>4</sup>.

### **2.2 Développement de possibilités techniquement réalisables**

11. L'une des autres caractéristiques des marchés financiers qui connaissent des ruptures concerne les évolutions technologiques. Celles-ci peuvent intervenir de façons très différentes. L'une des évolutions fondamentales se situe au niveau des coûts de communication (coûts d'utilisation du téléphone) qui ont considérablement chuté au cours des deux dernières décennies grâce, notamment, à des technologies accessibles au public qui permettent aux clients de se connecter automatiquement (comme sur l'Internet). Le développement de méthodes de chaîne de bloc accessibles au public pour réaliser immédiatement des transactions, principalement utilisées par Bitcoin, constitue une autre évolution technologique qui pourrait avoir un large impact à l'avenir, les procédures de règlement de nombreux produits financiers pouvant être améliorées grâce à une utilisation appropriée des technologies popularisées par Bitcoin. La disponibilité, large et croissante, des téléphones mobiles dans des marchés non dotés d'une large couverture Internet (comme dans de nombreux pays en développement) a créé une opportunité pour constituer des réseaux alternatifs qui s'appuient sur les télécommunications mobiles pour effectuer des transactions financières. L'utilisation croissante des smartphones à technologie informatique intégrée a rendu possible une forte augmentation des paiements sans fil, en approchant les téléphones d'appareils de lecture des cartes de paiement pouvant être utilisés par des petites entreprises, comme des plombiers, des consultants ou d'autres qui n'exercent pas leur activité dans un lieu fixe doté d'une connexion téléphonique filaire.

<sup>2</sup> Les produits dérivés standardisés ont évolué de façon croissante vers des prix de marché transparents alors que les produits dérivés personnalisés maintiennent nécessairement des prix personnalisés qui, actuellement, intègrent en général des marges plus élevées que les produits standardisés.

<sup>3</sup> Voir FT (2015) Peer-to-peer forex platforms come of age, 1 avril 2015.

<sup>4</sup> Voir Euromoney, août 2014 « Peer-to-peer FX catches on ».

### 2.3 *Confiance*

12. Les produits et les modèles économiques innovants sont confrontés à un problème spécifique – celui d’obtenir la confiance des parties aux transactions. La demande de nouveaux produits dépend de la confiance qu’ils inspirent aux investisseurs, ce qui met en évidence le rôle généralement significatif que joue la confiance. Les connaissances financières et numériques de l’investisseur sont déterminantes pour l’inciter à adopter certains instruments financiers. La nécessité d’établir la confiance, en particulier chez les déposants, a de tout temps constitué un défi pour attirer les clients dans les banques uniquement accessibles par l’Internet, même si les banques traditionnelles ayant pignon sur rue gèrent des volumes toujours plus importants d’activités pour leurs clients particuliers *via* l’Internet et sans interaction personnelle. La réglementation peut établir la confiance nécessaire au développement de nouveaux produits.

13. Si la confiance peut être renforcée grâce à des performances soutenues sur le long terme, les prêteurs du système de financement de prêts par les pairs ont principalement contourné ce problème. Ils fournissent ainsi un certain nombre de services – notamment (liste non exhaustive) en développant des modèles de crédit pour l’approbation et la tarification des prêts<sup>5</sup>, en réalisant une analyse du risque de l’emprunteur<sup>6</sup>, en assurant le traitement des paiements des emprunteurs et leur transfert aux prêteurs, en constituant un fonds de réserve pour protéger les prêteurs contre les défauts de paiement des emprunteurs<sup>7</sup>, en fournissant une assurance contre les défauts de paiement<sup>8</sup>, et en tentant de collecter les paiements auprès d’emprunteurs mauvais payeurs ou en défaut de paiement<sup>9</sup> – dans l’objectif de renforcer la confiance des parties aux transactions. En outre, des entreprises ont commencé à s’autoréguler et à adopter des normes qui promeuvent la confiance du client. Elles ont aussi créé à cette fin des organes sectoriels tels que la Peer2Peer Finance Association.

### 2.4 *Effets de réseau*

14. Les effets de réseaux constituent souvent une autre caractéristique des marchés financiers qui connaissent des ruptures. On observe ces effets lorsque que l’entrée d’un nouvel utilisateur ou d’un nouveau produit/service génère des avantages supplémentaires pour les utilisateurs/produits ou services existants. Il peut, par exemple, s’agir d’un nouveau réseau de paiement qui effectue directement des paiements à partir des comptes bancaires de l’utilisateur sans transiter par un réseau de cartes de paiement. Ce nouveau réseau requiert du payeur et du bénéficiaire des fonds qu’ils soient abonnés. Chaque nouveau bénéficiaire fournit une externalité positive aux payeurs existants. Un tel réseau peut devenir très attractif pour les clients (et difficile à dupliquer) s’il augmente de façon significative le nombre de ses abonnés payeurs et bénéficiaires. Dans ce cas, la possibilité du développement d’un pouvoir de marché constitue un risque. Les smartphones sont de plus en plus souvent dotés de systèmes de paiement intégrés par leur

---

<sup>5</sup> Par exemple, Upstart utilise un modèle de prévision de revenus fondé sur un historique des études et de l’emploi, en plus des critères traditionnels d’octroi de crédit – voir : <http://www.betaboston.com/news/2014/04/29/upstart-keeps-innovating-lending-models-to-finance-the-young-and-ambitious/>.

<sup>6</sup> Cette analyse peut également servir d’outil pour déterminer qui est prioritaire pour adhérer à la plateforme, comme c’est le cas avec Funding Circle.

<sup>7</sup> RateSetter a été la première entreprise à lancer ce service, que d’autres plateformes de services entre pairs proposent également aujourd’hui, comme Zopa.

<sup>8</sup> Lending Works a été le premier à proposer cette assurance.

<sup>9</sup> Ou en s’efforçant de faire en sorte que la dette faisant l’objet d’un défaut de paiement soit cédée à une agence de recouvrement, comme le fait Zopa.

opérateur ou constructeur, et au moins deux systèmes d'exploitation importants ont récemment intégré des porte-monnaie électroniques<sup>10</sup>.

## 2.5 Risques

15. Les technologies, produits ou méthodes de rupture peuvent à certains égards porter préjudice aux profits des intermédiaires, aux consommateurs ou à la stabilité financière dans certains cas, tout en profitant aux consommateurs dans d'autres. Par exemple, une ordonnance de la SEC de 1997 a modifié les règles de négociation des actions, favorisant une meilleure transparence des prix et permettant au public de transmettre des ordres à cours limités. D'un côté, l'effet bénéfique de cette mesure a été une forte contraction de l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur des titres (ex : d'environ 30 % sur le NASDAQ, ce qui a réduit les profits des courtiers). De l'autre, l'effet négatif induit par cette contraction des écarts de cours était, selon certains observateurs, un risque de diminution de la liquidité<sup>11</sup>.

16. Les évolutions des techniques de négociation des bons du Trésor américain – pour lesquels un pourcentage croissant de négociations sont effectuées *via* des plateformes électroniques ultrarapides de négociation – et la contraction concomitante des transactions des courtiers bancaires ont coïncidé avec un événement anormal, le « krach éclair » du 15 octobre 2014, ce qui met en évidence l'importance et les risques de la diminution de la liquidité. En l'espace d'environ 12 minutes, les observateurs ont été témoins de hausses et de baisses exceptionnellement importantes (notamment une hausse et une baisse de 37 points de base) de la valeur d'émissions de référence, les bons du Trésor à 10 ans, sans qu'aucune nouvelle ne justifie apparemment cette fluctuation<sup>12</sup>.

17. Ainsi, il peut s'avérer nécessaire de pondérer les avantages des produits de rupture en fonction des inconvénients qu'ils induisent pour déterminer si la réglementation publique doit favoriser les nouveaux produits et modèles. Une telle démarche peut en soi être difficile, en particulier lorsque que des groupes d'intérêt contraires et influents s'opposent aux évolutions nouvelles et fournissent aux décideurs des informations biaisées. La seule façon de garantir une approche équitable est peut-être de rechercher des informations auprès d'un large éventail d'acteurs et groupes d'intérêts, et de les évaluer de façon impartiale.

## 3. Nouveaux produits et modèles

18. Certaines des innovations les plus enthousiasmantes au sein des marchés financiers proviennent des nouveaux produits axés sur le financement des dettes et des fonds propres basé sur Internet. Certains de ces produits connaissent un rythme annuel de croissance supérieur à 100 %. Le tableau 1 présente les volumes de financement dans des grands pays européens entre 2012 et 2014. En 2014, les quatre activités les plus importantes étaient les financements par les pairs des prêts aux entreprises (croissance de 255 %), les financements par les pairs de prêts aux particuliers (croissance de 111 %), les financements collectifs des créances clients (invoice trading) (croissance de 177 %) et les financements participatifs en fonds

<sup>10</sup> Voir <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/03/13/will-credit-card-companies-reap-the-benefits-of-growing-mobile-payment-market/print/>.

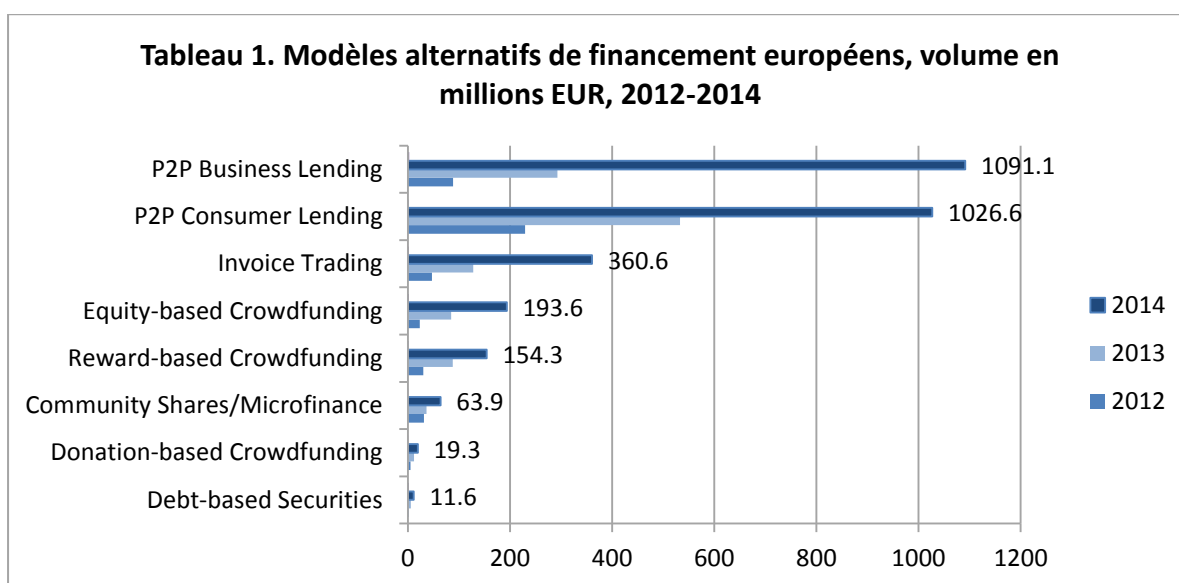
<sup>11</sup> Barclay et al. (1999) a découvert que le volume des ordres d'achat dont les limites étaient proches des cours de négociation avait augmenté après la publication de l'ordonnance de la SEC de 1997.

<sup>12</sup> Voir le Joint Staff Report (2015) « The U.S. Treasury Market on October 15, 2014 » de l'U.S. Department of the Treasury, du Board of Governors of the Federal Reserve System, de la Federal Reserve Bank of New York, de l'U.S. Securities and Exchange Commission et de l'U.S. Commodity Futures Trading Commission, 13 juillet 2015.

[http://www.treasury.gov/press-center/press\\_releases/Documents/Joint\\_Staff\\_Report\\_Treasury\\_10-15-2015.pdf](http://www.treasury.gov/press-center/press_releases/Documents/Joint_Staff_Report_Treasury_10-15-2015.pdf)

propres (croissance de 188 %). En particulier, les financements de prêts par les pairs ont atteint un montant de 2,1 milliards EUR en Europe en 2014. La pénétration des mécanismes alternatifs de financement est extrêmement asymétrique selon les pays, le Royaume-Uni représentant 74.3 % des financements alternatifs en Europe et même un pourcentage supérieur pour certains produits, notamment le financement collectif des créances clients – pour lequel l’activité au Royaume-Uni représente 98 % de l’activité européenne<sup>13</sup>. De même et comme c’est le cas en Europe, le degré d’adoption de ces produits varie considérablement en dehors d’Europe, mais l’auteur n’a pas eu accès à des données internationales systématiques au moment de la rédaction du présent document.

**Tableau 1. Modèles alternatifs de financement européens, volume en millions EUR, 2012-2014**



Source : Calculs OCDE basés sur Wardrop et al (2015) pour le sous-ensemble déclaré de 16 pays européens.

Financements par les pairs de prêts aux entreprises  
 Financements par les pairs de prêts aux particuliers  
 Financements collectifs des créances clients  
 Financements participatifs en fonds propres  
 Financements participatifs assortis de contreparties  
 Financements en fonds propres des projets communautaires/Microfinancements  
 Financements participatifs en don contre don  
 Financements participatifs par souscription de titres de créance

19. Le présent document étudie :

- les financements de prêts par les pairs,
- les financements participatifs en fonds propres,
- les monnaies virtuelles,
- les solutions innovantes de paiement/de change.

<sup>13</sup>

Bien que le financement alternatif se développe rapidement, il ne représente encore qu'une petite fraction de l'ensemble des activités traditionnelles de prêt. Les prêts traditionnels aux entreprises représentaient 189 milliards GBP en 2014 et l'encours des prêts traditionnels non hypothécaires aux particuliers s'élevait à 169 milliards GBP. (Voir Banque d'Angleterre, tableaux A5.2 et A8.1.)



20. Les approches réglementaires de ces produits diffèrent selon les pays et semblent à la fois corrélées à l'existence et au taux de pénétration des nouveaux produits et modèles. En particulier, des cadres réglementaires plus restrictifs semblent empêcher le développement de nouveaux produits et modèles économiques innovants. Certains pays n'ont pas modifié leurs cadres réglementaires pour les adapter aux besoins de nouveaux produits et à leurs risques intrinsèques, ce qui engendre des incertitudes de nature réglementaire pour les innovateurs. D'autres mettent en place de nouvelles structures réglementaires, tout en autorisant entre-temps le développement des produits. L'administration chinoise a par exemple annoncé durant le week-end du 18-19 juillet 2015 sa décision de faire de l'autorité de tutelle bancaire l'organe de supervision des financements de prêts par les pairs en ligne et de l'autorité de tutelle des valeurs mobilières l'organe de supervision des financements participatifs par actions.

21. Le présent document ne prétend pas couvrir l'ensemble des sujets qui méritent que l'on s'y intéresse, comme le « robot-conseil financier », par exemple – une nouvelle activité qui retient l'attention des autorités de tutelle<sup>14</sup>.

### 3.1 *Financement de prêts par les pairs*

22. On parle de financement de prêts par les pairs lorsqu'un emprunteur reçoit directement un prêt financé par différents prêteurs individuels regroupés au sein d'une plateforme commune qui organise le prêt, l'évaluation et la sélection des emprunteurs, le versement des paiements et s'efforce d'obtenir les paiements d'emprunteurs qui n'honorent pas leurs obligations de remboursement à temps. Le rôle classique de prêteur de la banque est ainsi remplacé par une relation directe entre un bailleur de fonds non-bancaire et un emprunteur. La plateforme intermédiaire peut néanmoins servir au traitement des paiements. Les capitaux sont toutefois directement fournis par des individus<sup>15</sup>. Les bailleurs de fonds peuvent être des particuliers, des entreprises ou des institutions, et les emprunteurs des particuliers ou des entreprises. Les plateformes de mise en relation de pairs peuvent se spécialiser dans une certaine mesure, de sorte qu'elles ne fourniront pas toutes des services à tous les types de bailleurs de fonds ou d'emprunteurs. La nature, le rôle et la pénétration du marché du financement par les pairs évoluent rapidement.

23. Dans plusieurs pays, le financement de prêts par les pairs s'est développé à un rythme exceptionnel ces dernières années, notamment en Chine, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Le financement de prêts par les pairs s'adresse à la fois aux particuliers et aux entreprises qui souhaitent emprunter. L'emprunteur (particulier) britannique moyen emprunte 5 471 GBP auprès de 201 prêteurs et l'emprunteur (entreprise) moyen emprunte 73 222 GBP auprès de 796 prêteurs<sup>16</sup>. Les particuliers et les

<sup>14</sup> Voir, par exemple, Medcraft, Greg (2015) « The future of capital markets in a digital age » 15 septembre 2015.

<sup>15</sup> L'une des différences substantielles entre le financement de prêts par les pairs et les prêts bancaires est que les prêteurs des plateformes de financement de prêts par les pairs ne créent généralement pas d'argent car ils prêtent les sommes que les investisseurs ont engagées dans la plateforme et ne peuvent pas prêter des montants supérieurs à ces engagements. Curieusement, malgré un ratio de globalement 1/1 entre les prêts et les dépôts, ils peuvent être tenus de provisionner des capitaux dans certains pays, ou incités à le faire. De façon moins contraignante, ils peuvent être tenus de s'assurer qu'en cas de cessation des activités de l'intermédiaire, il existe une option de sauvegarde raisonnable pour garantir la poursuite de la collecte des paiements au titre des dettes et leur versement aux prêteurs. Pour cela, l'une des conditions essentielles est d'établir des engagements contractuels directs entre les prêteurs et les emprunteurs, même si ceux-ci ne sont pas mutuellement identifiés les uns auprès des autres. Si le financement alternatif se développe pour atteindre un niveau significatif des activités totales de prêt, cela pourrait réduire la création d'argent induite par les activités de prêt et ainsi jouer un certain rôle dans la diminution des liquidités excédentaires au sein des marchés financiers.

<sup>16</sup> Voir Baeck et al. (2014).

entreprises qui empruntent peuvent présenter des profils et avoir des intérêts différents. Par exemple, les particuliers emprunteurs peuvent surtout être intéressés par des taux d'intérêt bas et de ce fait particulièrement attirés par les plateformes de financement par les pairs. À l'inverse, les entreprises peuvent être attirées par des prises de décision rapides alors que les banques sont susceptibles de mettre plus de temps à répondre à leurs demandes. Par exemple, certains intervenants ont profité des effets de la Grande Récession – durant laquelle les grandes entreprises ont commencé à retarder les paiements aux petites entreprises afin de préserver leur trésorerie, et les banques ont durci leurs critères de prêt – en permettant aux entreprises de vendre de façon sélective et confidentielle leurs factures impayées pour augmenter leur fonds de roulement. Bien que connaissant une croissance exponentielle, le financement de prêts par les pairs représente toujours un petit pourcentage des activités totales de prêt. Au Royaume-Uni, Nesta prévoit qu'à la fin 2014, les financements alternatifs représenteront 2.4 % des prêts des banques transnationales aux PME<sup>17</sup>. Le financement de prêts par les pairs est une alternative à des activités plus traditionnelles de crédit, notamment les crédits bancaires. Les PME sollicitent des prêts par l'intermédiaire de circuits non-traditionnels, comme le financement de prêts par les pairs, car elles se sont souvent vues refuser des prêts par les circuits traditionnels. Les résultats d'une enquête sur les PME britanniques montrent que 65 % des PME sollicitant des prêts en ligne ont déclaré avoir de grandes difficultés à obtenir des financements traditionnels<sup>18</sup>. Il existe des disparités substantielles au niveau du volume des financements alternatifs entre les pays. Les travaux de Baeck et al. (2015) indiquent que les opérations de financement alternatif ont totalisé 2.3 milliards EUR au Royaume-Uni en 2014, environ 140 millions EUR en Allemagne et environ 8.2 millions EUR en Italie<sup>19</sup>.

24. L'Autorité de la concurrence et des marchés (CMA) britannique étudie ou a récemment étudié comment le financement de prêts par des pairs pourrait limiter la concurrence<sup>20</sup>. De façon beaucoup plus générale, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni semble particulièrement engagée pour faire en sorte que les réglementations régissant les financements alternatifs soient adaptées à l'usage prévu, avec des dispositions réglementaires personnalisées prévoyant des contrôles réguliers afin de s'assurer que les réglementations applicables sont appropriées aux besoins en matière de politiques publiques. Si l'on en croit les données comparatives, au stade actuel, ce n'est pas au Royaume-Uni que l'on rencontre les obstacles réglementaires les plus significatifs à l'autorisation de l'introduction et du développement des financements alternatifs, mais dans des pays où « des approches conventionnelles et fondées sur la réglementation »<sup>21</sup> sont plus susceptibles d'exister.

### 3.1.1 *Obstacles réglementaires à l'avenir*

25. Pour garantir le succès des financements de prêts par les pairs, les obligations réglementaires devraient inclure, de façon non exhaustive, ce qui suit :

<sup>17</sup> Voir Nesta (2014), *Understanding Alternative Finance*.

<sup>18</sup> Voir Baeck, Collins et Zhang (2014).

<sup>19</sup> On notera que des différences peuvent apparaître dans les données et les méthodes utilisées par différents auteurs pour calculer les niveaux des financements alternatifs au sein d'une économie.

<sup>20</sup> Voir [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/428973/Updated\\_Issues\\_Statement\\_2015.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/428973/Updated_Issues_Statement_2015.pdf), consultez le 5 août 2015.

<sup>21</sup> Voir Bruce Davis dans Wardrop et al. (2015), p.38.

- Faire en sorte que les plateformes de prêts entre pairs soient capables de commercialiser les produits auprès l'ensemble des consommateurs<sup>22</sup>,
- Faire en sorte que les fonds soient bien sécurisés et les consommateurs bien protégés, sans supervision invasive,
- Faire en sorte que les informations sur les notations de crédit soient largement disponibles.

26. Ces questions sont tour à tour abordées dans la suite du document. Il est difficile de déterminer la forme et la réglementation appropriées des financements de prêts par les pairs, et comme pour toutes les activités de prêt, la collecte des créances douteuses soulève des difficultés particulières, tout comme peuvent l'être les incitations des entreprises à faire des prêts sans en considérer dûment les risques<sup>23</sup>.

### 3.1.1.1 Capacité à commercialiser les produits

27. Les entreprises de financement de prêts par les pairs peuvent être confrontées à des limites dans certains pays concernant l'ampleur de la publicité qu'elles peuvent faire auprès des investisseurs pour leurs produits ou des démarches directes auprès des investisseurs ou des emprunteurs. Les analyses des récentes évolutions du marché évoquées plus haut relatives à la protection du consommateur traitent déjà de certains problèmes auxquels la réglementation s'intéresse habituellement. Les obligations de divulgation d'informations peuvent contribuer à réduire davantage certains risques de ces approches, mais si les investisseurs et les emprunteurs parviennent à un accord mutuel meilleur et plus satisfaisant par le biais d'un mécanisme de financement par les pairs qu'au moyen d'autres méthodes plus traditionnelles, il faut se demander quel est le niveau approprié des limites.

28. À cet égard, l'exemple américain apparaît utile. En 2008, la Securities and Exchange Commission (SEC) a imposé aux entreprises de financement de prêts par les pairs d'enregistrer leurs offres comme des valeurs mobilières, en vertu du Securities Act de 1933. À la suite de cela, les deux principaux acteurs du secteur – Prosper et Lending Club – ont temporairement suspendu leurs offres de nouveaux prêts. Après avoir obtenu de la SEC qu'elle accepte que l'on propose aux investisseurs des billets garantis par des paiements reçus au titre des prêts, Prosper et Lending Club ont pu revenir sur le marché, sous réserve de la supervision de la SEC<sup>24</sup>.

### 3.1.1.2 Protection des consommateurs

29. Le secteur a, dans son ensemble, tout intérêt à garantir la protection des consommateurs concernant ses nouveaux modèles<sup>25</sup>, même si cela n'est pas nécessairement dans l'intérêt de chaque opérateur. Par exemple, une stratégie consistant à prêter à des consommateurs à revenu faible et à risque élevé peut initialement générer des profits, mais créer un encours de prêts à risque pour l'avenir. Il peut être nécessaire que la réglementation s'assure que les consommateurs comprennent les risques inhérents aux prêts qu'ils souscrivent afin de prévenir un surendettement des consommateurs incapables de

<sup>22</sup> Imposer aux consommateurs de compléter de longs formulaires avant de recevoir des informations sur l'instrument de prêt réduira leur intérêt.

<sup>23</sup> Pour une illustration de la complexité de la collecte des créances douteuses, voir [http://www.nytimes.com/2015/09/14/business/dealbook/pitfalls-for-the-unwary-borrower-out-on-the-frontiers-of-banking.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2015/09/14/business/dealbook/pitfalls-for-the-unwary-borrower-out-on-the-frontiers-of-banking.html?_r=0).

<sup>24</sup> Voir <http://techcrunch.com/2012/05/29/peer-to-peer-lending-crosses-1-billion-in-loans-issued/>

<sup>25</sup> Comme le montre la création, par un certain nombre d'acteurs majeurs au Royaume, de la « Peer2Peer Finance Association », organisme sectoriel chargé d'établir des normes.

rembourser leurs prêts. À l'inverse, il faut également tenir compte des particularités du secteur dans certaines juridictions – en ce qui concerne, par exemple, l'autorégulation, les attitudes des consommateurs à l'égard du financement de prêts par les pairs et les mécanismes concomitants de protection mis en place par les plateformes elles-mêmes.

### 3.1.1.3 *Notation de crédit*

30. La notation de crédit des particuliers et des entreprises joue un rôle essentiel pour permettre aux emprunteurs d'asseoir leur légitimité et de rechercher des offres de prêt concurrentielles. Il est important que des dispositifs de notation de crédit crédibles, détaillées et efficaces existent pour s'assurer que les consommateurs soient à même de rechercher les meilleures offres concurrentielles de crédit, mais c'est également une condition nécessaire au développement du financement de prêts par les pairs. Les pays dotés de réglementations qui ne créent pas de dispositif de notation de crédit crédibles, détaillées, efficaces et accessibles ne pourront pas bénéficier facilement de l'innovation que représente le financement de prêts par les pairs. Le regroupement d'informations à des fins de notation impose de trouver un délicat compromis entre le respect de la vie privée du consommateur et l'avantage (en définitive acquis au consommateur) de pouvoir disposer de notations de crédit détaillées. Les notations de crédit établies à partir d'informations exhaustives offrent un bon substitut, en particulier lorsque les prêteurs ne disposent pas de connaissances personnelles importantes sur l'emprunteur. Certains pays, comme les États-Unis, ont mis en place une structure réglementaire et des pratiques commerciales qui prévoient la mise à disposition d'informations extrêmement détaillées pour obtenir une notation de crédit « positive ». Dans ce pays, par exemple, lorsque trois grandes entreprises au moins fournissent des informations sur les notations de crédit, les consommateurs qui cherchent à obtenir un prêt ou une carte de crédit peuvent rapidement recevoir des offres et des réponses quasi-instantanées à leurs demandes de crédit. À l'inverse, dans bon nombre d'autres pays, les informations mises à disposition sont beaucoup moins nombreuses (ex : l'encours total de la dette de chaque individu peut être conservé par une banque centrale), mais les informations détaillées sur les comportements de paiement (ou de non-paiement) ne sont pas disponibles. De ce fait, les prêts aux particuliers peuvent nécessiter une documentation substantiellement plus volumineuse dans de tels pays, le temps nécessaire pour obtenir un prêt peut être plus long et les prêts peuvent tout simplement ne pas être accessibles auprès de concurrents autres que la banque de l'individu, en raison de l'insuffisance des informations disponibles.

31. Une nouvelle réglementation européenne relative à la protection de la vie privée pourrait avoir comme conséquence préjudiciable de « désubstantialiser » la notation de crédit détaillée des emprunteurs européens et donc de compliquer la tâche des prêteurs pour distinguer les emprunteurs à faible risque des emprunteurs à haut risque. En particulier, la Directive générale relative à la protection des données de la Commission européenne présente des risques substantiels pour la concurrence dans les activités de prêt « [...] la réglementation proposée imposera aux banques de ne pas faire usage des données qu'elles collectent sur les clients à d'autres fins que celles pour lesquelles elles ont été initialement collectées, sans le consentement explicite du client » (Deloitte, 2015). Alors que les clients à faible risque pourraient être incités à autoriser la collecte de telles données, les recherches préliminaires de Deloitte en France, en Allemagne et au Royaume-Uni indiquent que la très grande majorité des clients refuseraient de donner leur consentement pour cette collecte (Deloitte, 2015, p. 52).

32. De nombreux pays ont en commun qu'ils ne parviennent pas à faire en sorte que les notations de crédit soient efficaces et largement disponibles. Dans un pays, par exemple, une récente étude de l'autorité de la concurrence évoque les limites de deux prétendues agences de notation de crédit, ce qui donne à penser qu'il est essentiel d'avoir accès aux informations et de les diffuser.

33. Parallèlement, des formes nouvelles et originales de notation de crédit se développent, comme le système de notation d'Alibaba en Chine. En tant qu'important opérateur de transactions sur Internet,

Alibaba gère de nombreuses opérations d'achat pour ses clients et établit pour eux des notations de crédit qui peuvent leur être communiquées sur demande. De même, les acteurs les plus innovants du secteur du financement de prêts par les pairs élaborent des mécanismes de notation plus performants et les utilisent comme un avantage comparatif pour leur modèle économique. Par exemple, Upstart utilise un modèle de prévision des revenus fondé sur l'historique des études universitaires et des emplois des personnes, en plus des critères traditionnels d'octroi de crédit, pour élaborer un modèle statistique de la capacité financière de l'emprunteur et de sa propension personnelle à rembourser, modèle sans doute supérieur aux mécanismes traditionnels de notation de crédit. Les banques adoptent de plus en plus ce type de mécanismes.

### 3.2 *Financement participatif en fonds propres*

34. Le financement participatif consiste à faire appel au public pour lever des fonds dans un objectif spécifique. Telle qu'utilisée ici, l'expression fait spécifiquement référence au financement participatif organisé sur des plateformes de financement participatif et qui s'appuie le plus souvent sur les réseaux sociaux pour attirer les investisseurs ou les bailleurs de fonds. Le financement participatif présente un intérêt particulier pour fournir des fonds propres aux PME (y compris les start-ups). Il peut également générer des recettes pour les start-ups par le biais d'un mécanisme de contrepartie, comme la prévente de produits qui seront commercialisés ultérieurement. La présente section porte sur le financement participatif en fonds propres et exclue donc ce mécanisme de contrepartie. La nature, le rôle et la pénétration du marché du financement participatif évoluent rapidement.

35. Le financement participatif en fonds propres peut, dans certains cas, être assimilé au capital-risque à petite échelle. Le taux de succès du capital-risque est faible, ce qui est compensé par des taux de rentabilité moyens attractifs parce qu'un portefeuille d'investissement enregistre occasionnellement des succès grâce à quelques financements d'entreprises dont le retour sur investissement est très supérieur à celui du marché. Dans d'autres cas toutefois, le financement participatif peut s'apparenter bien davantage au financement de fonds propres de PME dont les chances de succès sont élevées (ex : financement pour le développement d'une activité qui a déjà fait ses preuves). Le volume des financements participatifs en fonds propres semble augmenter plus lentement que celui des financements de prêts par les pairs. Les investisseurs providentiels ont de plus en plus recours au financement participatif comme forme d'investissement, ce qui peut estomper les différences entre les diverses formes de financement aux entreprises.

36. Les plateformes de financement participatif sont (actuellement) des sites basés sur Internet qui fonctionnent un peu comme des intermédiaires, permettant à ceux qui cherchent des financements de présenter aux investisseurs leurs projets ou produits. Il est fréquent que les campagnes de placement des produits doivent atteindre, voire dépasser, un niveau minimum d'engagements de financement avant que ceux qui se sont engagés à apporter des fonds ne les fournissent effectivement. Si une campagne n'atteint pas ce seuil minimum, alors le projet n'est tout simplement pas financé du tout.

#### 3.2.1 *Obstacles réglementaires dans le futur*

37. La réglementation du financement participatif (et du financement par les pairs) se justifie par l'existence de différents risques. Il s'agit notamment des risques<sup>26</sup> :

- d'échec du projet,
- de défaillance de la plateforme,

<sup>26</sup> Voir OCDE (2014), pp 10-11.

- de fraude,
- d'absence d'option de sortie, et
- de fixation d'une valeur inappropriée pour la nouvelle activité.

38. Le compromis entre ces risques et les avantages potentiels du financement participatif fait apparaître au moins trois obstacles réglementaires spécifiques liés au développement du financement participatif en fonds propres. Il s'agit :

- des règles limitant les offres publiques (et notamment leur publicité),
- des règles imposant aux investisseurs de disposer, de façon bien précise, d'un patrimoine important et d'une connaissance approfondie de l'investissement, et
- d'obligations de prudence et de diligence concernant l'offre.

39. Les pays de l'OCDE sont déjà dotés de règles concernant les offres publiques de valeurs mobilières. Ces règles ont en général été adaptées aux offres à grande échelle principalement et imposent de nombreuses restrictions à la vente d'actions aux investisseurs. L'émission d'actions sous une forme approuvée par les autorités de tutelle des valeurs mobilières induit par exemple des coûts fixes élevés. Ces coûts fixes ont effectivement limité les offres publiques aux opérations à grande échelle et exclu la participation de nombreuses PME à des offres publiques d'ampleur. Au motif que les grands investisseurs sont plus susceptibles de juger et de diversifier de façon appropriée leurs investissements, les règles peuvent autoriser la commercialisation de nouvelles émissions auprès d'investisseurs importants et sophistiqués uniquement, le plus souvent sans tenir compte de l'ampleur totale de l'offre ou du montant collecté auprès des investisseurs particuliers. Les petits investisseurs ne répondent pas, en majorité, aux critères des investisseurs importants et sophistiqués, de sorte que les réglementations standards régissant les fonds propres empêchent bon nombre d'investisseurs de participer à ce type d'opération. Si ces réglementations peuvent s'avérer appropriées pour les offres de financement à grande échelle, et fournir une protection substantielle contre les offres frauduleuses et trompeuses, les décideurs reconnaissent de plus en plus les limites imposées par ces réglementations. En particulier, certains investisseurs sont non seulement exclus d'une catégorie de produits, mais les coûts élevés d'enregistrement empêchent effectivement un grand nombre d'entreprises désireuses de proposer au public une offre d'actions de taille plus modeste de le faire. La conséquence de cette situation est qu'alors qu'un certain nombre d'entreprises de financement participatif interviennent sur différents marchés, elles gèrent en fait principalement un système de compensation fondé sur un mécanisme de contrepartie plutôt qu'un système de financement en fonds propres<sup>27</sup>. Cela étant, le financement participatif en fonds propres s'est récemment développé en Europe et l'on estime, par exemple, que 82.6 millions d'euros ont été mobilisés par des plateformes de financement participatif en fonds propres en Europe (hors Royaume-Uni) en 2014 – dont 29.8 millions d'euros en Allemagne, 18.9 millions d'euros en France, 11.1 millions d'euros aux Pays-Bas et 10.5 millions d'euros en Espagne – contre 18.4 millions d'euros en 2012. À lui seul, le Royaume-Uni écrase le reste du continent avec des financements participatifs en fonds propres évalués à 111 millions d'euros en 2014 (Waldorf, 2015).

40. Conscients de l'intérêt potentiel du financement participatif tout en le mettant en balance avec les risques substantiels de voir les investisseurs surinvestir sur un produit sans se diversifier, les pouvoirs publics s'orientent de plus en plus vers l'introduction de règles adaptées afin que le financement participatif en fonds propres puisse fonctionner sans restrictions indues. Aux États-Unis par exemple, le

---

<sup>27</sup> Celles-ci incluent IndieGoGo (fondé en 2008), Kickstarter (fondé en 2009) et d'autres.

JOBS Act a été voté en 2012. Cette législation a limité les règles de publicité pour les émissions d’actions et son Titre II (entré en vigueur en septembre 2013) autorise la publicité auprès du public pour lever de fonds. Cette loi continue toutefois de limiter le droit d’investir à des « investisseurs accrédités », lesquels sont définis comme gagnant plus de 200 000 dollars par an, ayant un patrimoine net supérieur à 1 million de dollars ou détenant des actifs supérieurs à 5 millions de dollars. Le Titre IV/Réglementation A+ entré en vigueur en juin 2015 résout ce dilemme en ouvrant l’accès aux investisseurs non-accrédités et en autorisant les collecteurs de fonds à sonder le terrain concernant les intérêts avant de finaliser leur offre (selon des critères appropriés). Toutefois, un certain nombre de problèmes pourraient subsister au niveau du recours à cette procédure, notamment le coût toujours élevé de la préparation de l’offre estimé à environ 100 000 dollars, et le maintien de l’obligation d’obtenir l’approbation de la SEC – procédure d’une durée moyenne de semble-t-il 300 jours entre 2012 et 2014. Par conséquent, pour une entreprise qui lève des fonds, il reste plus rapide et moins onéreux de le faire en vertu de la précédente Réglementation D visant les investisseurs accrédités (ce qui exclut donc le grand public) et au titre de laquelle plus de 1 000 milliards de dollars ont été mobilisés pour la seule année 2014<sup>28</sup>. Il semble que les petites entreprises américaines qui ne peuvent supporter les frais de dossier de la SEC et les frais de dossier d’État aient connu plus de difficultés que les grandes entreprises pour mobiliser des fonds par le biais de l’émission d’actions. Cette situation pourrait évoluer à l’avenir grâce à de nouvelles règles plus adaptées pour les émissions de petite taille.

41. Au niveau international, un certain nombre d’approches différentes ont été adoptées concernant le financement participatif en fonds propres, y compris les suivantes<sup>29</sup> :

- **Australie** – En mai 2014, le Corporations and Market Advisory Committee (CAMAC) a adopté une réglementation spécifiquement axée sur le financement participatif en fonds propres. Les principales restrictions sont que les émetteurs sont assujettis à une limite de collecte de fonds de 5 millions de dollars australiens par période de 12 mois, et que les investisseurs sont limités à un investissement de 2 500 dollars australiens par émetteur, et de 10 000 dollars australiens au total par période de 12 mois.
- **Autriche** – L’Autriche vient juste d’adopter une réglementation sur le financement participatif en fonds propres.
- **Belgique** – La Belgique a adopté une législation spécifique qui a étendu la dispense de prospectus aux offres publiques de financement participatif. En outre, certains intermédiaires bénéficiant d’une dispense pour « financement participatif » ne seront pas tenus d’obtenir préalablement un agrément de société d’investissement.
- **Canada** – Le financement participatif était légal au Canada en vertu de deux dispenses de prospectus déjà existantes, l’une autorisant de cibler les particuliers fortunés et l’autre concernant la vente de valeurs mobilières sur Internet. En mai 2015, six autorités de tutelle des valeurs mobilières de provinces (Colombie-Britannique, Saskatchewan, Manitoba, Québec, Nouveau-Brunswick et Nouvelle-Écosse) ont annoncé l’application de deux dispenses supplémentaires fortement harmonisées pour le financement participatif en fonds propres. Ces dispenses autorisent les start-ups et les jeunes entreprises à lever des capitaux sans devoir se conformer à l’obligation de publication d’un prospectus et à celle relative à l’inscription en tant que courtier. Ces nouvelles dispenses ne sont accessibles qu’aux jeunes entreprises et non aux plus grandes qui

<sup>28</sup> Voir Basenese, Louis (2015) « SEC finally okayed crowdfunding for masses? » Wall Street Daily, 8 avril. <http://www.wallstreetdaily.com/2015/04/08/crowdfunding-regulation-a-plus/>

<sup>29</sup> Voir Waldorf (2015) ; European Crowdfunding Network (2014) ; Commission européenne (2014).

distribuent actuellement des valeurs mobilières en tant qu'émetteurs assujettis. L'Ontario devrait leur emboîter le pas en adoptant ses propres réglementations à l'automne 2015.

- **Règles pour l'ensemble de l'UE** – Les investissements sollicitant le public ou l'acte d'offre publique sont réglementés par la Directive relative au prospectus<sup>30</sup>. Cette directive harmonise l'élaboration, l'approbation et la distribution du prospectus lorsque que des valeurs mobilières sont offertes au public dans l'UE. Elle prévoit une dispense harmonisée pour les offres ne dépassant pas 100 000 euros et autorise chaque État membre à appliquer un régime national spécifique pour les offres comprises entre 100 000 euros et 5 millions d'euros. Ainsi, des régimes nationaux différents se sont développés entre le seuil de dispense de prospectus pour une offre de 100 000 euros applicable à l'ensemble de l'UE et le régime harmonisé du prospectus complet pour une offre supérieure à 5 millions d'euros.
- **France** – Les autorités de tutelle françaises – AMF et ACPR – ont publié en octobre 2014 des règles et réglementations pour le financement participatif en fonds propres et le financement de prêts par les pairs. La coopération avec un partenaire détenteur d'une autorisation d'exercer adaptée émise par les autorités nationales dispense généralement la plateforme de financement participatif d'obtenir elle-même une telle autorisation. Outre cette obligation de conformité, la France a également instauré une autorisation allégée pour les opérateurs du secteur du commerce électronique qui acceptent des fonds récupérables ou des fonds que l'on peut autrement considérer comme assujettis à ces réglementations. Les plateformes de financement participatif en fonds propres peuvent en outre bénéficier d'une autorisation spécifique qui comprend également une autorisation limitée pour traiter les paiements. La France a récemment instauré une autorisation limitée pour ceux qui fournissent des conseils dans le cadre du financement participatif (donc pour ceux qui gèrent une plateforme). La nouvelle réglementation spécifique au financement participatif a également instauré un régime de prospectus allégé pour les sollicitations auprès du public de montants allant jusqu'à 1 million d'euros effectuées par le biais de plateformes réglementées de financement participatif.
- **Allemagne** – Le financement participatif en fonds propres est légal en Allemagne depuis un certain temps. Les grandes plateformes ont utilisé un instrument de type mezzanine appelé *Partiarisches Nachrangdarlehen* – ou titre de créance participatif subordonné. Cet instrument permet aux investisseurs de participer au bénéfice de l'emprunteur. Cette forme de titres de créance subordonnés est jusqu'à présent dispensé de la publication d'un prospectus, et du coût substantiel associé, dans la mesure où l'intérêt n'est versé qu'en cas de bénéfice.

Les réglementations publiques récemment adoptées – qui sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2015 – ont comblé cette lacune et parallèlement instauré une dispense pour les plateformes de financement participatif en ligne. La dispense proposée permet de publier des projets de financement participatif d'un montant allant jusqu'à 1 million d'euros sans prospectus pour les investisseurs, pour autant que l'investissement de chaque investisseur ne dépasse pas 1 000 euros. Cette dispense est limitée aux titres de créance subordonnés. Les réglementations prévoient également la publication d'une brochure d'information sur les produits d'investissement (*Vermögensanlagen-Informationsblatt*) – et recommandent que celle-ci soit signée manuellement par l'investisseur et lui soit adressée par courrier. Les réglementations établissent par ailleurs des règles régissant la publicité sur les projets de financement participatif en ligne.

- **Italie** – L'Italie a récemment adopté une « loi sur le financement participatif » spécifique qui est applicable aux plateformes de financement participatif. En vertu de cette loi, ces plateformes sont

---

<sup>30</sup>

Directive 2003/71/CE.



tenues, pour pouvoir être inscrites sur un registre spécial, de se conformer à un certain nombre de critères assez similaires à ceux normalement imposés aux intermédiaires intervenant sur les marchés financiers. L'une des dispositions très spécifiques est que seules les start-ups innovantes peuvent utiliser les portails de financement participatif en fonds propres et que ces start-ups n'aient pas été en activité depuis plus de 48 mois avant de lancer une campagne de levée de fonds. En outre, leur chiffre d'affaires ne doit pas dépasser 5 millions d'euros par an et elles ne doivent pas avoir distribué de dividendes dans le passé. Avant qu'une offre d'actions puisse être promue par le biais d'une plateforme de financement participatif en fonds propres, il faut que 5 % de celle-ci soient souscrits par des investisseurs professionnels (un fonds de capital-risque par exemple), un établissement de crédit, un établissement financier dédié à l'innovation et au développement ou un incubateur.

- **Japon** – Le Japon a adopté des réglementations sur le financement participatif en mai 2015. Le montant maximum des capitaux susceptibles d'être levés est de 100 millions de yen par campagne et un investisseur individuel ne peut investir plus de 500 000 yen par an. L'une des caractéristiques essentielles de la réglementation est que toutes les données doivent être transparentes et les investisseurs informés des risques encourus.
- **Pays-Bas** – Bien qu'il n'existe pas de réglementation spécifique régissant le financement participatif aux Pays-Bas, à l'heure actuelle 30 entreprises disposent d'une autorisation ou d'une dispense pour proposer des produits financiers par l'intermédiaire de plateformes en ligne, dans le respect des réglementations financières existantes. Les investisseurs ne sont pas autorisés à investir dans plus de 100 projets, plus de 20 000 euros en actions par l'intermédiaire d'une plateforme en ligne ou plus de 40 000 euros en titres de créance. Les projets sollicitant plus de 2.5 millions d'euros sont tenus de publier un prospectus.
- **Portugal** – En juillet 2015, le Parlement portugais a approuvé un cadre juridique pour l'investissement en ligne en vertu duquel les plateformes de financement participatif devront être enregistrées auprès de l'autorité de tutelle des marchés financiers. Pour l'heure, aucune limite spécifique n'a été fixée pour les investisseurs, mais le cadre juridique laisse à l'autorité de tutelle la responsabilité de décider du plafond des investissements (par offre et au total), avec la possibilité de distinguer les investisseurs particuliers des investisseurs des professionnels.
- **Espagne** – L'Espagne ne considère généralement pas les activités des plateformes de financement participatif comme des activités nécessitant une autorisation. Toutefois, une législation spécifique a été adoptée concernant le financement participatif. Celle-ci limite le recours au financement participatif en fonds propres et en titres de créance à 2 millions d'euros au maximum par projet (lorsque des investisseurs non-accrédités participent à ces financements) et à 5 millions d'euros (lorsque que seuls les investisseurs accrédités sont autorisés à y participer). Cette législation limite le montant que chaque investisseur non-accrédité peut investir.
- **Royaume-Uni** – Le Royaume-Uni n'est pas doté d'une réglementation spécifique régissant le financement participatif en fonds propres. L'autorité de tutelle britannique a néanmoins largement partagé son point de vue sur ce type de financement. Les plateformes de financement participatif en fonds propres sont généralement considérées comme fonctionnant dans le respect des obligations imposées aux activités réglementées. Bien que certaines plateformes aient fait valoir qu'elles exerçaient une activité exonérée de ces obligations, la politique de l'autorité de tutelle consiste à assujettir la plupart des plateformes de financement participatif en fonds propres au régime réglementaire.

42. Selon l'OICV, un certain nombre d'organismes gouvernementaux ont engagé ou achevé dès 2014 des consultations sur la réglementation du financement participatif dont beaucoup sont à l'origine des réglementations susmentionnées. Il s'agit notamment<sup>31</sup> :

- Australie : Corporation and Markets Advisory Committee : « Crowed-Sourced Equity Funding »,
- Banque de France : « Un nouveau cadre pour faciliter le développement du financement participatif »,
- Commission européenne : Le financement participatif en Europe – « Quelle serait la valeur ajoutée d'une potentielle action de l'UE ? »,
- Financial Conduct Authority (UK) : Document de consultation : « The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities) »,
- Commission des valeurs mobilières de l'Ontario : « Exempt market review, staff consultation paper, considerations of new capital raising prospectus exemptions »,
- Securities and Exchange Commission (U.S.) : « Proposed rules on crowdfunding ».

43. Les pouvoirs publics peuvent avoir des approches extrêmement différentes du financement participatif en fonds propres selon les pays. Il semble cependant qu'une place de plus en plus importante soit accordée aux investissements de faible montant par les petits investisseurs, sous réserve que ces derniers soient conscients des risques qu'ils encourent et qu'ils n'investissent qu'un petit pourcentage de leurs actifs dans ces produits incertains<sup>32</sup>.

### 3.3 *Monnaies virtuelles*

44. La monnaie virtuelle, parfois appelée crypto-monnaie, est une réserve de valeur négociable entre utilisateurs<sup>33</sup>. Bien que le Bitcoin soit la monnaie de ce type la plus connue, il en existe plus d'une centaine d'autres<sup>34</sup>. En février 2015, la BCE estimait la valeur cumulée des monnaies virtuelles dans le monde à environ 3.3 milliards d'euros et les travaux de Bohme et al (2015) l'estimaient à 3.5 milliards de dollars.

45. Les négociations de ces monnaies ont lieu sur des « marchés » spécialisés sur Internet et l'échange de monnaie virtuelle sert souvent au paiement de biens du monde réel. Les caractéristiques distinctives des monnaies virtuelles sont que :

---

<sup>31</sup> Voir Kirby et Worner (2014).

<sup>32</sup> Les observateurs noteront que le niveau des restrictions imposées aux investissements en fonds propres des petits investisseurs peut apparaître incohérent au regard de l'autorisation accordée par les pouvoirs publics aux activités de jeux dont la rentabilité escomptée est négative et qui peuvent également détruire le bien-être financier des personnes.

<sup>33</sup> La BCE (2015) définit une monnaie virtuelle comme « une représentation numérique de valeur, non utilisée par une banque centrale, un établissement de crédit ou un établissement de monnaie électronique, qui peut dans certains cas être utilisée comme une alternative à la monnaie ».

<sup>34</sup> Les travaux de Gandal et Halaburda (2014) suggèrent que la concurrence sur le marché de la monnaie numérique ne se traduira pas par un phénomène de « gagnant unique » (une monnaie numérique évinçant toutes les autres), malgré l'existence d'importants effets de réseau pour la monnaie numérique la plus prisée initialement. S'il peut y avoir au début d'importants effets de réseau qui favorisent une monnaie, ces effets finiront par s'estomper car le rôle de la monnaie comme actif financier (par opposition à son rôle de moyen d'échange) devient plus important.

- elles font l'objet d'une émission limitée (et souvent de moyens spécifiques pour augmenter le montant de monnaie disponible),
- elles utilisent des techniques électroniques pour sécuriser des transactions qui,
  - d'une part, fournissent une confirmation publique de la propriété de chaque unité en suivant l'historique entier de la propriété (dans une « chaîne de bloc ») pour s'assurer qu'une unité de monnaie virtuelle ne peut pas être vendue plusieurs fois par son propriétaire, et
  - mais, à l'inverse, ne communiquent pas nécessairement publiquement l'identité complète du négociateur.

46. Contrairement aux monnaies émises par les pays, les monnaies virtuelles ne sont pas pleinement garanties par la bonne foi et le crédit de l'État, et ne sont pas non plus régies par une réglementation limitant les activités (ex : empêchant légalement la création soudaine de plus de monnaie). Toutefois, dans la mesure où un acheteur anticipe que les autres accepteront la monnaie virtuelle comme une réserve de valeur, il peut vouloir l'acheter.

47. L'existence de réserves de valeur non-étatiques ne date pas d'aujourd'hui. Les « miles » des compagnies aériennes sont un exemple très fréquemment cité ces derniers temps. L'une des principales différences entre ces réserves de valeur et les monnaies virtuelles tient à la facilité avec laquelle ces dernières peuvent être converties en monnaies ayant cours légal par le biais, principalement mais pas exclusivement, d'un certain nombre de marchés et de plateformes de négociation qui exécutent cette conversion.

48. Les monnaies virtuelles fournissent une alternative au numéraire et aux autres monnaies émises par les pays. Leur volume est plus faible que celui de la monnaie-papier et elles sont plus sûres. Les propriétaires d'une monnaie virtuelle peuvent gagner de l'argent à la fois à partir de la monnaie déjà émise et en émettant eux-mêmes de la monnaie.

49. Du fait de l'anonymat apparent des transactions, certains utilisateurs de monnaies virtuelles ont participé à des activités indues et illicites, notamment le blanchiment d'argent et le transfert de valeur pour des biens illicites. Ainsi, certains États ont cherché à prendre des mesures qui excluent effectivement leur utilisation en tant que monnaie. Ces activités offrent aux pouvoirs publics une occasion explicite et implicite de déclarer les monnaies virtuelles illicites<sup>35</sup>.

50. La vision des monnaies virtuelles comme un moyen permettant de réaliser des transactions frauduleuses est peut-être due à la perception très fréquente de motifs indus sous-tendant le recours à ces monnaies, laquelle provient à son tour de l'anonymat apparent intégré au système. En réalité toutefois, le numéraire est probablement un moyen beaucoup plus anonyme pour transférer de la valeur que les monnaies virtuelles. Même si les noms et adresses réels des détenteurs de monnaies virtuelles ne sont pas publiquement diffusés, la chaîne de propriété de la monnaie virtuelle l'est. Si les autorités en charge de l'application des lois identifient à un moment donné ces noms et adresses, elles disposent d'un mécanisme efficace qui permet de suivre l'ensemble des chaînes de transfert de valeur, ce qu'il serait impossible de faire s'agissant du numéraire. Les arguments retenus contre l'anonymat de la monnaie virtuelle pourraient donc être beaucoup plus fragiles que des arguments comparables contre le numéraire.

<sup>35</sup> Même si une monnaie virtuelle n'est pas déclarée illicite, le débat sur la possibilité de rendre une monnaie virtuelle illicite fragilise la confiance mutuelle dans la valeur future de ladite monnaie, laquelle est nécessaire pour que les deux parties à la transaction considèrent la monnaie virtuelle comme une réserve de valeur.

51. Les pouvoirs publics peuvent être particulièrement soucieux de s'assurer que les monnaies virtuelles ne supplantent pas les monnaies qu'ils émettent, des inquiétudes ayant été exprimées à cet égard. Selon celles-ci, si les monnaies virtuelles venaient à supplanter de façon importante le numéraire, la capacité de la banque centrale à conduire la politique monétaire pourrait être mise en danger et le seignuriage<sup>36</sup> lié à l'émission de monnaie en être réduit. Cependant, les travaux de Blundell-Wignall (2014) soutiennent que les monnaies virtuelles ne peuvent pas affaiblir la capacité des banques centrales à conduire la politique monétaire tant que les impôts sont payés dans la monnaie ayant cours légal, ce qui impose par conséquent aux banques « d'être capables d'effectuer leurs opérations de compensation auprès de la banque de l'État, principalement la banque centrale ». En outre, le remplacement de la monnaie légale par une monnaie virtuelle ne semble actuellement pas être un risque réel, le degré de la confiance publique à l'égard de la seconde étant limité. Cela dit, dans la mesure où l'on choisit une autorité de tutelle pour régir les monnaies virtuelles à l'avenir, la question se pose de savoir s'il faudrait ou non confier aux banques centrales le rôle de réglementer la monnaie virtuelle ou si d'autres organismes – dont l'intérêt financier pour les effets de la réglementation est moins direct – seraient plus appropriés<sup>37</sup>. Alors que les banques centrales et les ministères des Finances sont susceptibles d'avoir un intérêt à conserver le seignuriage, ces entités peuvent en revanche exploiter leur solide expérience en matière de supervision de la monnaie.

### 3.3.1 *Obstacles réglementaires à l'avenir*

52. L'utilisation de la monnaie virtuelle induit des risques réels. Les marchés peuvent être victimes d'infractions entraînant le vol de monnaie virtuelle. Si les personnes perdent leurs actifs et s'appauvrissent, les pouvoirs publics pourraient devoir indemniser plus de monde qu'ils n'auraient autrement à le faire. Pour garantir le succès et le développement des monnaies virtuelles, des règles seront nécessaires qui « prévoient des directives claires d'enregistrement et des règles relatives à l'obligation de connaître son client »<sup>38</sup>. Le rejet de la monnaie virtuelle comme monnaie – tel qu'on l'a connu en Chine, en Allemagne, en France, en Corée et en Thaïlande – rendra de toute évidence son développement difficile. De surcroît, là où les monnaies virtuelles sont autorisées, on estime à trois seulement sur 10 000 le nombre de commerçants qui les acceptent<sup>39</sup>.

53. Si l'on encourage la concurrence des monnaies virtuelles, il sera nécessaire d'identifier clairement les monnaies virtuelles comme des monnaies. Le Royaume-Uni a pris une position à l'égard des monnaies virtuelles qui les exonèrent de TVA, les traitant par conséquent en soi comme des monnaies et non comme des biens ou des services. Parallèlement, le Royaume-Uni impose que les monnaies virtuelles soient assorties des mécanismes pour prévenir le blanchiment d'argent. D'après un article du 4 août 2015,

<sup>36</sup> Le seignuriage correspond à la valeur acquise par les institutions qui émettent une monnaie. C'est un puissant générateur de revenus, en particulier dans les juridictions dans lesquelles les utilisateurs étrangers sont tributaires de la monnaie pour les transactions sans restitution de la monnaie à l'émetteur.

<sup>37</sup> La BCE (2012) indique que les régimes de monnaie virtuelle « sont effectivement du ressort de la responsabilité des banques centrales du fait de caractéristiques communes avec les systèmes de paiement, d'où il est au moins nécessaire d'examiner leur développement et d'établir une évaluation initiale ». La question de juridiction pour les monnaies décentralisées fonctionnant indépendamment du contrôle de l'État pourrait nécessiter une coopération internationale (p.42).

<sup>38</sup> Voir Blundell-Wignall (2014), p. 11. On notera que les règles relatives à l'obligation de connaître son client imposent aux établissements financiers de s'assurer que les clients qui réalisent des transactions avec eux sont réellement les personnes qu'elles prétendent être.

<sup>39</sup> Voir BCE (2015).

le Sénat australien devrait annoncer que les crypto-monnaies seront considérées comme des monnaies en Australie<sup>40</sup>. À l'inverse, l'U.S. Internal Revenue Service a publié une directive qui considère les monnaies virtuelles comme un bien<sup>41</sup>. La question de la détermination du statut fiscal approprié des monnaies virtuelles devra être réglée à l'avenir.

### 3.4 Solutions innovantes de paiement/de change

54. Certaines juridictions ont connu des évolutions substantielles des coûts de paiement et de conversion des monnaies. Aux fins du présent document, les paiements peuvent être des paiements d'un particulier à un commerçant ou à un autre individu (y compris les paiements transfrontaliers qui correspondent à des transferts ou des opérations de change). Au cours des dernières années, différentes applications téléphoniques ont été développées pour effectuer des paiements. Le système M-Pesa, par exemple, permet d'effectuer des paiements à des commerçants et les volumes traités par ce système ont beaucoup augmenté en Afrique, comme pour d'autres prestataires de systèmes de paiement. Au Royaume-Uni, Paym a été lancé en avril 2014 et permet aux clients de transférer des fonds de comptes ouverts dans des banques participantes par le biais des téléphones mobiles. Barclays a introduit le système PingIt au Royaume-Uni. En France, Orange a lancé OrangeCash en février 2014 et Vodaphone a mis en service M-Pesa dans différents pays européens<sup>42</sup>. Ces services jouent un rôle important car ils pourraient réduire, à court ou long terme, le rôle clé des banques et des cartes de paiement pour les transactions impliquant un paiement.

55. La réglementation peut avoir un impact substantiel sur le succès des systèmes innovants de paiement. En particulier, les principales questions sont de savoir si le prestataire de services de paiement est considéré comme une banque et comment l'accès aux fonds conservés à la banque est assuré par l'intermédiaire du système financier existant. Alors que l'accès au système de paiement traditionnel est essentiel pour les paiements mobiles dans certains pays, dans d'autres, le système peut être considéré comme gérant un réseau autonome de petite taille pour les dépôts et les retraits de numéraire. Le numéraire peut être versé chez M-Pesa, dans un magasin adhérent à M-Pesa (ex : une petite épicerie locale), puis transféré à une personne qui le retirera dans un autre magasin. En 2012, le réseau kenyan de M-Pesa a mis en relation plus de 37 000 intermédiaires dotés d'un système de paiement mobile et 25 banques pour le compte de 15 millions de clients actifs.

56. Les opérateurs de systèmes de paiement comme M-Pesa pourraient soutenir qu'ils ne devraient pas être traités comme des banques car ils ne sont pas significatifs au plan systémique, n'ont pas accès aux financements de la banque centrale, ne créent pas d'argent, ne traitent que des sommes modestes et ne transfèrent que des montants déjà déposés. En dépit du fait que dans certains pays, comme le Kenya, M-Pesa fournit principalement ses services à la communauté non-bancaire, les banques pourraient à l'inverse faire valoir que dans la mesure où M-Pesa fournit bon nombre de services identiques aux leurs, l'opérateur devrait être réglementé comme tel.

57. Les récentes évolutions des mécanismes de paiement englobent notamment l'introduction de ce que l'on appelle des « porte-monnaie électroniques ». Les porte-monnaie électroniques sont des dispositifs qui permettent à un consommateur d'effectuer un paiement autrement que par carte de paiement traditionnelle (comme Visa, MasterCard, JCB), mais qui peuvent être liés aux cartes d'un individu. La

<sup>40</sup> Consulté le 5 août 2015. <http://www.ibtimes.co.uk/bitcoin-deemed-regular-currency-by-australian-senate-committee-1514009>.

<sup>41</sup> Voir <http://www.irs.gov/uac/Newsroom/IRS-Virtual-Currency-Guidance>.

<sup>42</sup> Consulté le 5 août 2015. <http://www.fiercewireless.com/europe/story/vodafone-brings-m-pesa-mobile-payment-service-europe/2014-03-31>.

pénétration des porte-monnaie électroniques dans la région Asie/Pacifique est beaucoup plus développée que dans d'autres régions, ceux-ci servant à 23 % des paiements électroniques et représentant même 44 % d'entre eux en Chine<sup>43</sup>. L'utilisation des porte-monnaie électroniques dans les magasins reste pour l'instant beaucoup moins fréquente. Apple Pay, Google Wallet et PayPal aux États-Unis et en Europe, Osaifu-Keitai de NTT DoCoMo (et son porte-monnaie mobile lancé en 2004) au Japon et Alipay en Chine sont des exemples de porte-monnaie électroniques<sup>44</sup>. En définitive, si les propriétaires de ces services atteignaient un large réseau de commerçants, on peut imaginer qu'ils pourraient contourner les réseaux de cartes de paiement contrôlés par les banques.

58. L'une des autres évolutions du secteur du paiement qui se développe rapidement concerne les opérations de change entre pairs. Dans son expression la plus simple, cette forme de paiement intervient lorsqu'une personne détenant des devises d'un pays A désireuse d'obtenir des devises d'un pays B est mise en relation (*via* une plateforme Internet, par exemple) avec une personne qui souhaite échanger des devises du pays B contre des devises du pays A. Les petites entreprises et les particuliers notamment peuvent avoir des difficultés à profiter de taux de change proches du taux réel. Pour les monnaies converties sur le marché intermédiaire, des taux de commission effectifs de 3 % (et du double si l'on considère les deux côtés de la négociation) ne sont pas rares. Ces taux peuvent être réduits jusqu'à 0.2 %/1 % si l'on a recours à une plateforme de change entre pairs pour la transaction. La difficulté est alors de savoir comment déterminer le taux de base approprié pour une opération de change. Une solution consiste à adopter le taux de référence annoncé pour les transactions de grande ampleur. Une autre serait de mettre en relation les parties en fonction des taux affichés qu'ils offrent pour l'achat ou la vente d'une monnaie. Quelle que soit la base utilisée pour déterminer la juste valeur de l'opération, l'existence de solutions de négociation qui mettent en relation des acheteurs et des vendeurs peut présenter des avantages substantiels car ces solutions réduisent les coûts frictionnels autrement susceptibles d'empêcher le développement des échanges transfrontaliers.

#### 3.4.1 *Obstacles réglementaires à l'avenir*

59. Les obstacles réglementaires aux porte-monnaie mobiles et aux opérations de change entre pairs concernent la manière de gérer les réglementations relatives à l'obligation de connaître son client, la manière de garantir la protection des fonds des consommateurs et la question de savoir si les banques doivent jouer un rôle dans de tels systèmes.

60. Les règles relatives à l'obligation de connaître son client contribuent à limiter les fraudes, le blanchiment d'argent et le financement d'activités criminelles. Ces règles sont également susceptibles de rendre le fonctionnement des systèmes de paiement non-bancaires plus difficile. La question se pose de savoir si les mêmes obligations de connaître son client doivent s'appliquer à l'envoi de 20 dollars comme à celui de 10 000 dollars. Pour M-Pesa, le Kenya était doté d'un système basé sur la carte d'identité nationale qui facilitait l'application des règles relatives à l'obligation de connaître son client, et les autorités considéraient ce système comme suffisant. Pour les opérations de change transfrontalières, il pourrait être particulièrement difficile de garantir le respect de ces règles. Le fardeau réglementaire qui sera généré par ces règles pourrait inciter davantage les clients qui anticipent d'être des clients fréquents, comme les petites entreprises ou les expéditeurs de fonds réguliers, à participer au système, tout en créant des obstacles pour les individus effectuant des opérations de change ponctuelles.

61. Les banques peuvent considérer les systèmes de paiement susceptibles de contourner les systèmes bancaires (et de réduire les profits bancaires générés par les cartes de paiement) comme une menace concurrentielle. En l'absence de réglementation, les banques pourraient chercher à limiter l'accès

<sup>43</sup> Voir WorldPay, 2013, comme mentionné dans Deloitte 2015.

<sup>44</sup> Voir Deloitte (2015).

aux comptes des clients qui pourrait être nécessaire pour que certains dispositifs de paiement non-bancaires puissent fonctionner ou que certaines opérations de change non-bancaires puissent être effectuées. Il pourrait en particulier être souhaitable que les systèmes de paiement mobile ne soient pas tenus de s'affilier aux banques, notamment lorsque les autorités de tutelle sont convaincues que les établissements non-bancaires concernés qui gèrent des dispositifs de paiement garantissent une traçabilité, une vérification et une sécurité satisfaisantes des fonds des clients<sup>45</sup>.

#### 4. Faire en sorte que la réglementation n'entrave pas l'innovation de façon indue

62. La présente section a pour objet de fournir des données probantes informelles de l'effet de la réglementation sur le succès des produits innovants ainsi que des exemples de réglementations qui semblent promouvoir ce succès.

63. Imaginons, par exemple, qu'une réglementation existante impose que seules les banques puissent avoir accès au système de paiement et tenir les « comptes » des clients, alors les systèmes de paiement fondés sur la téléphonie mobile pourraient devoir fonctionner par l'intermédiaire des banques et n'auraient pas la possibilité d'établir des systèmes d'exploitation réellement indépendants. Pour les services de paiement mobile en Afrique orientale, le déploiement des systèmes de paiement mobile a été marqué par des disparités significatives dans certains pays, du fait de réglementations assez différentes. Au Kenya et en Ouganda par exemple, 17.8 millions et 2.1 millions de clients, respectivement, avaient souscrit en 2011-12 à des systèmes de paiement mobile, le ratio souscriptions à des systèmes de paiement mobile/souscriptions à des abonnements de téléphonie mobile étant de 71 % et 13 % respectivement<sup>46</sup>. En Ouganda, une approche réglementaire a été adoptée qui privilégiait l'extension de la réglementation bancaire aux services de paiement mobile, et ne permettait initialement qu'à une [seule ?] banque de conclure un partenariat avec un [seul ?] opérateur de téléphone mobile. Au Kenya, à l'inverse, l'entreprise la plus importante en terme de parts de marché (M-Pesa) s'est développée comme une entreprise qui *n'était pas* basée sur un [tributaire d'un ?] partenariat bancaire, mais sur la base d'un concept de banque indépendante sans succursale assortie de petits commerçants acceptant et remboursant des fonds au titre des transactions.

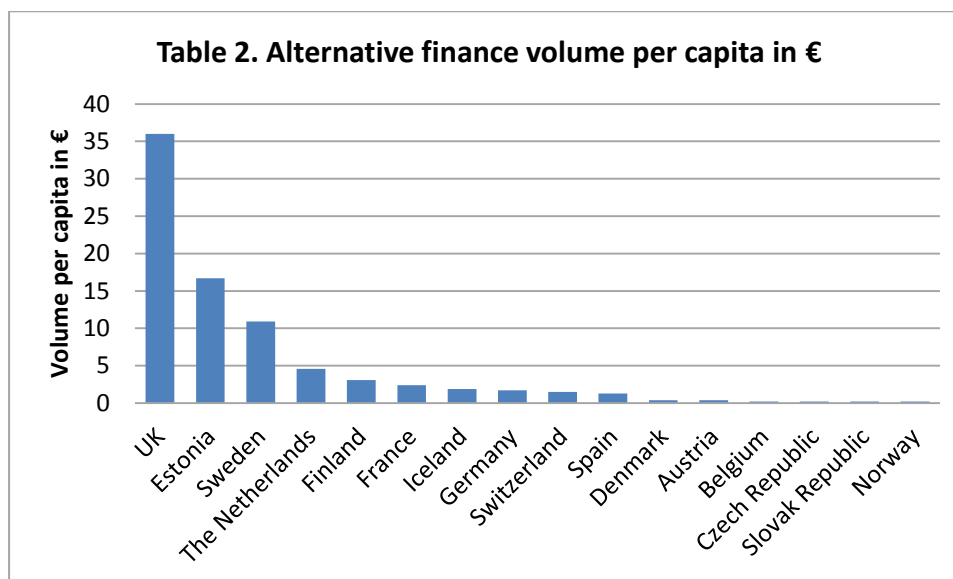
64. La disparité de la pénétration des financements alternatifs (principalement les prêts par les pairs et le financement participatif) entre les pays européens révèle peut-être aussi des contextes réglementaires différents et faisant parfois obstacle aux innovations – même si l'on manque actuellement de données probantes systématiques sur les différences entre les réglementations et qu'il serait utile que cela fasse l'objet d'une future étude. Le tableau 2 fournit une illustration éloquent de cette disparité.

---

<sup>45</sup> Voir Makin (2010).

<sup>46</sup> Voir Apecu et al. (2014).

Tableau 2. Financements alternatifs par habitant en €



Source : Wardrop et al (2015).

#### Légendes

Tableau 2. Volume des financements alternatifs, par habitant, en euro

Volume par habitant en euro

Royaume-Uni

Estonie

Suède

Pays-Bas

Finlande

France

Islande

Allemagne

Suisse

Espagne

Danemark

Autriche

Belgique

République tchèque

République slovaque

Norvège

65. La différence entre le Royaume-Uni et les autres pays européens peut en partie s'expliquer par une meilleure acceptation générale de l'utilisation d'Internet pour les transactions de détail au Royaume-Uni. Selon une récente déclaration d'Alex Chisolm de la CMA, « Le Royaume-Uni compte parmi les utilisateurs les plus en pointe des grandes économies occidentales en matière de commerce électronique, avec 13.5 % des ventes de détail réalisées en ligne (contre 11.5 % aux États-Unis, 9.7 % en Allemagne et 7.2 % en moyenne en Europe). Le ménage britannique moyen dépensera plus de 2 000 GBP en ligne cette année... »<sup>47</sup>. Si ces différences dans le recours à Internet pour les achats sont importantes, elles ne semblent toutefois pas suffisantes pour expliquer l'ampleur des disparités des taux de pénétration du financement alternatif entre les pays européens, lesquels vont souvent de 1 à 10. Il est possible que les différences des approches réglementaires de la FCA, de l'HM Treasury et d'autres institutions britanniques

<sup>47</sup>

Voir Chisolm (2015).



aient influé sur le développement du financement alternatif au Royaume-Uni, même si elles n'expliquent pas toute la disparité des taux de pénétration du financement alternatif.

66. Les mesures réglementaires dynamiques prises au Royaume-Uni incluent<sup>48</sup> :

- demander aux banques qui refusent des financements à une PME de l'aiguiller vers d'autres et de communiquer ses informations de crédit à des plateformes désignées, comme les plateformes de financement de prêts par les pairs et de financement participatif. Cela permet aux « PME de ne pas se limiter aux grandes banques pour obtenir les prêts dont elles ont besoin pour se développer »<sup>49</sup>,
- créer un régime réglementaire personnalisé pour les plateformes de financement entre pairs et de financement participatif, créant ainsi une sécurité réglementaire pour le secteur et les clients,
- « intervenir pour mettre en œuvre des règles du jeu équitables entre les banques et les prêteurs non-bancaires en instaurant une déduction pour créances irrécouvrables pour les investissements entre pairs » (ce qui signifie que ces créances peuvent être déduites du revenu avant le calcul de l'impôt sur le revenu),
- autoriser que les investissements *via* les plateformes d'opérations entre pairs soient pris en compte dans l'épargne de retraite défiscalisée (et « s'engager à des consultations » pour qu'il en soit de même pour le financement participatif par souscription de titres de créances),
- résoudre le problème « des interdictions de cession et de transfert de priorité, qui ont empêché les entreprises de rechercher des financements ailleurs qu'auprès des établissements bancaires avec lesquels elles sont en relation »,
- fournir 85 millions GBP d'investissements de la British Business Bank par l'intermédiaire des plateformes de financement par les pairs et de financement participatif,
- étudier comment améliorer l'accès des créanciers aux informations de crédit en vue de « permettre aux créanciers de se livrer concurrence de façon plus efficace »<sup>50</sup>,
- mettre en place une autorité de tutelle en charge du système de paiement (PSR) (ce qui a débuté le 1<sup>er</sup> avril 2015) dotée du pouvoir de « promouvoir l'innovation, la concurrence et les intérêts des utilisateurs finaux dans le secteur du paiement au Royaume-Uni. La PSR aura compétence sur les principaux systèmes de cartes internationaux et interbancaires, et contribuera à faire en sorte que les banques et les petits intervenants non-bancaires en concurrence puissent avoir un accès équitable et transparent aux systèmes de paiement »<sup>51</sup>.

67. Ces étapes semblent conçues pour s'assurer non seulement qu'il existe autant que possible « des règles du jeu équitables » entre les banques et les plateformes de prêts entre pairs, mais aussi que la réglementation puisse être d'une certaine manière proportionnée en fonction des risques perçus et des besoins. Il est évident que cela peut induire le risque d'une réglementation insuffisante pour prévenir de

<sup>48</sup> Voir HM Treasury (2015).

<sup>49</sup> Voir HM Treasury (2015), p. 4.

<sup>50</sup> Voir HM Treasury (2015), p. 6.

<sup>51</sup> Voir HM Treasury (2015), p. 13.

nouveaux risques ou une évolution de ceux-ci. Seul le temps permettra de savoir si une approche réglementaire aura des effets bénéfiques évidents ou facilitera le développement de risques latents.

68. La réglementation ne peut à elle seule générer les résultats souhaités si elle n'est pas complétée par des informations appropriées, une sensibilisation et une éducation des investisseurs et des utilisateurs/emprunteurs.

## 5. Conclusion

69. Le présent document fournit une rapide vue d'ensemble de certains produits et modèles économiques qui sont d'une certaine manière en rupture avec les modes d'activité en place dans les marchés financiers. La liste est sélective et d'autres produits et modèles auraient également pu être étudiés. L'analyse elle-même vise à illustrer les obstacles et non à tirer des conclusions définitives.

70. Dans la mesure où les décisions prises en matière de réglementation peuvent avoir un impact profond sur le développement des produits innovants, le principal défi qui se pose dans l'ensemble de ces domaines consiste à savoir comment maintenir la protection des consommateurs vis-à-vis des nouveaux produits et modèles économiques, en particulier lorsque que les nouveaux produits ne sont pas couverts ou réglementés de façon appropriée par la législation existante.

71. S'agissant de la protection des consommateurs, les principales questions à étudier incluent notamment :

- Quels sont les mécanismes en place pour renforcer la confiance des consommateurs ?
- Quelles responsabilités incombent aux plateformes ?
- Quelles responsabilités incombent aux utilisateurs des plateformes ?

72. L'une des autres principales difficultés est de savoir comment et dans quelle mesure les réglementations visant la défense de l'intérêt général du public, comme les règles relatives à l'obligation de connaître son client, devraient être interprétées pour les nouveaux produits. Cette question est d'autant plus pertinente dans la mesure où ces réglementations – si elles sont interprétées de façon stricte – pourraient générer un pouvoir de marché au profit des entreprises bien établies du secteur financier, excluant ainsi les concurrents, et limitant les solutions pour les consommateurs.

73. Les pouvoirs publics étant confrontés à la difficulté de devoir établir des réglementations pour les produits financiers innovants, ils pourraient être amenés à décider soit de chercher à mettre en place des règles du jeu équitables pour les nouveaux produits, soit même d'envisager d'accorder à ces produits des conditions plus favorables dans la mesure où ils sont susceptibles d'être désavantagés par rapport aux produits existants.

## BIBLIOGRAPHIE

- Böhme, Rainer, Nicolas Christin, Benjamin Edelman et Tyler Moore (2015) « Bitcoin: Economics, Technology, and Governance » *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29(2) (printemps) : 213-238
- Apecu, Joan, Irene Kagwa Sewankambo et Yusuf Atiku Abdalla (2014) « Mobile money service provision in East Africa: the Ugandan experience » dans Lim, Aik Hoe et De Meester, Bart, « WTO domestic regulation and services trade: putting principles into practice », pp. 201-220.
- Baeck, P., Collins, L. et Zhang, B. (2014) « Understanding alternative finance: the UK alternative finance industry report 2014 » Cambridge University et Nesta.  
<http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf> consulté le 6 août 2015.
- Baeck, P., Collins, L. et Zhang, B. (2015) « The UK alternative finance industry report ». Cambridge University Judge Business School et Ernst and Young.
- Barclay, Michael J., Christie, William G., Harris, Jeffrey H., Kandel, Eugene et Schultz, Paul H. (1999) « Effects of market reform on trading costs and depths of Nasdaq stocks », *Journal of Finance*, vol. 54(1) (février) : 1-34.
- Blundell-Wignall, Adrian (2014) « The Bitcoin Question: Currency versus Trust-less Transfer Technology », Documents de travail sur la finance, l'assurance et les pensions privées, n° 37, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/5jz2pwjd9t20-en>
- Chisholm, Alex (2015) « Trust in digital markets », Allocution à l'UEA, Centre for Competition Policy Annual Conference, 19 juin. <https://www.gov.uk/government/speeches/alex-chisholm-speaks-about-data-and-trust-in-digital-markets>
- Deloitte (2015) « The impact of innovation in the UK retail banking market: a final report for the Competition and Markets Authority » Rapport, 30 juillet 2015.
- Banque centrale européenne (2012) « Virtual currency schemes » Rapport BCE, octobre.
- Banque centrale européenne (2015) « Virtual currency schemes – a further analysis » Rapport BCE, février.
- Commission européenne (2014) « Crowdfunding innovative ventures in Europe: the financial ecosystem and regulatory landscape ». Rapport final.
- Federal Financial Analytics, Inc. (2014) « The regulatory price tag: cost implications of post-crisis regulatory reform » consulté le 5 août 2015 à l'adresse :  
[http://www.fedfin.com/images/stories/client\\_reports/Cost%20Implications%20of%20Post-Crisis%20Regulatory%20Reform.pdf](http://www.fedfin.com/images/stories/client_reports/Cost%20Implications%20of%20Post-Crisis%20Regulatory%20Reform.pdf).
- Gandal, Neil et Halaburda, Hanna (2014) « Competition in the cryptocurrency market », Document de travail de la Banque du Canada 2014-33.
- HM Treasury (2015) « Banking for the 21<sup>st</sup> century: driving competition and choice ». Rapport, mars.

Kirby, Elanor et Worner, Shane (2014) « Crowd-funding: an infant industry growing fast » Document de travail des services du Département de recherche de l'OICV, SWP3/2014.

Makin, Paul (2010), « Regulatory Issues around Mobile Banking », dans OCDE, ICTs for Development: Improving Policy Coherence, Éditions OCDE. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264077409-7-en>

OCDE (2014) « Crowdfunding », CFE/SME(2013)7/ANN1/FINAL.

OCDE (2015) « Hearing on disruptive innovation » DAF/COMP(2015)3, disponible à l'adresse <http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP%282015%293&docLanguage=En>

Wardrop, Robert, Zhang, Bryam, Raghavendra, Rau et Gray, Mia (2015) « Moving mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report », University of Cambridge et Ernst and Young.

Banque mondiale (2013) « Crowdfunding's potential for the developing world ». Rapport.