

Note : Ce document est une traduction en langue française des sections 1, 2, 3 et 4 du document « Eurosystem response to EU Commission’s consultation on macroprudential policies for Non-Bank Financial Intermediation (NBFI) » [[Eurosystem response to EU Commission’s consultation on macroprudential policies for non-bank financial intermediation \(NBFI\)](#)]. Cette traduction a été réalisée par le service de traduction de la Banque de France. En cas d’incohérence ou de discordance entre la version anglaise et la version française, seule la version en langue anglaise fait foi.

NOTE NARRATIVE DE COUVERTURE

Contexte

Depuis la crise financière mondiale, l’importance croissante de l’intermédiation financière non bancaire (IFNB) a constitué une dimension clé de l’évolution du système financier tant à l’échelle mondiale qu’européenne. En effet, depuis 2008, la croissance de la taille du système financier de la zone euro provient pour plus des deux tiers des entités du secteur de l’IFNB, dont l’importance est passée de 23 000 milliards à 54 000 milliards d’euros fin 2023 ¹. À l’heure actuelle, près de 60 % des actifs du système financier de la zone euro sont détenus par des entités du secteur de l’IFNB, et le total des actifs de ces entités représente plus de trois fois la taille de l’économie de la zone euro.

L’intermédiation financière non bancaire est hétérogène et comprend de nombreuses entités et activités différentes, mais sa croissance au cours de la dernière décennie est largement attribuable au secteur de la gestion d’actifs. Le total des actifs gérés par les fonds d’investissement a plus que doublé depuis la crise financière mondiale, sous l’effet à la fois des flux nets enregistrés par le secteur et des augmentations des valorisations des actifs. Cela s’est traduit par une augmentation sensible de la part des actifs détenus par les fonds d’investissement, qui a atteint 19 % des actifs du secteur financier de la zone euro. À titre de comparaison, la part des actifs du système financier des autres types d’entités du secteur de l’IFNB, comme les sociétés d’assurance ou les fonds de pension, est restée globalement constante, s’élevant respectivement à environ 9 % et 4 %.

En cohérence avec la nature évolutive du secteur financier, l’intermédiation financière non bancaire tient un rôle de plus en plus important dans le financement de l’économie réelle en Europe. Par exemple, elle joue un rôle essentiel sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, notamment à travers le rôle croissant des *hedge funds* s’agissant des transactions sur obligations souveraines de la zone euro réalisées sur le marché secondaire. L’intermédiation financière non bancaire est également devenue de plus en plus importante dans le financement du secteur des entreprises, représentant une part croissante du total du financement par endettement des sociétés non financières (SNF) européennes. Bien qu’il existe des différences entre les pays, les institutions financières non bancaires représentent, selon les estimations, 25 % environ du total des crédits

¹ Cela inclut les fonds d’investissement, les fonds monétaires, les sociétés d’assurance et les fonds de pension, les organismes de titrisation et les autres institutions financières (*other financial institutions* ou OFI), qui peuvent faire partie d’une structure d’entreprise plus large. Ce chiffre doit être interprété comme une estimation à la limite supérieure, dans la mesure où les OFI représentent plus d’un tiers du total des actifs du secteur de l’IFNB et où l’on ignore quelle part devrait en principe être consolidée dans les bilans des SNF, des banques ou d’autres intermédiaires financiers non bancaires. Les estimations des parts des secteurs de l’IFNB dans le total des actifs du secteur financier qui sont présentées dans le corps du texte sont calculées à l’aide du jeu de données correspondant pour chaque ensemble de données (à savoir, les données BSI pour les banques et les fonds monétaires, les données IVF pour les fonds d’investissement, les données ICB pour les sociétés d’assurance, les données PFBR pour les fonds de pension et les statistiques relatives aux comptes sectoriels trimestriels pour les AIF) et excluent les actifs financiers détenus par l’Eurosystème.

consentis aux SNF dans la zone euro ². Les intermédiaires financiers non bancaires, notamment les fonds d'investissement, sont devenus le principal investisseur sur les marchés de l'immobilier commercial en Europe.

La croissance du financement sur les marchés de capitaux – rendue possible par les entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire – pourrait bénéficier à l'ensemble de l'économie. L'intermédiation financière non bancaire peut diversifier les sources de financement disponibles pour l'économie réelle et ainsi renforcer la résilience macrofinancière. Elle peut aussi permettre la poursuite de la diversification des portefeuilles d'actifs, avec des avantages significatifs pour les investisseurs. Le secteur peut ainsi soutenir plus largement l'activité économique et représenter une alternative intéressante au financement bancaire. La possibilité qu'une intermédiation accrue *via* les marchés de capitaux puisse apporter de tels bénéfices à l'échelle de l'économie conforte l'agenda réglementaire de l'Union Européenne (UE) concernant l'Union pour l'épargne et l'investissement (UEI). Pour l'Eurosystème, parvenir à un marché unique des capitaux en Europe est essentiel.

Afin que ces bénéfices se concrétisent pleinement, il est important que le financement sur les marchés de capitaux représente une forme soutenable d'intermédiation financière. Préserver la résilience de l'intermédiation financière non bancaire est une condition préalable essentielle pour que les marchés de capitaux constituent une source durable de financement pour les entreprises de l'UE, conformément aux objectifs de l'UEI. La résilience signifie que, face à des chocs défavorables, les intermédiaires financiers non bancaires sont en mesure de continuer à fournir des services au système financier et à l'économie dans son ensemble, et qu'ils n'amplifient ni ne propagent les chocs en période de tensions. Si cette forme de financement ne se montrait pas résiliente, les entreprises pourraient ne pas vouloir y recourir, les épargnants pourraient choisir de ne pas l'utiliser et, en fin de compte, elle pourrait avoir des effets négatifs sur l'économie réelle et sur le système financier au sens large en période de tensions.

La capacité de résilience du secteur de l'intermédiation financière non bancaire et le fonctionnement des marchés de capitaux plus généralement sont particulièrement importants du point de vue de l'Eurosystème. Les perturbations sur les marchés résultant des vulnérabilités du secteur de l'IFNB peuvent constituer des menaces pour la stabilité financière et compromettre la transmission de la politique monétaire. En effet, lors de précédents épisodes de tensions, lorsque les vulnérabilités du secteur de l'IFNB ont contribué à des perturbations sur les marchés, des interventions exceptionnelles des banques centrales ont été nécessaires pour rétablir le fonctionnement du marché et préserver la stabilité financière. Le renforcement de la résilience du secteur de l'IFNB vise à assurer une fourniture plus stable de financement à l'économie et à réduire à son minimum le besoin d'interventions exceptionnelles des banques centrales. Cela nécessite une amélioration du cadre réglementaire, notamment le développement d'une approche macroprudentielle s'agissant de la réglementation du secteur.

Sources potentielles de vulnérabilité systémique dans le secteur de l'intermédiation financière non bancaire

Comme toutes les formes d'intermédiation financière, l'IFNB peut être source de vulnérabilités financières ou les alimenter, qui, si elles ne sont pas contrôlées, peuvent contribuer à une accumulation du risque systémique ³. Les principales sources de vulnérabilités dans ce secteur proviennent : i) de l'exposition excessive au risque de liquidité, y compris en raison d'asymétries de liquidité structurelles et/ou d'un manque de préparation quant à la liquidité nécessaire pour faire face

² Rapport intitulé « [Financial Integration and Structure in the Euro Area](#) », juin 2024.

³ Comme souligné dans le cadre des premières discussions universitaires et politiques sur la réglementation macroprudentielle, l'analyse du risque systémique devrait couvrir tous les sous-secteurs financiers. Cf. [BCE, « The concept of systemic risk », Financial Stability Review, 2009.](#)

aux appels de marge et de garantie ; ii) d'un recours excessif à l'effet de levier ; iii) des interconnexions au sein du système financier. Ces vulnérabilités peuvent également interagir entre elles et se renforcer mutuellement. En particulier :

- **L'exposition excessive au risque de liquidité** : L'une des sources de l'exposition au risque de liquidité est l'asymétrie de liquidité structurelle, qui apparaît lorsque les passifs des entités de l'IFNB sont plus liquides que les actifs dans lesquels elles investissent. Par exemple, pour les fonds ouverts et les fonds monétaires, l'asymétrie de liquidité structurelle peut provenir de l'écart entre les conditions de sortie proposées aux investisseurs et le temps nécessaire aux gestionnaires de fonds pour liquider les avoirs détenus de manière ordonnée, c'est-à-dire sans impact notable sur les coûts de transaction ou sur les prix de marché en vigueur. En présence d'asymétries de liquidité structurelles dans les fonds ouverts (ainsi que dans les fonds monétaires investissant dans des actifs moins liquides, comme la dette du secteur privé), les agents investissant dans ces fonds peuvent être incités à demander le rachat de leurs parts brutalement, avant d'autres investisseurs, en particulier en cas de chocs défavorables. De telles dynamiques peuvent amplifier ces chocs, en déclenchant des rachats « excessifs » qui contraignent les gestionnaires à procéder à des ventes d'actifs plus importantes qu'en l'absence d'asymétrie de liquidité. Le manque de préparation aux appels de marge et de garantie constitue une autre source de risque de liquidité, qui peut apparaître si les intermédiaires financiers ne tiennent pas suffisamment compte des besoins en liquidité potentiels résultant d'appels de marge ou de garantie inattendus sur leurs positions en produits dérivés/de repo.
- **Levier** : Les fonds et autres investisseurs qui opèrent avec des niveaux de levier élevés, ou sur des marchés qui facilitent l'accumulation de positions à effet de levier ⁴, sont susceptibles d'être plus vulnérables aux chocs défavorables. Par exemple, en présence d'un fort levier, un choc sur les prix des actifs peut contraindre les investisseurs à dénouer soudainement leurs positions. De la même manière, si les investisseurs font face à des appels de marge ou de garantie inattendus, ils peuvent être amenés à vendre des actifs rapidement pour obtenir des liquidités (en particulier lorsqu'ils ne sont pas suffisamment préparés à des hausses des exigences de marges). Lorsque des entités de l'IFNB recourant à l'effet de levier et utilisant des stratégies d'investissement similaires vendent des actifs similaires au même moment, cela peut déclencher une spirale de baisse des prix et de ventes forcées. De cette manière, le levier non bancaire peut potentiellement amplifier les chocs sur les marchés. Par conséquent, les tensions peuvent se propager à d'autres acteurs du système financier, y compris les banques, que ce soit directement par le biais de la défaillance d'une contrepartie ou indirectement en raison d'expositions communes à des actifs.
- **Les interconnexions** : Le système financier est caractérisé par un réseau complexe de connexions. Ces relations peuvent exister au sein du secteur de l'IFNB, entre les intermédiaires financiers non bancaires et d'autres acteurs du système financier (tels que les banques), ou entre le secteur de l'IFNB et l'économie réelle. Elles peuvent également être transfrontières, à la fois en Europe et à l'échelle mondiale. Ces interconnexions ne constituent pas un risque en soi, mais les relations agissent comme des canaux par lesquels les chocs touchant le secteur de l'IFNB peuvent être transmis à d'autres acteurs du système financier et/ou de l'économie réelle. Les interconnexions entre secteurs et entre juridictions peuvent opérer à travers plusieurs canaux, dont : i) l'utilisation de produits dérivés et de *repos* ; ii) l'affiliation des banques avec des gestionnaires d'actifs ; iii) les participations croisées entre fonds ; iv) les expositions des assureurs et des fonds de pension, en tant que détenteurs de

⁴ Tels le marché du repo.

parts de fonds d'investissement ; ou v) les détentions d'actifs communs ou très concentrés dans l'ensemble du système financier.

La présence de ces vulnérabilités est susceptible d'engendrer un risque systémique, ou d'y contribuer. Le risque systémique dans le secteur de l'IFNB peut apparaître lorsque, en présence de vulnérabilités financières et d'une résilience insuffisante, les intermédiaires financiers non bancaires amplifient les chocs, avec des implications défavorables pour le reste du système financier et/ou l'économie réelle au sens large. L'empreinte croissante du secteur dans le système financier, ainsi que dans le financement direct de l'économie réelle, est susceptible d'accentuer l'incidence systémique de ces vulnérabilités. Par exemple, compte tenu des relations croissantes au sein du système financier, les vulnérabilités des intermédiaires financiers non bancaires peuvent se transmettre aux banques, avec des conséquences pour la résilience du secteur bancaire. Compte tenu du rôle croissant des marchés de capitaux dans le financement de l'économie, les vulnérabilités des intermédiaires financiers non bancaires peuvent également affecter le fonctionnement des marchés en période de tensions.

Ces dernières années, les vulnérabilités des intermédiaires financiers non bancaires ont contribué à plusieurs reprises à des perturbations de marché, avec des implications défavorables pour le système financier dans son ensemble et l'économie réelle. Par exemple, en mars 2020, les fonds monétaires affichant des asymétries de liquidité plus importantes ont reçu un grand nombre de demandes de rachats, dans un contexte de « course à la liquidité » (*dash for cash*). Les mesures prises par ces fonds pour répondre aux demandes de rachats ont contribué à des perturbations sur les marchés des billets de trésorerie, nécessitant une intervention des banques centrales. À la même période, les fonds ouverts, et notamment ceux plus largement exposés à des actifs moins liquides tels que la dette des entreprises, ont subi des rachats particulièrement importants. Une fois de plus, les mesures prises par les gestionnaires pour honorer ces rachats ont contribué à des perturbations du fonctionnement des marchés, qui ne se sont résorbées qu'à la suite d'achats d'actifs par les banques centrales. Plus récemment, l'endettement important des fonds d'investissement utilisant des stratégies d'investissement guidé par le passif (*liability-driven investment funds* ou *LDI funds*), opérant en particulier au bénéfice de fonds de pension britanniques, a contribué à une grave perturbation du marché des bons du Trésor anglais (*Gilts*) – avec des implications plus larges pour les conditions de financement de l'ensemble de l'économie – nécessitant l'intervention des autorités britanniques pour rétablir le bon fonctionnement du marché. De telles interventions ont un coût et peuvent contribuer à l'aléa moral des participants de marché. Pour cette raison, il est essentiel de relever le niveau minimal de résilience des intermédiaires financiers non bancaires avant la survenue d'un choc.

La nécessité d'adopter une perspective macroprudentielle pour la réglementation du secteur de l'IFNB

Le cadre réglementaire actuel pour les intermédiaires financiers non bancaires n'a pas été conçu avec un objectif macroprudentiel de réduction du risque systémique. Il vise surtout à veiller à la protection des investisseurs et à l'intégrité des marchés. Ce sont, de toute évidence, des objectifs essentiels de politique publique, qui sont tout à fait complémentaires à la stabilité financière. En effet, la stabilité financière et la réduction du risque systémique constituent une condition préalable à la protection des investisseurs. Néanmoins, la perspective systémique est différente : elle va au-delà des règles de conduite et de solvabilité des entités individuelles, et met l'accent sur l'impact potentiel des vulnérabilités des intermédiaires financiers non bancaires sur le système financier et l'économie au sens large, y compris – mais pas uniquement – les investisseurs des entités de l'IFNB.

Si le cadre réglementaire actuel inclut des exigences qui ont des effets positifs à l'échelle du système, celles-ci n'ont pas été suffisantes pour réduire la propension de certains types d'intermédiaires non bancaires à amplifier les chocs. Plusieurs mesures du cadre réglementaire actuel renforcent la résilience au niveau des entités et les rendent moins susceptibles d'amplifier les

chocs. Par exemple, dans la gestion d'actifs, il existe des limites d'endettement structurelles pour certaines cohortes de fonds ; des exigences d'actifs éligibles ; des outils de gestion de la liquidité ; et des limites de concentration des actifs. Comme l'ont toutefois montré les récents épisodes de tensions, le cadre réglementaire actuel pour l'IFNB n'a pas suffi à réduire la propension de certaines cohortes d'intermédiaires financiers non bancaires à amplifier les chocs et à engendrer des risques systémiques.

Dans ce contexte, la nature changeante du système financier requiert un renforcement de la perspective macroprudentielle dans la réglementation de l'IFNB. Un cadre macroprudentiel destiné à l'IFNB ne peut être une simple transposition ou extension du cadre existant appliqué au secteur bancaire. Appliquer l'approche conçue pour les banques à la diversité des entités et des activités dans l'univers de l'IFNB ne serait pas efficace. La nécessité d'un cadre macroprudentiel spécifique s'explique par les caractéristiques qui distinguent les intermédiaires financiers non bancaires des banques (tels que la structure de leur bilan et leurs activités) et la manière distincte dont les différents segments du secteur financier contribuent au risque systémique.

L'objectif principal d'une perspective macroprudentielle pour la réglementation du secteur de l'IFNB serait de veiller à ce que ce segment qui représente une part croissante du secteur financier, soit résilient face aux chocs déstabilisateurs, et donc moins susceptible de les amplifier. Pour y parvenir, une approche macroprudentielle renforcerait la stabilité financière et permettrait de traiter le risque systémique. Elle contribuerait également à soutenir la transmission effective de la politique monétaire, en veillant à ce que les intermédiaires financiers non bancaires soient une source de financement résiliente et durable pour l'économie réelle. Une plus grande résilience du secteur de l'IFNB serait également bénéfique au développement de marchés de capitaux européens eux-mêmes plus résilients, les acteurs de l'IFNB étant des participants clés de ces marchés. Cela contribuerait également à renforcer la stabilité du système bancaire, compte tenu des interconnexions croissantes entre les banques et les acteurs de l'IFNB.

Un certain nombre de principes clés devraient sous-tendre l'élaboration d'une approche macroprudentielle pour le secteur de l'IFNB.

Plus précisément :

- Elle devrait adopter une perspective systémique, compte tenu de la manière dont les différentes vulnérabilités liées à l'IFNB pourraient affecter -et interagir avec- le reste du système financier et/ou l'économie réelle.
- Elle devrait être adaptée à – et les mesures adoptées refléter – la diversité des modèles d'activité au sein du secteur de l'IFNB. Une approche « taille unique » (« *one-size-fits-all* ») ne serait probablement pas efficace, en raison de la diversité des entités et des activités du secteur.
- La mise en œuvre de mesures devrait être le résultat d'un équilibre prudent entre les coûts et les bénéfices du point de vue de l'économie au sens large, et être proportionnée à la sévérité des risques et à la nature des entités ou des activités.
- Elle devrait se concentrer principalement sur le renforcement de la résilience en atténuant les vulnérabilités existantes ex ante, tout en réduisant le potentiel de contagion ou d'amplification des chocs lorsqu'ils surviennent.
- Elle devrait être conçue de manière flexible pour faire face à des risques qui évoluent dans le temps, et devrait cibler à la fois les entités et les activités. Si de nombreuses entités de l'univers IFNB, et notamment les fonds d'investissement, ne sont pas systémiques individuellement, leurs actions collectives peuvent soulever des inquiétudes pour la stabilité

financière. Le cadre doit donc être en mesure de cibler les cohortes d'entités présentant des vulnérabilités similaires.

- La coordination et la cohérence à l'échelle mondiale sont essentielles pour atténuer le risque de fragmentation transfrontière et d'arbitrage réglementaire. Compte tenu de la nature mondiale des marchés de capitaux, les vulnérabilités extérieures à la zone euro pourraient avoir des conséquences sur la stabilité financière européenne, et vice versa. De même, en l'absence de coordination, le risque de divergences entre juridictions serait plus élevé.
- Elle pourrait être soutenue par un cadre de gouvernance clair, qui permettrait en particulier la coopération entre les autorités, à la fois dans la zone euro et à l'international.

Recommandations de l'Eurosystème visant à renforcer la perspective macroprudentielle dans la réglementation du secteur de l'IFNB

L'Eurosystème a identifié un certain nombre de priorités pour le développement d'une approche macroprudentielle dans la surveillance du secteur de l'IFNB en Europe, qui sont résumées ci-après. Tout en reconnaissant qu'une telle approche prendra du temps à se concrétiser pleinement, notamment parce qu'il existe encore des lacunes dans la compréhension collective par les autorités de la nature et de l'ampleur du risque systémique posé par l'IFNB, l'Eurosystème estime que la poursuite de cette approche doit rester une priorité pour les décideurs, en Europe et au niveau international.

1. Mettre en œuvre les réformes convenues au niveau international

Les réformes récemment approuvées du cadre réglementaire international de l'IFNB doivent être mises en œuvre sans délai en Europe. Compte tenu de l'importance croissante de l'IFNB pour la stabilité financière mondiale, le Conseil de stabilité financière (CSF), en lien avec les organismes de normalisation internationaux, a mené des travaux à l'échelle mondiale afin d'améliorer la résilience de ce secteur⁵. Ces réformes convenues au niveau international présentent d'importants avantages macroprudentiels et leur mise en œuvre doit progresser rapidement dans l'UE. Dans ce contexte, les principales priorités sont les suivantes :

- **Mise en œuvre des propositions formulées en 2021 par le CSF visant à améliorer la résilience des fonds monétaires.** Dans son dernier examen par les pairs des fonds monétaires, le CSF a noté que la mise en œuvre de ses propositions formulées en 2021 visant à renforcer leur résilience avait été inégale entre les différentes juridictions. Contrairement à l'UE, les États-Unis et le Royaume-Uni ont réformé ou mené des consultations sur des réformes de leurs cadres réglementaires respectifs relatifs aux fonds monétaires afin de les rendre cohérents avec les propositions du CSF⁶. Il est essentiel que l'Europe procède à des réformes réglementaires équivalentes. Comme indiqué dans les recommandations du Comité européen du risque systémique (CERS) sur les fonds monétaires, de nombreuses propositions clés de réformes concernant les fonds monétaires devraient être mises en œuvre en Europe⁷. Il s'agit notamment d'accroître les exigences de liquidité pour les fonds monétaires de dette privée et de rendre les coussins de liquidité plus faciles à utiliser.

⁵ Conseil de stabilité financière (2024), « *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress Report* ».

⁶ Les modifications proposées de la réglementation actuelle sur les fonds monétaires au Royaume-Uni comprennent une augmentation significative de la proportion minimum d'actifs très liquides que tous les types de fonds monétaires doivent détenir et la suppression du lien entre les niveaux de liquidité et l'utilisation des LMT. Les États-Unis ont introduit en 2023 plusieurs réformes concernant les fonds monétaires, notamment un cadre obligatoire de redevance de liquidité pour certains fonds monétaires institutionnels, en plus de l'accroissement des exigences minimales de liquidité pour les fonds monétaires et la suppression des liens entre les seuils réglementaires de liquidité et l'imposition de frais et de plafonnement des rachats (« *redemption gates* »).

⁷ Comité européen du risque systémique (2021), « *Recommandation du Comité européen du risque systémique sur la réforme des fonds monétaires* ».

- **Mise en œuvre des recommandations formulées en 2023 par le CSF visant à améliorer la résilience des fonds ouverts.** Les travaux du CSF, en collaboration avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), ont défini un plan international visant à réduire les vulnérabilités posées par l'asymétrie de liquidité dans les fonds ouverts. Il inclut des recommandations pour garantir i) un alignement plus étroit des conditions de rachat d'un fonds sur la liquidité de son portefeuille et ii) une plus grande disponibilité, utilisation et cohérence dans l'utilisation des outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, LMT) de type *anti-dilution*. Comme pour les réformes concernant les fonds monétaires, il est essentiel que l'UE agisse pour mettre en œuvre pleinement et rapidement ces normes approuvées à l'échelle internationale. Ce processus a été engagé (par exemple en ce qui concerne les outils de gestion de la liquidité, avec la récente révision de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (gestionnaires de fonds d'investissement alternatif - FIA) et de la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)), mais il reste encore beaucoup à faire. D'un point de vue macroprudentiel, l'accent devrait être mis sur :
 - La mise en œuvre des propositions du CSF en matière de classement des fonds en fonction de la liquidité des actifs. Il s'agit d'une composante essentielle de la mise en œuvre des recommandations révisées du CSF, pour lesquelles la conception des détails techniques revient en grande partie aux juridictions, en tenant compte des spécificités de leurs marchés locaux. Par conséquent, les autorités de régulation concernées (les autorités européennes de surveillance (AES), le CERS, la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales/autorités nationales compétentes (BCN/ANC)) devraient à présent fournir des précisions sur la manière dont ce cadre sera mis en œuvre dans l'UE. Pour les fonds ouverts classés dans la catégorie « illiquides », tels que les fonds immobiliers, des périodes de préavis plus longues devraient être requises afin de permettre un alignement plus étroit entre les conditions de rachat proposées et le manque de liquidité de leur portefeuille. Conformément aux exigences du CSF, la fréquence de rachat et/ou les périodes de préavis des fonds détenant des actifs non liquides devraient être calibrées de manière à refléter le manque sous-jacent de liquidité des actifs, par exemple une période minimale d'un an pour les fonds immobiliers ⁸.
 - L'encouragement à une utilisation plus cohérente des LMT *anti-dilution* (ADT), en temps normal et en période de tensions, afin de réduire les possibilités d'avantage au premier sortant dans les fonds ouverts. Compte tenu du caractère critique des LMT dans les recommandations révisées du CSF, la Commission européenne et les autorités de régulation de l'UE devraient s'efforcer de garantir – par des orientations réglementaires – une utilisation efficace et cohérente des ADT pour les différents fonds ouverts. Si, à la suite de la mise en œuvre du cadre du CSF dans l'UE, les taux d'activation des ADT (dans le cadre de la gestion quotidienne de la liquidité des fonds, ainsi qu'en période de tensions) n'augmentent pas significativement, la Commission européenne devrait envisager de futures modifications de la législation pour parvenir à ce résultat. Les fonds ouverts exposés à des actifs moins liquides seraient ainsi tenus d'utiliser activement et à tout moment ces ADT, en particulier le *swing pricing* (ajustement de la valeur liquidative pour refléter le coût de la liquidité) ou les *anti-dilution levies* (droits d'entrée et sortie ajustables acquis aux fonds, ADL), même de façon partielle. Comme indiqué dans les recommandations du CSF, pour les fonds moins liquides qui ne peuvent pas mettre en œuvre les exigences relatives aux ADT, les gestionnaires de fonds ouverts devraient envisager et utiliser des mesures visant

⁸ Cf. « [Issues note on policy options to address risks in corporate debt and real estate investment funds from a financial stability perspective](#) », CERS, septembre 2023

à réduire la liquidité offerte aux investisseurs (par exemple, en réduisant la fréquence des rachats et/ou en instaurant de longues périodes de préavis ou de règlement).

- **Mise en œuvre, une fois finalisées, des recommandations du CSF sur l'amélioration du niveau de préparation des intervenants de marché non bancaires en matière de liquidité leur permettant de faire face aux appels de marge et de garantie en période de tensions sur l'ensemble du marché.** Les travaux récents du CSF ont identifié les faiblesses de la gestion des risques et de la gouvernance comme étant les principales causes d'un niveau insuffisant de préparation en matière de liquidité de certains intervenants de marché non bancaires lors des récents épisodes de crise de liquidité sur les marchés. En réponse, le CSF a mené des consultations sur des recommandations clés axées sur la gestion et l'atténuation de l'incidence des pics d'appels de marge et d'appels de garantie au sein de l'IFNB. Une fois finalisées, il est essentiel que ces recommandations soient mises en œuvre pleinement et rapidement dans l'UE ⁹.
- **Plus largement, les travaux du CSF visant à améliorer la résilience de l'IFNB, qui mettent en ce moment particulièrement l'accent sur les risques liés au levier, se poursuivent, et il est important que l'Europe contribue à – et mette en œuvre – toute nouvelle réforme convenue au niveau international.** En 2024, le CSF s'est intéressé en priorité au levier non bancaire. Le CSF, en collaboration avec l'OICV et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS), entreprend et coordonne des travaux visant à améliorer le suivi du recours au levier dans l'IFNB, et à remédier aux risques pour la stabilité financière qui en résultent. Il s'agit notamment de faire un état des lieux des outils dont disposent les autorités des juridictions membres du CSF pour contenir ces risques et d'envisager des solutions possibles pour y remédier. La mise en œuvre d'exigences de marge pour les opérations de *repo* bilatérales, telles que proposées dans un rapport du CERS de 2020, constitue un outil prometteur ¹⁰. Si les travaux du CSF sur le levier sont encore en cours, une étape intermédiaire importante consiste à adopter le cadre du CSF sur les décotes minimales uniquement pour les opérations de financement sur titres (*securities financing transactions*, SFT), publié initialement en novembre 2015 et mis à jour pour la dernière fois en septembre 2020, afin de gérer le levier de l'IFNB acquis *via* des prêts de titres et des opérations de *repo* adossées à des garanties hors titres de dette publics.

2. Améliorer la panoplie d'outils macroprudentiels applicables à l'IFNB

Le cadre réglementaire actuel de l'IFNB en Europe présente d'importantes lacunes dans la panoplie d'outils macroprudentiels dont disposent les autorités pour se prémunir contre l'accumulation de risques systémiques. Le seul outil macroprudentiel *ex ante* explicite est l'article 25 de la directive européenne sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFMD) qui permet aux autorités de limiter un levier excessif pour les fonds gérés par des gestionnaires d'investissements alternatifs. Reconnaissant que l'ajout d'un grand nombre d'outils macroprudentiels peut entraîner des coûts, l'Eurosystème propose un petit nombre d'outils macroprudentiels supplémentaires, en mettant l'accent sur les fonds d'investissement. Dans ce cadre, la priorité devrait être donnée aux outils qui visent à renforcer la résilience des fonds *ex ante*. Conformément aux principes fondamentaux énoncés ci-dessus, l'UE devrait, si possible, s'efforcer d'assurer que ces outils soient également mis en place à l'échelle internationale, compte tenu de la dimension mondiale des marchés de capitaux.

Premièrement, l'introduction d'un outil macroprudentiel explicite pour atténuer les risques pouvant résulter d'asymétries structurelles de liquidité dans les fonds ouverts *ex ante*. Cet outil macroprudentiel pourrait s'inspirer de la mesure prévue à l'article 25 de la directive AIFMD concernant le levier, mais il serait conçu pour cibler spécifiquement l'asymétrie de liquidité dans les

⁹ Les opérations de financement sur titres adossées à des obligations d'État ne seraient pas incluses dans ce cadre.

¹⁰ [CERS \(2020\) « Mitigating the Procyclicality of Margins and Haircuts in Derivatives Markets and Securities Financial Transactions ».](#)

fonds ouverts. Il pourrait être déployé à la fois pour les FIA et les OPCVM, selon la nature du risque systémique posé par des cohortes de ces deux types de fonds. Conformément à l’outil existant de l’article 25 de la directive AIFMD concernant le levier, un outil de liquidité équivalent devrait être de nature discrétionnaire et *ex ante*, viser à prévenir l’accumulation de risques et être activé en cas de menaces évaluées *ex ante* pour la stabilité financière. Il conviendrait d’examiner plus avant la conception précise d’un tel outil, mais il faudrait en priorité donner aux autorités le pouvoir de l’appliquer au passif des fonds. Par exemple, une option consisterait à donner aux autorités le pouvoir de spécifier des périodes de préavis plus longues pour des types de fonds spécifiques sur une base *ex ante*, si cela est justifié pour sauvegarder la stabilité financière¹¹. L’activation de cet outil pourrait également être liée aux résultats de tests de résistance. Afin de soutenir la disponibilité et l’utilisation cohérente de tout nouvel outil, il convient d’envisager un plus grand rôle de coordination pour l’Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), en consultation avec le CERS, comprenant éventuellement des pouvoirs d’imposer des mesures à l’échelle de l’UE, conformément au cadre institutionnel renforcé et aux mécanismes de coordination décrits ci-dessous.

Deuxièmement, combler les lacunes de la panoplie existante d’outils en matière de levier, en exigeant que tous les OPCVM utilisant la « valeur en risque » (*value-at-risk*, VaR) déclarent et publient régulièrement des informations sur leur levier, sur la base de l’approche par les engagements (« *commitment approach* »), et en introduisant un outil discrétionnaire pour imposer des restrictions de levier plus strictes pour ces fonds. La plupart des OPCVM sont déjà soumis à une limite de levier. Néanmoins, le cadre actuel des OPCVM permet d’utiliser la VaR pour mesurer la perte potentielle maximale due au risque de marché pour certains fonds. En effet, si l’approche de la VaR est utilisée, en particulier lorsque la VaR absolue est adoptée, les OPCVM pourraient atteindre des niveaux de levier considérés comme substantiels selon les définitions de la directive AIFMD (et dans laquelle l’article 25 fournit aux autorités des outils pour limiter le levier sur la base de considérations liées au risque systémique). Il subsiste donc une lacune dans la panoplie d’outils réglementaires permettant de limiter les risques liés au levier dans le secteur des fonds. Tout d’abord, tous les OPCVM utilisant la VaR devraient être tenus de déclarer et de publier régulièrement des informations sur leur niveau de levier, en fonction de l’approche par les engagements. En outre, la capacité d’imposer des contraintes supplémentaires à ces OPCVM – s’ils présentent des risques pour la stabilité financière au sens large – améliorerait la panoplie d’outils macroprudentiels existante. Cet objectif pourrait être atteint en utilisant le même pouvoir que celui qui est actuellement en vigueur dans le cadre de la directive AIFMD (article 25) pour les OPCVM utilisant l’approche fondée sur la VaR, c’est-à-dire la capacité d’imposer un levier ou d’autres restrictions à ces fonds.

Plus généralement, même si l’Eurosystème donne la priorité aux outils *ex ante* mentionnés ci-dessus, il convient également d’envisager l’implication encore plus forte des autorités publiques dans l’activation de certains LMT afin de poursuivre des objectifs macroprudentiels (plutôt que microprudentiels). Il s’agit de soutenir la perspective systémique, qui peut aller au-delà de la capacité des gestionnaires de fonds individuels à l’intégrer dans leur propre prise de décision. Les autorités publiques pourraient jouer un plus grand rôle soit en imposant des prescriptions réglementaires plus strictes pour l’activation des LMT, soit en accordant des pouvoirs directs aux autorités pour des cohortes de fonds. Toutefois, le type d’intervention des autorités doit être soigneusement apprécié au regard de la nécessité de maintenir la responsabilité finale de chacun des gestionnaires de fonds d’investissement dans la gestion de leurs fonds. Donner aux autorités la possibilité d’intervenir renforcerait la nécessité pour elles d’avoir accès à des données en temps réel, par exemple sur les flux des fonds.

3. Introduction de tests de résistance systémiques en Europe

¹¹ Il ne faut pas le confondre avec la « prolongation des périodes de préavis » de l’outil de gestion de la liquidité introduit lors des récentes révisions de la directive relative aux OPCVM et de la directive sur les gestionnaires de fonds d’investissement alternatifs, qui est au contraire conçue pour être appliquée *ex post*.

Les tests de résistance systémiques (« *system-wide stress tests* ») constituent un outil nouveau, mais potentiellement très puissant, pour identifier et quantifier les risques pesant sur la résilience des marchés clés. Les tests de résistance sectoriels, qui portent sur des entités individuelles ou des groupes d'entités, ne sont pas suffisants, en tant que tels, pour apporter un éclairage sur l'évolution potentielle des dynamiques à l'échelle du système dans des conditions de tensions sur le marché. Les tests de résistance conduits à l'échelle du système, en revanche, visent à étudier la réaction d'un ensemble diversifié d'intervenants de marché à des chocs défavorables et les implications potentielles de ces réponses collectives pour le fonctionnement des principaux marchés. Par conséquent, les tests de résistance systémiques permettent de mieux comprendre la propagation des chocs compte tenu des vulnérabilités financières des différentes entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire. L'introduction d'un test de résistance à l'échelle du système européen serait un élément important permettant aux régulateurs d'approfondir leur compréhension collective des vulnérabilités systémiques, y compris celles provenant potentiellement des entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire.

Réaliser un test de résistance systémique en Europe nécessiterait une coopération intersectorielle des autorités de surveillance ainsi qu'un meilleur partage des données et des informations. Par définition, un test de résistance systémique devrait couvrir un large éventail d'intervenants de marché, incluant les banques, les assureurs, les fonds et les chambres de compensation avec contrepartie centrale. Ces entités étant supervisées par des autorités différentes, la réalisation d'un test de résistance systémique nécessiterait une étroite collaboration des autorités de surveillance. En outre, une bonne compréhension des interconnexions au sein du système financier, essentielle pour évaluer la dynamique à l'échelle du système en période de tensions, nécessiterait un meilleur accès et partage des données et des informations, tant entre les autorités de surveillance qu'entre les juridictions de l'UE. Ces éléments sont primordiaux, non seulement pour mener un test de résistance systémique, mais aussi, plus largement, pour améliorer le dispositif plus général de suivi – et de traitement – des vulnérabilités financières systémiques en Europe (voir ci-dessous).

4. Améliorer les données sur l'intermédiation financière non bancaire (IFNB) ainsi que l'accès à ces données par les différentes autorités

Les données constituent un outil essentiel pour évaluer les vulnérabilités potentielles du secteur de l'intermédiation financière non bancaire. Ces dernières années, des progrès considérables ont été réalisés pour combler les manques en matière de données relatives au secteur de l'intermédiation financière non bancaire. Néanmoins, des lacunes importantes subsistent. L'élaboration de mesures cohérentes du levier dans l'ensemble du secteur de l'intermédiation financière non bancaire en est un exemple. Autre exemple, l'amélioration des mesures disponibles de l'asymétrie de liquidité, y compris *via* de meilleures données sur les conditions de rachat pour les fonds d'investissement. Un troisième exemple porte sur les lacunes dans les données qui permettraient d'évaluer le niveau de préparation du secteur de l'intermédiation financière non bancaire en matière de liquidité pour les appels de marge et de garantie. Tous ces domaines sont étudiés dans le cadre des travaux en cours du CSF. Les lacunes en matière de données sont encore plus importantes pour les secteurs de l'intermédiation financière non bancaire du système financier qui ne sont pas réglementés, ce qui limite la capacité des autorités à assurer le suivi du périmètre réglementaire (cf. ci-dessous). Les progrès réalisés pour combler les lacunes en matière de données (s'appuyant sur les travaux du CSF) et pour améliorer la qualité et la comparabilité des données existantes, tout en étant conscient des coûts pour l'industrie et en cherchant à y faire face de manière efficiente, constituent un élément essentiel pour renforcer la compréhension collective par les autorités de la contribution du secteur de l'intermédiation financière non bancaire au risque systémique.

L'accès des autorités de l'UE au large éventail de données déjà existantes concernant l'intermédiation financière non bancaire doit progresser rapidement, compte tenu de l'importance de ce secteur pour la stabilité financière. L'Eurosystème collecte une série de données auprès des

entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire à des fins statistiques, les ANC de l'UE collectent des données prudentielles auprès des entités réglementées de ce secteur et certaines données (EMIR, SFTR) sont collectées *via* des référentiels centraux. Toutefois, dans la pratique, l'accès direct à ces données et/ou les accords de partage de ces données entre les autorités sont insuffisants. Par exemple, l'accès des banques centrales de l'Eurosystème aux données réglementaires granulaires sur le secteur de l'intermédiation financière non bancaire et aux données sur les transactions stockées dans les référentiels centraux est très limité dans la plupart des cas. Ainsi, l'Eurosystème dans son ensemble – dans le cadre de son mandat en matière de stabilité monétaire et financière – n'a pas d'accès direct aux données prudentielles entité par entité déjà communiquées au titre des règlements AIFMD/UCITS, MMFR, Solvabilité II, MiFID/MiFIR et EMIR. De même, les autorités de surveillance n'ont pas nécessairement un accès direct aux données granulaires collectées par l'Eurosystème à des fins statistiques. Cette situation n'est pas optimale et doit être corrigée. Cela peut notamment permettre de rationaliser les obligations de *reporting* pour le secteur et d'éviter les doublons. Des dispositions permettant un partage rapide et efficace des données statistiques et réglementaires relatives au secteur de l'intermédiation financière non bancaire entre les banques centrales (tant la BCE que les BCN) et les ANC de l'UE devraient être incluses dans les réglementations pertinentes de l'UE. Dans le même temps, les contraintes juridiques qui entravent l'accès aux données et leur utilisation devraient être levées, au moins en cas d'enjeux pour la stabilité financière.

Un tel mécanisme permettrait également un meilleur accès aux données entre les juridictions, le cadre actuel présentant une lacune importante en la matière. Les marchés de capitaux sont par nature mondiaux et de nombreuses activités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire sont transfrontières. Cela signifie que la compréhension des vulnérabilités financières potentielles dans une juridiction repose sur des données et des informations provenant d'entités supervisées dans d'autres juridictions. À l'heure actuelle, il n'existe pas de cadre établi pour le partage de données granulaires relatives au secteur de l'intermédiation financière non bancaire entre les juridictions, ce qui limite la capacité des autorités à comprendre les flux de capitaux au sein de l'UE, à évaluer les vulnérabilités potentielles découlant des activités transfrontières de ce secteur et à contrôler l'efficacité des mesures macroprudentielles pouvant faire l'objet de fuites transfrontières. Un mécanisme de partage des données déjà collectées par l'Eurosystème et par les ANC permettrait aux autorités macroprudentielles de l'UE de mieux remplir leur mandat. Enfin, compte tenu de la nature internationale des marchés de capitaux, un tel mécanisme devrait idéalement être conçu et mis en œuvre au niveau international, mais même en son absence, l'Europe peut faire une grande avancée en matière de partage des données au sein de l'UE.

5. Dispositifs de gouvernance

Un cadre de gouvernance efficace constitue un élément important pour le renforcement de la perspective macroprudentielle dans la réglementation de l'intermédiation financière non bancaire. Il convient de prendre dûment en considération les rôles respectifs des autorités macroprudentielles au niveau national et des AES (en particulier l'AEMF), afin de garantir la cohérence tant dans l'élaboration que dans la mise en œuvre des outils de politique macroprudentielle. Bien entendu, un cadre de surveillance efficace constitue plus largement un pilier essentiel de la stabilité financière et, comme indiqué précédemment dans le contexte plus large de l'initiative relative à l'UEI, le Conseil des gouverneurs est favorable à une intégration plus poussée de la supervision des marchés de capitaux de l'UE, impliquant que les AES travaillent en coopération avec les autorités de surveillance nationales¹². De nouveaux efforts pour faire progresser l'harmonisation des approches de

¹² Le Conseil des gouverneurs envisage une « supervision intégrée des marchés de capitaux de l'UE, notamment en garantissant que les autorités européennes de surveillance (en particulier l'AEMF et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles - AEAPP) disposent d'une gouvernance européenne et indépendante, de ressources suffisantes et de pouvoirs de surveillance étendus, et qu'elles supervisent directement les acteurs transfrontières les plus systémiques sur les marchés de capitaux – en coopération avec leurs autorités de surveillance nationales. » Cf. [Déclaration du Conseil des gouverneurs de la BCE sur les progrès vers l'Union des marchés de capitaux](#), 7 mars 2024.

surveillance dans l'UE et garantir un traitement cohérent des risques dans le secteur de l'intermédiation financière non bancaire soutiendraient la stabilité financière. Dans le contexte de la surveillance macroprudentielle des entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire, l'architecture actuelle doit être améliorée pour refléter l'empreinte transfrontière importante de ces entités. En effet, l'absence d'un mécanisme de coordination des mesures macroprudentielles pour les entités du secteur de l'intermédiation financière non bancaire dans l'ensemble de l'UE pourrait réduire l'efficacité de telles mesures dans la réalisation de leurs objectifs finaux.

Dans ce contexte, un cadre plus clair pour la coordination des mesures et l'élaboration de normes est nécessaire au sein de l'UE. Une telle approche devrait de préférence reposer sur des règles et des normes communes à l'ensemble de l'UE, accompagnées d'une action prudentielle coordonnée au niveau de l'UE. Renforcer la coordination et accorder davantage de pouvoirs de surveillance à l'AEMF permettrait de garantir un traitement cohérent des risques, de promouvoir une égalité de traitement au sein de l'UE et de réduire le risque de fragmentation ou d'arbitrage réglementaire.

Il est essentiel que la coopération entre les autorités macroprudentielles et les autorités de surveillance nationales et européennes soit également renforcée pour le secteur financier non bancaire au sens plus large. Dans ce contexte, deux éléments devraient être prioritaires en ce qui concerne le cadre macroprudentiel pour le secteur de l'intermédiation financière non bancaire : i) la réciprocité ; et ii) des pouvoirs dits de « top-up ».

- **La réciprocité** : La réciprocité est un mécanisme important pour éviter les différences entre juridictions. Les réglementations existantes, telles que l'article 40 du règlement MiFIR, pourraient fournir un modèle sur la façon dont la réciprocité peut fonctionner au sein de l'UE s'agissant des mesures pour le secteur de l'intermédiation financière non bancaire. Dans un tel cadre, l'AEMF – après avoir consulté le CERS – serait tenue d'évaluer si une mesure nationale proposée par un État membre devrait également être appliquée dans l'ensemble de l'UE. Un tel mécanisme renforcerait l'efficacité des pouvoirs nationaux, tout en évitant le risque de fragmentation ou d'arbitrage réglementaire dans l'ensemble de l'UE. Par exemple, si une ACN devait mettre en œuvre des limites de levier pour un groupe de fonds, le mécanisme de réciprocité garantirait que les fonds présentant un profil de risque systémique similaire dans d'autres États membres seraient également soumis à ces limites, si cela est jugé approprié, compte tenu de la nature et de l'ampleur des risques, lorsqu'ils opèrent dans cette juridiction.
- **Pouvoirs de « top up »** : Un autre mécanisme permettant de renforcer la coordination dans l'UE serait d'accorder à l'AEMF des pouvoirs de « top up » via des outils macroprudentiels spécifiques afin de faire face au risque systémique dans l'ensemble de l'UE. Ce type de pouvoir est pertinent pour l'intermédiation financière non bancaire en raison de la forte composante transfrontière des activités du secteur. Par exemple, si certains fonds ou groupes de fonds étaient considérés comme présentant un risque systémique pour un État membre de l'UE, ou pour l'UE dans son ensemble, en raison d'un levier excessif (ou d'une asymétrie de liquidité), l'AEMF – en collaboration avec les autorités macroprudentielles et les ANC et après consultation du CERS – devrait être habilitée à demander la mise en œuvre de limites de levier (ou du nouvel outil macroprudentiel pour la liquidité, comme indiqué plus haut) ou à « compléter » (*top-up*) les mesures nationales existantes.

Enfin, le partage des données et des informations devrait être amélioré pour soutenir cette coopération.

6. Évaluer – et ajuster si nécessaire – le périmètre réglementaire

Le périmètre réglementaire est un élément clé de la conception d'une perspective macroprudentielle dans la réglementation de l'intermédiation financière non bancaire. Par exemple, une grande partie des actifs gérés dans l'UE ne le sont pas par des fonds réglementés par la

directive sur les FIA ou les OPCVM, mais plutôt par des mandats discrétionnaires (MiFID), ainsi que par une série d'activités d'investissement plus larges telles que celles des gestionnaires de patrimoine familial (*family offices*). Malgré les différents régimes de réglementation, les activités peuvent être de même nature et, dans certains cas, présenter des risques similaires. Archegos Capital Management, un gestionnaire de patrimoine familial américain, qui a fait défaut en mars 2021 à la suite d'appels de marge de plusieurs contreparties de produits dérivés, en est un exemple probant.

Deux implications importantes en découlent dans le cadre du développement d'une perspective macroprudentielle dans la réglementation de l'intermédiation financière non bancaire :

- Premièrement, il est utile d'étendre la disponibilité des données et l'évaluation du risque systémique à des domaines d'activité de gestion d'actifs au-delà de l'accent traditionnel mis sur les fonds d'investissement réglementés (OPCVM et FIA) afin d'inclure également les mandats discrétionnaires et les gestionnaires de patrimoine familial. Ces derniers peuvent présenter certains risques comparables (par exemple en raison d'un levier synthétique ou d'une préparation inadéquate pour répondre aux appels de marge) à ceux de leurs homologues réglementés par la directive sur les FIA/OPCVM, mais, parce qu'ils se situent en dehors du périmètre réglementaire, les informations permettant d'évaluer l'ampleur de ces risques sont très limitées. Toute collecte de données supplémentaire devrait être proportionnée aux risques posés par ces entités et faire l'objet d'une évaluation coûts-bénéfices.
- Deuxièmement, les activités et les risques pouvant relever de différents régimes de réglementation, une perspective holistique du risque systémique devrait inclure à la fois une approche fondée sur les entités et une approche fondée sur les activités. Cette dernière, en particulier, pourrait permettre d'éviter un arbitrage potentiel entre les entités non réglementées. Lorsque cela est justifié, concevoir des mesures pouvant répondre à des vulnérabilités similaires, quel que soit le régime de réglementation, permettrait de mettre fin à une possibilité d'arbitrage réglementaire et de faire face aux risques systémiques de manière plus efficace. En pratique, cela peut être difficile à réaliser et ne serait nécessaire que lorsque l'activité dans les segments non réglementés a une importance systémique significative. Dans certains cas, des mesures s'appliquant aux établissements réglementés pourraient permettre d'obtenir des résultats fondés sur l'activité. Par exemple, dans le cadre de la protection contre les risques liés au levier, les mesures couvrant les informations que les entités financières non bancaires (réglementées ou non) divulguent aux fournisseurs de levier (réglementés) pourraient renforcer les normes de gestion des risques.