

## ADAPTER LA RÉGULATION AUX MARCHÉS : L'AVIS D'UN SPÉCIALISTE

PATRICK DE SAINT-AIGNAN \*

Les marchés financiers se sont développés de façon considérable au cours de ces vingt dernières années, s'affranchissant d'un cadre largement national dans chaque centre financier pour évoluer vers un marché mondial de plus en plus intégré. Les barrières géographiques et institutionnelles ont été repoussées sous la pression d'une mondialisation progressive de la création et de la distribution des produits financiers. Cette évolution devrait se poursuivre dans la mesure où les pratiques concurrentielles restrictives et les réglementations s'assouplissent et les bienfaits de la concurrence dans le domaine des services financiers deviennent plus accessibles aux investisseurs et aux émetteurs. Cette évolution est facilitée par les progrès réalisés dans les technologies employées, dans les moyens de communication, dans la desintermédiation et la sécurisation des mouvements de capitaux, ainsi que dans l'utilisation de produits dérivés destinés à mieux gérer les risques. Mais ces développements n'ont pas été accompagnés par une évolution aussi profonde des schémas réglementaires au regard des marchés et de leurs intervenants. La variété des réglementations, entre les pays et au sein des pays, contraste avec la similarité, pour ne pas dire l'harmonisation, des types de produits et des méthodes de négociation sur les marchés financiers. Certes, des progrès ont été réalisés, en particulier dans le domaine des règles prudentielles s'appliquant aux banques, qui visent à adapter la régulation aux évolutions des marchés financiers. Mais beaucoup reste à faire pour minimiser les coûts et les inefficacités des arbitrages réglementaires et pour récolter les bienfaits économiques du développement de ces marchés et produits tout en respectant des schémas réglementaires pragmatiques.

Dans cette perspective, on peut se demander s'il faut s'attacher à harmoniser les régimes réglementaires dans chaque pays, au niveau de groupes de pays ou à l'échelle mondiale. Cet article présente les arguments avancés de part et d'autre et propose une approche intermédiaire

91

---

\* L'auteur, actuellement Président de Morgan Stanley S.A. à Paris, est un des fondateurs et ancien président de l'International Swaps and Derivatives Association Inc. et a été co-rapporteur de l'étude sur les produits dérivés du Group of Thirty.

basée sur une *approche commune* de la régulation, plutôt que sur une *harmonisation* de la régulation. Cette approche nécessite une collaboration plus efficace des différentes autorités de tutelle, non seulement de façon informelle mais également de façon formelle sous la responsabilité d'une « autorité de référence » responsable de la supervision dans le « pays d'origine » et reconnaissant que les règles des « pays d'accueil » s'appliquent aux opérations qui y sont réalisées. Elle implique également l'adoption de méthodes comparables d'évaluation des risques, risque par risque pour tous types de produits ou activités, des incitations fortes à la mise en place de procédures de contrôle interne efficaces, ainsi que la mise à jour de certains principes comptables et l'amélioration de l'information financière. Enfin, dans la mesure où la meilleure forme de régulation est celle qui fait la part la plus large à la discipline que les marchés eux-mêmes imposent aux intervenants, il est souhaitable que les autorités réglementaires s'attachent à respecter le principe de subsidiarité selon lequel elles doivent apporter la preuve de l'insuffisance de l'autodiscipline des marchés dans des domaines spécifiques avant d'imposer de nouvelles règles.

### *I - Mondialisation des marchés financiers*

92

Ces vingt dernières années ont vu les marchés financiers développer des liens entre eux et prendre l'aspect d'un marché global - un changement significatif par rapport aux marchés financiers indépendants et nationaux. Ce processus de mondialisation a en fait commencé au début des années 70 avec les marchés des changes à la suite de l'effondrement du système de parités fixes et de l'élimination parallèle des systèmes de contrôle des changes. Aujourd'hui, il se traite quotidiennement probablement plus de 1 000 milliards de dollars sur les différents marchés des changes (contre 20 à 30 milliards par jour en 1973, 200 milliards en 1986, et 880 milliards en 1992)<sup>1</sup>.

Alors que les années 70 ont vu la mondialisation du marché des changes, les années 80 ont été celles du marché obligataire; les émetteurs sont allés de plus en plus nombreux chercher au delà de leurs marchés nationaux des sources de financement plus avantageuses. Au même moment, les marchés obligataires secondaires connaissent une croissance phénoménale, due en particulier à la réduction des coûts de transaction, aux progrès technologiques réalisés, et à la volonté des gouvernements d'ouvrir les marchés financiers. Ainsi, le total des achats et ventes effectué par des non résidents sur le marché obligataire américain est passé de moins de 30 milliards de dollars il y a 10 ans, à plus de 500

<sup>1</sup> *Enquêtes triennales de la Banque des règlements internationaux (« BRI »)*

milliards l'année dernière<sup>2</sup>. Certains marchés inexistant il y a dix ans sont devenus des marchés très actifs et largement mondialisés : ainsi le marché secondaire de la dette des pays émergents a atteint l'an dernier un volume de 2 800 milliards de dollars, soit 40% de plus que l'année précédente<sup>3</sup>.

Les marchés des actions ne se sont pas développés aussi rapidement; même si on note une augmentation des flux internationaux. Ces mouvements se poursuivront en bénéficiant de la baisse des coûts de transaction, d'une meilleure communication (en particulier une meilleure information financière), de la libéralisation des restrictions sur les investissements étrangers, de la volonté des investisseurs institutionnels de diversifier leurs actifs afin d'en augmenter le rendement et d'en réduire les risques, enfin du développement des fonds de pension. Selon une étude récente de Mc Kinsey Global Institute, dans les seuls Etats-Unis, le montant des transactions avec l'étranger a été multiplié par cinq, passant de moins de 80 milliards de dollars en 1982 à presque 450 milliards en 1992<sup>4</sup>.

Les marchés « sous-jacents » n'ont pas été les seuls à connaître une croissance exponentielle; les produits dérivés, traités sur des marchés organisés ou non, ont connu une telle croissance<sup>5</sup>. Cette spectaculaire évolution provient pour une part du besoin de couverture et de gestion des risques résultant de conditions financières volatiles et s'est appuyée sur les capacités d'énormes moyens informatiques qui ont rendu possible et rentable l'utilisation de modèles sophistiqués. Selon une estimation, l'encours notionnel des produits traités sur les marchés organisés s'élevait à 4.800 milliards à la fin 92, contre 600 milliards en 1986<sup>6</sup>. Pour les produits dérivés négociés de gré à gré, les montants étaient respectivement de 5 400 milliards et de 500 milliards<sup>7</sup>. Une statistique plus large fait état d'un volume d'encours de dérivés de gré à gré de 34 000 milliards de dollars à fin 95<sup>8</sup>.

Simultanément, les métiers d'intermédiaire financier ont vu la part des activités bancaires traditionnelles (dominées par les banques) se réduire au profit des activités de marchés des capitaux auxquelles participent les banques, les entreprises d'investissement ainsi que certaines compagnies

2 McKinsey Global Institute, « *The Global Capital Market: Supply, Demand, Pricing and Allocation* » (novembre 4, 1994), chapitre 4, page 7.

3 Emerging Markets Traders Association

4 McKinsey Global Institute, *Id.* chapitre 4, page 9.

5 Les produits dérivés négociés de gré à gré comprennent les swaps de taux, de devises, sur actions, ou sur matières premières, les options OTC (dont les caps, floors et collars) et les opérations de change à terme.

6 Dr. Horst Bockelmann, « *Growth and Systemic Risks in Derivatives Markets* », *Derivative Instruments* (éditeur E.J. Swan 1994) 33, 35.

7 *Id.* Ne comprend que les chiffres recueillis par l'ISDA ; n'inclut pas les opérations de vente à terme, ou les options de change OTC.

8 Swaps Monitor.

d'assurance. La distinction entre ces différents types d'institutions est devenue plus floue alors que les types de risque qu'elles assument (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel) sont similaires.

## *II - Approches réglementaires actuelles*

L'évolution des régimes réglementaires s'appliquant aux établissements financiers n'a pas, on le comprend, pu suivre les développements des marchés, de leurs intervenants, des produits ou des techniques. Alors que les intermédiaires financiers élaborent des produits complexes dont les éléments sont enregistrés dans plusieurs juridictions, les autorités de contrôle ont gardé une approche nationale et des comportements et priorités qui reflètent leurs origines différentes. Elles sont organisées pour la plupart par type d'établissements, correspondant aux activités bancaires, de marché et d'assurance, alors que la nature des métiers exercés et des risques gérés par ces établissements comprend une large partie commune.

94

Historiquement, l'objectif principal des autorités de tutelle bancaire dans la plupart des pays est de s'assurer de la sécurité et de la solidité des institutions bancaires à des fins de maintien de la stabilité financière, de bon fonctionnement des systèmes de paiement ainsi que de protection des épargnants. Pour ce faire la plupart des autorités bancaires ont recours à des états financiers périodiques fournis par les banques ainsi qu'à des contrôles sur place. Confrontés traditionnellement à des risques de crédit, les autorités bancaires s'intéressent essentiellement à la qualité des actifs, à la diversification des risques et à l'adéquation des fonds propres. Les moyens mis en oeuvre par les autorités bancaires de différents pays peuvent varier de façon significative et peuvent être très complexes. Par exemple, les règles de supervision des banques aux Etats-Unis sont parmi les plus complexes de l'OCDE : en plus de quatre autorités bancaires fédérales (Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision et la Federal Deposit Insurance Corporation), chaque état dispose d'un organe de contrôle propre qui s'assure de la bonne santé des institutions dont il a la tutelle. Une institution peut dès lors être sujette à un certain nombre de réglementations faisant double emploi, en plus des contrôles sur place que ces mêmes superviseurs peuvent réaliser.

Les autorités responsables des entreprises d'investissement se préoccupent principalement de la liquidité du bilan de ces établissements (sans entraîner de perte pour leurs clients), en portant une attention particulière aux risques de marché. En outre, elles se soucient de la transparence et du bon fonctionnement des marchés de capitaux. Toutefois, récemment,

alors que les autorités bancaires se sont préoccupés de plus en plus des risques de marché, les autorités en charge des entreprises d'investissement ont porté leur intérêt sur le risque de contrepartie ainsi que sur la santé financière de leurs filiales non réglementées. Ici encore, les structures réglementaires spécifiques mises en oeuvre peuvent être très différentes selon les pays, en particulier sur le degré de recours à des organes de représentation professionnelle pour assurer une autorégulation comparé à une régulation directe par l'autorité de tutelle.

La régulation des compagnies d'assurance résulte d'une approche différente, mais un approfondissement de ce sujet dépasserait le cadre de cet article<sup>9</sup>.

Compte tenu des évolutions de marché et des schémas réglementaires existants, est-il souhaitable de vouloir harmoniser au niveau international la régulation du secteur des services financiers ?

### *III - Les arguments « pour » une harmonisation*

Les partisans d'une harmonisation mettent en avant un certain nombre de raisons dont l'élimination des arbitrages réglementaires et des distorsions concurrentielles, la protection plus efficace du système financier, la suppression d'exigences réglementaires redondantes (notamment en matière de fonds propres ainsi que les systèmes nécessaires à leur calcul), l'élimination de réglementations locales qui réduisent l'efficacité des mesures de réduction des risques, enfin la standardisation de l'information et des techniques de mesure des risques, afin d'en améliorer la transparence et la comparabilité. Deux cas récents d'harmonisation sont les travaux de la BRI dans le domaine des règles d'adéquation des fonds propres<sup>10</sup> (exemple d'harmonisation *globale* des règles pour l'ensemble des banques des pays du G10)<sup>11</sup>, ainsi que la directive européenne d'adéquation des fonds propres (exemple d'harmonisation des règles pour *différents* établissements financiers au sein de la Communauté européenne)<sup>12</sup>.

95

---

<sup>9</sup> Les autorités de contrôle des compagnies d'assurance se concentrent sur la capacité de ces dernières à honorer leurs obligations envers leurs assurés. Les règles de solvabilité, ainsi que les restrictions au niveau des investissements, suggèrent que les réglementations se concentrent sur les firmes individuelles, alors que la sécurité du système dans son ensemble a été améliorée par les contrats internationaux de réassurance. En 1993, l'International Association of Insurance Supervisors a été créée avec pour but l'amélioration de la compréhension au niveau international des différents systèmes réglementaires nationaux.

<sup>10</sup> Par exemple, les ratios Cooke ont permis d'harmoniser efficacement les exigences de fonds propres au regard du risque de crédit supporté par les banques.

<sup>11</sup> Les pays du G10 (au nombre de 11) sont : la Belgique, le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, les Pays Bas, la Suède, la Suisse, la Grande Bretagne et les Etats-Unis.

<sup>12</sup> La Directive Adéquation des Fonds Propres [93/6/CEE, JO n° L141, 11.6.93] harmonise les besoins en capital pour le portefeuille de négociation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement de la Communauté européenne, définit les risques de marché et crée un champ concurrentiel uniforme entre les banques et les entreprises d'investissement.

Les craintes relatives aux « arbitrages réglementaires » (qui consistent à rechercher les régimes les plus avantageux) proviennent du fait que ces arbitrages mettent en danger la sécurité et la solidité que la régulation est supposée promouvoir, tout en créant des distorsions de concurrence. En éliminant les possibilités d'arbitrage réglementaire, l'harmonisation élimine le risque que posent les entités non ou insuffisamment régulées aux banques centrales dans leur mission de contrôle du risque systémique et de garant du bon fonctionnement du système financier. Dans le même temps, l'harmonisation réglementaire permet d'éviter les inconvénients de la duplication, ou multiplication, des régimes réglementaires qui entraînent des surcoûts en termes de fonds propres, de reporting et d'audits. Elle assure de la même façon l'efficacité des techniques de réduction des risques dans différentes juridictions (tels que les contrats cadre permettant la compensation des créances en cas de défaillance). Enfin, les partisans d'une telle harmonisation mettent en avant les effets bénéfiques de ces mesures en termes de lisibilité, de transparence et de comparabilité qui résultent de l'harmonisation des principes comptables et de l'information financière. Égalité du traitement réglementaire et simplification de la tâche des autorités de tutelle autour d'un cadre qui adopte les meilleures approches en matière de régulation, voilà les bénéfices escomptés d'une telle harmonisation réglementaire. Projet réalisable ou rêve impossible, les points de vue sont partagés.

96

#### *IV - Les arguments « contre » l'harmonisation*

Les arguments avancés à l'encontre d'une harmonisation sont qu'une harmonisation efficace tend à traiter tous les établissements de façon uniforme, qu'elle serait trop difficile à réaliser correctement et trop difficile à modifier; et enfin qu'elle élimine la concurrence entre les différentes autorités de tutelle et risque de conduire à un absolutisme réglementaire ne laissant pas leur juste place aux mécanismes d'autorégulation.

Il n'est pas nécessairement souhaitable que tous les intermédiaires financiers soient logés à la même enseigne. Par exemple, l'adoption de règles de capital uniformes pour toutes les institutions financières (qu'elles soient banques ou entreprises d'investissement) au regard des activités de produits dérivés, ne semble pas appropriée, car certains intermédiaires ne disposent pas de dépôts faisant l'objet d'une garantie gouvernementale, ne font pas partie du système de paiements, ou ne traitent pas avec des clients non-avertis et incapables d'analyser le risque de contrepartie. Pour les autres intermédiaires l'adéquation des fonds propres relève de considérations spécifiques. De même, les traditions juridiques et culturelles varient, selon les pays et les marchés. En Grande-Bretagne, les investis-

seurs sont habitués à un système réglementaire et à des règles de conduite de leurs activités qui différencient les opérations de détail des opérations de gros, alors qu'aux Etats-Unis, une telle distinction n'existe pas. Une harmonisation complète signifierait en fait une homogénéisation de traditions et d'attentes très ancrées, qu'il paraît souhaitable de respecter.

La réalisation d'un tel environnement réglementaire « idéal » qui pourrait favoriser et s'adapter à l'innovation<sup>13</sup>, serait trop difficile dans un monde aussi complexe. Il faut craindre que la solution à laquelle on aboutirait soit le résultat de négociations politiques plutôt que de sérieuses discussions techniques entre professionnels des marchés et autorités de tutelle. Les autorités de tutelle européennes des entreprises d'investissement ont été confrontées à de nombreuses difficultés pratiques en essayant de mettre en oeuvre la directive sur les services en investissements<sup>14</sup> ou la directive sur l'adéquation des fonds propres, compte tenu des traditions différentes (les problèmes seraient fortement augmentés dans le cas d'une harmonisation globale), et actuellement les autorités de tutelle ont de grandes difficultés à s'assurer que la directive adéquation des fonds propres soit en harmonie avec les derniers travaux de la BRI. Par exemple, la BRI fait preuve de beaucoup de vision en proposant une mesure des risques de marchés permettant une large utilisation de modèles internes comme alternative à l'application de formules réductrices. La directive adéquation des fonds propres, qui ne permet qu'un recours très limité aux modèles internes, devra, pour suivre les recommandations de la BRI, faire l'objet d'une nouvelle directive qui ne verra le jour, au mieux, qu'en janvier 1998. Ainsi les établissements financiers européens risquent de se retrouver dans une situation de désavantage concurrentiel en devant appliquer des règles prudentielles considérées obsolètes par beaucoup.

Enfin, les opposants de l'harmonisation pensent que la concurrence dans le domaine réglementaire, comme dans les autres domaines, favorise le développement de réglementations plus adaptées et réduit le risque de voir se développer une régulation autoritaire qui bloque l'innovation. Il faut rappeler que c'est la sévérité des règles de capital édictées par la Securities and Exchange Commission (SEC) qui a poussé les maisons de titres américaines à loger leurs activités sur les produits dérivés hors de leur structure réglementaire; si des règles identiques à celles de la SEC avaient été appliquées à l'ensemble des établissements, le marché mondial des produits dérivés n'aurait certainement pas pu se développer. En revanche,

*13 Certains membres de cette école pensent que les ratios Cooke ont en fait poussé les banques vers des comportements non-commerciaux. Par exemple, le traitement uniforme des crédits aux entreprises, sans aucune référence à leur notation, a encouragé les banques à laisser la qualité de leurs portefeuilles de prêts se détériorer.*

*14 93/22/CEE, JO n° L141, 11.6.93 (« DSI »).*

un système décentralisé peut encourager l'innovation, l'autorégulation et peut s'avérer un moyen efficace pour traiter des questions importantes et créer un niveau de régulation approprié, souvent plus rapidement et plus efficacement qu'à travers des réglementations statutaires. Or l'innovation, la complexité et la vélocité des marchés rend une telle approche éminemment souhaitable.

#### *V - Une approche intermédiaire*

Entre absolutisme réglementaire et supervision « à la carte », il y a place pour des méthodes de régulation basées sur des approches communes. Les principes directeurs sont les suivants : une collaboration efficace des superviseurs (de façon formelle et informelle) dans le cadre de la désignation d'un superviseur de référence alliant supervision dans le pays d'origine et respect des règles de conduite du pays d'accueil ; l'adoption de mesures de risque comparables par *types de risque* quels que soient les produits ou activités (et non par *types de produits*) ; l'adoption de lignes directrices pour le contrôle interne ; un effort collectif pour la mise à jour des principes comptables et l'amélioration de l'information financière. Enfin, conformément à la notion que la meilleure forme de régulation est l'autorégulation résultant de l'interaction des forces de marché, il serait souhaitable de faire accepter le principe de subsidiarité, par lequel les autorités de tutelle devraient apporter la preuve que la discipline de marché crée des risques inacceptables que seules de nouvelles réglementations peuvent contenir à un coût raisonnable.

98

#### *Superviseur de référence*

Un système de régulation reposant sur la désignation d'un superviseur de référence pour chaque institution permet d'équilibrer d'un côté l'exigence de standards de haute qualité, et de l'autre le respect des spécificités nationales en particulier en ce qui concerne les règles de conduite. Un tel système fonctionne à deux niveaux : à *l'intérieur d'une juridiction donnée* vis-à-vis d'établissements qui ont, par exemple, des activités bancaires et de marché à travers des filiales ayant le statut de banque ou d'entreprise d'investissement (de telle sorte que l'autorité de tutelle d'une entreprise d'investissement assurera la *régulation* d'une maison de titres qui effectue accessoirement des opérations de nature bancaire ou la *supervision* d'un groupe comprenant une maison de titres et accessoirement une banque); ou à *travers différentes juridictions* (par exemple, à travers le principe de pays d'origine/pays d'accueil adopté par l'Union européenne dans son

programme de définition du marché unique)<sup>15</sup>.

A l'intérieur d'un pays donné, le superviseur de référence est responsable de la réglementation prudentielle, en particulier des règles de solvabilité et de liquidité, de la supervision du contrôle interne au sein des entités contrôlées, et de la mise en place d'accords en vue de la collecte d'information et de la supervision du groupe à travers le monde. Les autres autorités de tutelle locales sont principalement en charge des règles de conduite s'appliquant à certaines activités. En Grande-Bretagne, ceci signifie par exemple que pour une maison de titres qui effectue des opérations de swaps et sur le marché des changes en plus de ses opérations sur titres, la Securities and Futures Association (« SFA ») décide des règles de capital et des autres règles prudentielles, et la Banque d'Angleterre définit les règles de conduite (the « Grey Book »)<sup>16</sup> pour les activités relatives aux swaps et aux opérations de change. Pour les groupes qui comprennent une banque et une maison de titres, si les règles prudentielles sont définies par l'autorité de tutelle des maisons de titres pour la maison de titres et par l'autorité bancaire pour la banque, une seule des deux autorités (selon la prépondérance d'une activité sur l'autre au niveau du groupe) prendra en charge la *supervision* globale du groupe. Bien que le concept de superviseur de référence ne s'apparente pas à une consolidation réglementaire, il implique que le superviseur de référence apprécie la sécurité et la solidité de l'ensemble du groupe et le respect général des règles applicables, ce qui nécessite des contacts et des échanges d'information avec les autres autorités de contrôle de la juridiction.

99

On peut penser qu'à terme la régulation sectorielle (par type d'établissement) pourrait s'appuyer sur une régulation fonctionnelle (par type d'activité) de sorte qu'une même activité serait réglementée de façon unique, même si ce n'est pas par la même autorité de tutelle ou avec le

<sup>15</sup> La directive de 1988 sur les mouvements de capitaux (88/361/CEE, JO n° L178, 24.06.88), la deuxième directive bancaire (89/646/CEE, JO n° L386, 30.12.89), la DSI et les directives couvrant les domaines de l'assurance vie et de l'assurance non vie (92/96/CEE, JO n° L360, 10.11.92 et 92/49/CEE, JO n° L228, 18.6.92 respectivement) sont les textes de base définissant le marché unique européen des services financiers. Toutes ces directives, en fait, ne font que reprendre les principes existants de liberté d'établissement définis par le Traité de Rome - et donc la création du « passeport unique ». Ce programme n'avait pas pour objet de créer un marché unique de capitaux. Il devait, d'un côté, accroître la libre concurrence des établissements au sein d'un espace géographique plus étendu (accès étendu aux marchés des capitaux européens en supprimant les barrières et en libéralisant les marchés), et d'un autre côté, poser les bases du système de protection des investisseurs. Les caractéristiques principales de ce programme sont la reconnaissance mutuelle, l'harmonisation des standards minimum, la coordination de la régulation entre les autorités de tutelle nationales et la création d'un agrément unique délivré par l'état d'origine.

<sup>16</sup> Le « Grey Book » est le code de conduite de la place londonienne établi par la Banque d'Angleterre pour toutes les opérations de gros du marché monétaire entre professionnels et comprenant notamment les opérations sur le marché des changes et les produits dérivés de taux.

même résultat final. Ainsi, la mesure du risque de marché pour les entreprises d'investissement et pour les banques serait la même (même supervisées par des autorités différentes), mais l'exigence en fonds propres pourrait, elle, être différente. Par exemple, si un établissement finance ses activités de marché par emprunt ou par recours aux marchés des capitaux et un autre utilise des fonds de la clientèle, le besoin en capital sera différent : l'accès aux marchés impose généralement un niveau de fonds propres minimum (en l'absence de tout autre besoin en capital), ce niveau étant susceptible d'être plus élevé que les besoins en fonds propres dans le second cas<sup>17</sup>.

La division de responsabilités entre réglementation prudentielle et règles de conduite applicables à certaines activités ainsi que la distinction entre supervision de référence et consolidation réglementaire s'appliquent également au niveau international. Par exemple, le principe européen de pays d'origine/pays d'accueil signifie que les règles de capital et les règles prudentielles sont définies par le pays d'origine (le pays du domicile légal de l'établissement contrôlé), et que les règles de conduite ou règles de marché émanent de chaque pays d'accueil. Ce modèle doit être étendu afin de couvrir le cas où un groupe dispose de filiales dans d'autres pays : chaque filiale serait sujette aux règles prudentielles définies par le pays d'accueil, l'autorité de contrôle du pays d'origine aurait la responsabilité de la supervision du groupe, et devrait collaborer étroitement avec les autorités des pays d'accueil en maintenant un dialogue permanent et par échange d'informations. Ainsi, dans le cas d'une maison de titres britannique qui aurait des filiales à New-York, Paris, Francfort et Hong-Kong, alors que la SEC américaine, la Commission bancaire française, le Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen allemand, et la Securities and Futures Commission de Hong Kong définissent, dans leurs juridictions respectives les règles prudentielles et les règles de conduite et réalisent des contrôles sur place, le SFA, pour son compte, doit entretenir un dialogue constant et partager des informations relatives à cet établissement avec ces différentes autorités de tutelle.

Pour fonctionner efficacement un tel système de régulation requiert d'une part un haut niveau de dialogue et d'échange d'informations entre autorités de tutelle, et d'autre part la volonté des superviseurs de référence d'exercer leur jugement dans un cadre plus large. Il requiert des superviseurs une compréhension fine dans des domaines étendus ainsi qu'une relation proactive entre les autorités de tutelle. Pour certaines autorités ces exigences accrues représentent un véritable challenge dont l'enjeu est la mise en place d'un système de régulation efficace, adapté et pratique.

*17 La création de filiales - triple A - pour les produits dérivés par plusieurs banques commerciales ou maisons de titres est un exemple de la discipline de marché, qui a contraint les intervenants à allouer des fonds propres à leur activité sur produits dérivés.*

Une collaboration informelle efficace des autorités de tutelle dans le cadre de forums tels que l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières (IOSCO/OICV) et la BRI est primordiale. Les autorités bancaires travaillent ensemble au niveau mondial, sous les auspices de la BRI et celles des maisons de titres sous les auspices de l'OICV. La collaboration au niveau international entre ces deux groupes a été longtemps incertaine mais semble se préciser, notamment dans le domaine des produits dérivés<sup>18</sup>. Les tentatives au niveau national ont souvent été entravées par des querelles de juridiction. Toutefois, tous les acteurs conviennent que la coopération est essentielle pour que les autorités de tutelle puissent agir rapidement et s'adapter aux évolutions des marchés.

#### *Mesures comparables du risque*

Un des domaines où le développement d'une approche commune semble le plus encourageant est la mesure du risque. Les produits financiers offrent une grande diversité et il s'en crée de nouveaux tous les jours. Toutefois, ils contiennent tous, dans des proportions ou combinaisons différentes, les mêmes types de risque : risque de crédit (ou de contrepartie), risque de marché, risque juridique ou opérationnel. Aussi, une approche commune de la réglementation, basée sur l'analyse, la mesure et la gestion de ces risques de base, peut être utilisée pour couvrir la majeure partie des activités financières et ne devient pas obsolète quand de nouveaux produits sont introduits sur les marchés.

101

Cette approche commune, qui peut être appliquée universellement, peut aussi conduire à une définition plus précise de la mesure du risque par l'utilisation de modèles de simulation. La récente décision du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire d'autoriser l'utilisation de modèles internes des banques dans sa proposition du traitement du risque de marché<sup>19</sup>, répond à la demande de nombreux acteurs de marché et représente un pas décisif dans une direction que les autorités de tutelle des entreprises d'investissement sont invitées à suivre. Déjà, le Derivatives Policy Group (DPG), regroupant les principales maisons de titres américaines, a adopté cette approche pour la mesure du risque de marché et du risque de

<sup>18</sup> Ainsi le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'OICV ont publié conjointement en juillet 1994 des documents formulant des recommandations en matière de gestion des risques relatifs aux produits dérivés. En mai 1995 les deux groupes ont publié un mémorandum commun décrivant les informations que les autorités de tutelle pourraient demander aux banques et maisons de titres relatives à leurs activités de produits dérivés.

<sup>19</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Proposition soumise à consultation : - Exigences de fonds propres pour les risques de marché: approche fondée sur les modèles internes - (avril 1995); Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Proposition soumise à consultation : - Projet d'extension de l'accord sur les fonds propres aux risques de marché - (avril 1995).

contrepartie pour les produits dérivés OTC<sup>20</sup>, déclarant que « la méthode la plus efficace pour mesurer ces risques passe par l'utilisation des modèles (quantitatifs) internes des établissements financiers. »<sup>21</sup> En outre, ces maisons de titres ont accepté de communiquer volontairement à la SEC les mesures de risque produites par leurs modèles internes, développés sur la base de principes généraux et standards minimums, dûment vérifiés, démontrant ainsi leur engagement envers l'autorégulation.

La précision plus grande que permettent les modèles de simulation assure une meilleure gestion des risques et devrait se traduire par une utilisation plus efficace des fonds propres pour autant que les autorités de contrôle créent les mesures incitatives appropriées. Cette évolution est importante même si initialement un nombre limité d'établissements remplissent les conditions requises car une dynamique aura été créée qui incitera les établissements non encore autorisés à effectuer les investissements nécessaires pour développer des systèmes adéquats. Malheureusement, de telles incitations risquent de ne pas voir le jour au sein de la Communauté européenne si la directive adéquate des fonds propres n'est pas modifiée avant sa date d'entrée en vigueur le 1er janvier 1996, parce qu'elle obligera tous les établissements de crédit européens à investir dans le développement de systèmes de mesure des risques qui sont inadaptés aux besoins de beaucoup. C'est pourquoi la reconnaissance de l'approche basée sur des modèles internes devrait être la priorité de toute autorité de contrôle.

102

#### *Lignes directrices relatives au contrôle et reporting interne*

La qualité des contrôles internes des établissements financiers, surtout dans le domaine des produits dérivés, a fait l'objet, récemment, d'un intérêt particulier. Les craintes formulées ont connu un écho encore plus important avec la chute de Barings. Une fois de plus, les travaux du DPG dans ce domaine constituent un point de départ intéressant pour le développement d'approches communes dans le domaine du contrôle interne.

Le rapport du DPG rappelle les principes de base d'une saine gestion des risques relatifs aux produits dérivés de gré à gré, ainsi que le rôle des

<sup>20</sup> *Derivatives Policy Group, Framework for Voluntary Oversight: A Framework for Voluntary Oversight of the OTC Derivatives Activities of Securities Firm Affiliates to Promote Confidence and Stability in Financial Markets (March 1995) (the DPG Report). Les membres du DPG sont CS First Boston, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley et Salomon Brothers.*  
<sup>21</sup> *Idem page 23. Le rapport du DPG affirme que ses travaux dans ce domaine constituent, à sa connaissance, « la première mise en application généralisée de normes et de procédures de vérification se basant sur une telle approche ».*

vérifications et audits externes<sup>22</sup>. Une fois de plus, plutôt que de définir un standard obligatoire, le DPG a développé un certain nombre de lignes directrices, qui créent un cadre suffisamment flexible pour que des établissements aux cultures, structures ou philosophies différentes puissent les adopter selon l'objectif, la taille et la complexité des activités qu'elles gèrent. Les principaux éléments en sont la mise en place, sous forme écrite, de directives pour les opérations sur instruments dérivés (ces directives devant être approuvées par le Conseil d'Administration, ou son équivalent, ou un comité spécifique), des procédures de contrôle adaptées aux directives, et enfin des procédures de vérification (préparation d'un rapport annuel par un auditeur externe).

#### *Mise à jour des principes comptables et amélioration de l'information financière*

L'évolution rapide des marchés financiers et des outils et techniques de gestion des risques a rendu obsolètes certaines règles comptables. Comment comptabiliser les nouveaux instruments financiers ? Si le terme « gestion de risque » correspond mieux à leur objet, comment le définir suffisamment précisément pour s'assurer de sa cohérence et éviter toute manipulation ? Il est évident que, pour développer des normes comptables modernes et cohérentes qui puissent répondre à ce genre de questions, la tâche qui attend l'International Accounting Standards Committee est difficile. Il est peut être utile de rappeler ici que l'objectif doit être de concevoir des règles comptables basées sur des valeurs économiques et qui soient compatibles avec la réalité économique des techniques modernes de gestion des risques.

L'information financière éclaire rarement le public sur les types et la mesure des risques financiers encourus. Ce manque de transparence est de plus en plus perçu comme une source de risque. Si certains établissements reportent maintenant des informations quantitatives sur le risque de contrepartie, ils sont peu encouragés à fournir plus que des informations d'ordre général sur le risque de marché; car il n'y a pas encore de consensus sur une méthode uniforme de quantification du risque de marché, pas plus que sur le type d'information qui serait utile au public sans pour autant dévoiler des informations ayant une valeur stratégique.

Le comité Euro-currency des banques centrales du G10, sous les auspices de la BRI, a publié en octobre 1994 les conclusions d'un groupe

<sup>22</sup> *Idem* pages 13 et suivantes. L'objectif principal était « de définir des lignes directrices pour les intermédiaires financiers sur la base des contrôles existants - afin que ceux-ci puissent décider en connaissance de cause, du champ et du niveau de leur activité sur produits dérivés ». *Id.*, page 4. Ce dispositif devrait aussi réduire les risques de perte imprévue. *Id.*, page 14.

de travail (« le Rapport Fisher ») appelant les intermédiaires financiers, sujets ou non à tutelle réglementaire, à diffuser périodiquement, des informations quantitatives relatives au risque de marché et de contrepartie qu'elles gèrent. Par ailleurs le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'OICV ont publié en mai 1995 un schéma directeur à l'intention des autorités de tutelles décrivant le type d'information que celles-ci pourraient demander aux établissements réglementés. Les intermédiaires financiers pourraient y voir leur intérêt, car une plus grande transparence accroît la capacité d'autorégulation des marchés, et réduit les arguments en faveur d'une réglementation pesante.

#### *Le rôle de l'autorégulation*

Certains diront que la mise en oeuvre au niveau mondial d'un système de supervision de référence diminue le rôle de l'initiative individuelle et de l'autorégulation. Au contraire, l'importance de leur contribution est accrue. Comme le disait un superviseur britannique : « Je pense vraiment que la meilleure des protections est de s'appuyer sur les mécanismes de marché efficaces comme première ligne de défense, et que les autorités de contrôle ne doivent utiliser l'arme réglementaire qu'en dernier recours »<sup>23</sup>. L'autorégulation a fait ses preuves dans le passé. Des organisations telles que l'International Securities Markets Association (« ISMA »)<sup>24</sup> ou l'International Swaps and Derivatives Association (« ISDA »)<sup>25</sup>, par exemple, ont beaucoup contribué au cours de ces dix dernières années à réduire le risque et à améliorer le cadre juridique des transactions<sup>26</sup>. Les travaux du

104

23 Discours prononcé par Andrew Large, Président du UK Securities and Investments Board, devant l'OICV, en octobre 1994.

24 L'ISMA (anciennement the Association of International Bond Dealers) est une association qui regroupe plus de 880 établissements actifs sur les marchés des eurobonds. Les objectifs principaux de l'ISMA sont de s'assurer de la mise en place et de l'application d'un cadre réglementaire permettant un fonctionnement ordonné du marché des titres internationaux, et de fournir des informations et des conseils à ses membres et aux autorités gouvernementales concernant les marchés de capitaux.

25 L'ISDA est une organisation internationale qui regroupe plus de 150 établissements actifs sur le marché des produits dérivés négociés de gré à gré. L'ISDA regroupe aussi des utilisateurs finaux de produits dérivés, dont des entreprises privées et publiques, ainsi que les sociétés de services (comptables, informatiques et juridiques) qui les assistent.

26 Par exemple, en 1985, l'ISDA a développé un « Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions », une liste standard des termes à utiliser pour la rédaction des documents relatifs aux swaps. Ce document a été mis à jour en 1986. En 1987, l'ISDA a développé un modèle standard de convention cadre pour les swaps de taux en dollars et autres devises, et pour les swaps de devises (En plus, l'ISDA a développé un glossaire de termes et un guide d'utilisation des contrats ISDA). En 1992, l'ISDA a rédigé une nouvelle génération de contrats, dont un contrat cadre pour les opérations dans plusieurs pays - plusieurs devises et un autre pour les opérations effectuées à l'intérieur du même pays, un modèle pour la définition et la confirmation des options de change et de devises, ainsi qu'un modèle pour la confirmation des transactions OTC sur options d'indices actions.

Group of Thirty (« G30 ») en 1993 ont eux aussi reconnu l'efficacité des règles de marché en recommandant un certain nombre de règles de bonne conduite aux établissements intervenant sur les marchés dérivés<sup>27</sup>. Une récente enquête du G30 fait apparaître qu'un nombre important de tenus de marchés ou d'opérateurs ont suivi les recommandations du G30 en resserrant les procédures de contrôle interne et en particulier en accroissant la participation active de leurs directions. Le rapport du DPG est en lui-même un exercice remarquable d'autorégulation. Pour résumer, le marché a démontré suffisamment de capacité à répondre aux questions importantes (en particulier dans le domaine des produits dérivés) à mesure qu'il s'est développé. L'entourer de règles non indispensables et pesantes, ou d'une structure trop rigide qui ne pourrait accompagner les évolutions rapides du marché, bloquerait cet élan et serait préjudiciable au succès et au développement d'une activité capable de répondre aux besoins de plus en plus exigeants de ses clients. Les autorités de contrôle internationales devraient plutôt travailler ensemble à la définition d'un cadre réglementaire tel que le schéma de supervision de référence proposé ici, capable de s'adapter aux évolutions des marchés, et d'utiliser les forces autorégulatrices des marchés. Comme le déclarait un éminent banquier international : « La législation réduit le champ discrétionnaire des superviseurs qui eux-mêmes réduisent l'initiative des managers... Limitez l'initiative et vous limitez l'innovation. »<sup>28</sup>

105

### Conclusion

Le développement des marchés financiers, des produits et du rôle de l'intermédiation au cours de ces vingt dernières années a produit des bienfaits considérables pour l'économie mondiale en orientant l'épargne vers les secteurs les plus rentables, en permettant aux entreprises de choisir les risques qu'elles acceptaient de supporter, et de se couvrir sur les

27 Group of Thirty (Global Derivatives Study Group), Derivatives: Practices and Principles (Juillet 1993) (le « rapport du G30 »). Le rapport du G30 a porté son attention sur cinq thèmes majeurs, applicables aux intermédiaires et aux utilisateurs finaux: le rôle de la direction générale dans la définition de la politique de gestion des risques de la société, gestion du risque de marché, gestion du risque de crédit, systèmes et contrôles opérationnels, et enfin règles comptables et d'information financière. L'objectif du rapport du G30 était de faire connaître les pratiques les plus efficaces - certaines étant déjà couramment appliquées, d'autres plus nouvelles - et de créer une référence à laquelle les établissements pourraient se comparer (ce qu'ils ont fait). Les auteurs du rapport du G30 reconnaissent que, du fait de la complexité et du rythme de croissance de ce domaine, la codification de leurs principes pourrait faire obstacle à l'innovation et au développement des produits dérivés.

28 Discours prononcé par Dennis Weatherstone, Président de J.P. Morgan & Co. Incorporated lors du Symposium international sur les services bancaires et de paiement, Washington D.C., le 10 mars 1994.

autres. Ces bienfaits n'ont toutefois pas été réalisés sans une très forte augmentation des risques liés à l'exposition aux contreparties, aux marchés, et à l'extraordinaire complexité du système financier international. Le but des autorités de tutelle devrait être de s'assurer que ces risques sont contenus dans des limites raisonnables, sans pour autant entraver la créativité et l'innovation nécessaires. Il devrait y avoir peu de divergence entre cet objectif et l'intérêt du professionnel sérieux désirant se développer dans le cadre de marchés sains aux standards élevés et en traitant avec des contreparties adéquatement réglementées. Ces objectifs peuvent être atteints sans avoir recours à une homogénéisation mondiale des réglementations, ni à la création d'une nouvelle autorité de tutelle internationale. L'approche qui semble la plus prometteuse et la plus pratique, et vers laquelle des progrès ont déjà été réalisés, consiste à établir des approches communes, surtout dans les domaines de la mesure du risque et de la définition de règles de capital et d'information financière, et à développer un cadre plus structuré de collaboration internationale entre les principales autorités de contrôle existantes. La prochaine conférence de l'OICV à Paris contribuera à cette évolution, si elle est capable de donner de l'élan et de la substance à ce processus.