



# RÉGULATION ET DÉVELOPPEMENT DES PLACES FINANCIÈRES

FRANÇOIS CHAMPARNAUD\*

**E**n français, le terme de régulation a une acception plus large qu'en langue anglaise où il signifie réglementation. L'action de réguler consiste non seulement à émettre des règles, mais aussi à régulariser, c'est-à-dire pour prendre une analogie empruntée au monde de la physique et de la mécanique, à assurer au système un fonctionnement stable et régulier. Appliqué à l'univers financier, on conçoit que cette fonction ait un impact sur les activités de marché et d'intermédiation d'une place.

L'activité des régulateurs consiste-t-elle pour autant à favoriser le développement harmonieux des places financières de leur juridiction ? La démarche est en réalité de nature dialectique. Les régulateurs sont le plus souvent réactifs à des innovations qui naissent et se développent au sein des professions financières. Ces dernières peuvent être tentées de rechercher une croissance de leur activité plus rapide que sur les places concurrentes par des procédés qui ne sont pas cohérents avec les missions de promotion de la stabilité financière et d'équité entre tous les participants dévolues aux régulateurs. La résolution d'éventuelles tensions entre les comportements des uns et les objectifs des autres s'opère en considérant des horizons temporels distincts.

A long terme, il y a bien convergence entre une bonne régulation et la force d'une place financière. A court terme, la tentation peut exister d'effectuer des arbitrages entre niveau de la régulation et accroissement de la compétitivité d'une place ; en prévenir les dérives, constitue un des objets de la coopération internationale entre régulateurs.

## *LA CONVERGENCE DES OBJECTIFS*

Le régulateur reçoit de la loi d'autres missions prioritaires que le renforcement de la compétitivité d'une place. Ainsi, l'ordonnance du

\* Chef du Service des études et du développement des marchés, Commission des opérations de Bourse.

28 septembre 1967 confère-t-elle à la Commission des opérations de Bourse (COB) le soin de veiller à la « protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés ».

La régulation financière répond d'abord à une exigence de sécurité et de protection. Elle ne saurait cependant se figer dans un cadre qui empêcherait les innovations. Il s'agit d'être réactif aux évolutions, voire de les anticiper. Le métier de régulateur consiste en un dosage permanent entre protection des investisseurs et compétitivité des places financières. On comprend dès lors que le curseur puisse se déplacer selon l'état de maturité financière d'un pays. Le renouveau des thèmes de la régulation financière permet aujourd'hui de combiner sécurité et compétitivité en renforçant la qualité des acteurs et des instruments financiers ou des techniques à leur disposition. Cette action prend de moins en moins la forme de la réglementation, de plus en plus celle de la responsabilisation.

### *La sécurité des intermédiaires*

96

Il s'agit d'abord de s'assurer que les intermédiaires sont aptes à exercer leurs métiers, en termes de compétence comme d'honorabilité, qu'ils le font en respectant les règles de prudence, c'est-à-dire sans mettre en risque la stabilité du système financier. La fonction qui consiste à s'assurer de l'honorabilité et des compétences des intermédiaires a longtemps été remplie, par cooptation et autodiscipline, par les intermédiaires eux-mêmes. Dans un univers globalisé, avec l'admission de membres non nationaux sur les différentes places boursières et le développement de la libre prestation de services à distance, les régulateurs publics ont assumé progressivement cette fonction qui ne peut plus consister à la simple vérification de l'homogénéité sociologique des participants. En France, c'est le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) pour les banques et les intermédiaires de marché ainsi que la COB pour les sociétés de gestion qui délivrent ou retirent les agréments.

Au plan européen, les standards d'honorabilité et compétence (*fitness and properness*) sont aujourd'hui très proches les uns des autres grâce à l'action des régulateurs du continent réunis au sein du Forum of European Securities Commissions (FESCO), de telle sorte qu'il n'est guère possible d'observer sur les différentes places du continent des acteurs répondant à des critères divergents d'honnêteté ou de compétence professionnelle minimale.

Le contrôle prudentiel des intermédiaires encourage aujourd'hui

assez largement sur la responsabilisation des acteurs, autant que sur le contrôle direct et la réglementation. L'accent mis sur le contrôle interne des risques de marché et de crédit témoigne de ce mouvement. Le régulateur prudentiel ne doit plus seulement surveiller les risques pris par les intermédiaires, ce qu'il continue bien entendu à faire. Il cherche aussi à apprendre aux intermédiaires à le faire eux-mêmes et à vérifier qu'ils ont l'organisation, les procédures et les méthodes pour cela.

S'agissant du niveau minimum de fonds propres exigé pour couvrir les risques pris sur les marchés, les régulateurs prudentiels ont validé des innovations nées chez les intermédiaires et s'appuient désormais sur les modèles internes pour calculer la charge en capital. La Réserve fédérale des Etats-Unis est allée jusqu'à suggérer que les établissements puissent fixer eux-mêmes leurs fonds propres et s'engagent à ne pas dépasser un niveau de pertes égal à un certain pourcentage de leur capital sur une période donnée, quitte à sanctionner *a posteriori* si les limites sont franchies (approche dite du *pre-committment*). En créant, par des mesures incitatives comme par des contrôles appropriés, les conditions de comportements sûrs, les régulateurs renforcent non seulement la stabilité des places financières sous leur contrôle mais encore celle du système international dans leur ensemble. Les accords entre régulateurs prudentiels au plan international ont permis de fixer des ratios prudentiels universellement acceptés de façon à ce que la minimisation du risque systémique ne désavantage pas les places financières les plus rigoureuses.

Cette recherche de standards communs ne concerne pas seulement les régulateurs d'une même catégorie d'acteurs (par exemple les banques) mais s'étend aussi bien aux entreprises d'investissement par une coopération étroite entre l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ou aux assurances grâce aux travaux du Joint Forum sur les conglomérats financiers.

### *La qualité des produits*

Deux principes inspirent l'action en faveur de la qualité des produits : assurer une information la plus transparente possible, renforcer l'éducation des investisseurs. Les deux sont convergents. Par exemple, en matière de protection des épargnants, des produits plus risqués, autrefois interdits à la commercialisation auprès du grand public, peuvent être autorisés dès lors que ce dernier est pleinement informé de leur nature. L'éducation d'investisseurs, afin de les rendre plus à même d'évaluer les risques, ainsi que l'information peuvent se substituer à l'interdiction et la réglementation.

Les principaux instruments à l'attention des épargnants sont :

- la diffusion d'une meilleure information et d'une information plus

claire sur les produits. Le contrôle de l'information diffusée par les émetteurs constitue une prérogative traditionnelle de la SEC américaine et de la COB française. La tendance est de le confier à un régulateur public, comme en atteste la réforme britannique récente : remplie jusqu'en mai 2000 par le marché lui-même, cette fonction est aujourd'hui de la responsabilité du *Financial Services Authority*. Il s'agit d'éviter aux entreprises de marché d'être en conflit d'intérêt entre l'information des investisseurs et leur stratégie commerciale, laquelle vise à attirer à leur côté le plus grand nombre d'émetteurs ;

- la formation du consommateur et une sensibilisation progressive aux matières financières. Cela implique à la fois des projets de long terme (par exemple pour améliorer la compréhension du public du système financier et de leurs propres besoins financiers) et des initiatives plus spécifiques (meilleure compréhension par le consommateur des avantages et des risques afférents à des types particuliers de produit). En effet, des consommateurs mieux informés devraient réduire le besoin d'une réglementation spécifique ;

- des mécanismes de gestion des plaintes et les services de médiateurs. Ces derniers permettent à des consommateurs d'engager des poursuites contre des firmes et d'obtenir réparation du préjudice. Ils constituent une source d'information très utile et contribuent également à la confiance du consommateur ;

- une distinction claire entre les catégories d'investisseurs. La France, en introduisant la notion d'investisseur qualifié, a ainsi permis le développement d'opérations s'adressant aux seuls professionnels ou à un nombre restreint d'intervenants et pour lesquels ne sont requises que des exigences allégées d'information. Cette approche qui concilie protection des investisseurs individuels et croissance des activités financières a pu être harmonisée au plan européen par les travaux de FESCO ;

- une autre différenciation entre places boursières réside dans les comportements d'épargne et la composition de cette dernière. On conçoit aisément que les pays où l'essentiel du marché des titres est détenu par des investisseurs institutionnels (banques, compagnies d'assurance, fonds de retraite) n'aient pas la même approche de la notion de délit d'initié ou de l'information des actionnaires, par exemple, que ceux où les particuliers possèdent une part importante des actions cotées. Ces derniers pays développent plus spontanément vis-à-vis de leurs épargnants une attitude fortement protectrice ;

- les déclarations ou les avertissements publiés, par exemple sur la fraude sur Internet ;

- l'approbation de produits. Cette action concilie le contrôle des risques, celui de l'information fournie aux investisseurs ainsi que le souci de ne



pas brider l'innovation financière. Elle nécessite une réflexion permanente du régulateur sur le niveau souhaitable de contrôle *a priori*. L'approbation des produits d'épargne collective constitue le terrain par excellence d'application de ces principes : classification selon le degré de risque, création d'OPCVM à procédure allégée (France, 1998), OPCVM à compartiments ou nourriciers récemment introduits dans notre législation, information renforcée des porteurs de parts de fonds communs de placements à risques.

### *La performance des systèmes*

Une place financière se caractérise aussi par la mise à disposition de ses participants d'instruments communs ainsi que des méthodes de travail communes.

C'est particulièrement vrai pour les modes de négociation sur les marchés. Les avantages comparatifs entre places boursières tiennent, entre autres facteurs, à leur capacité à offrir des systèmes de transactions sûrs techniquement, capables de traiter des flux d'ordres importants dans des conditions de transparence et d'équité entre toutes les catégories d'investisseurs.

Une caractéristique ayant des implications fortes en matière de régulation réside dans le mode de fonctionnement des marchés. Deux grandes catégories sont habituellement identifiées : les systèmes de confrontation d'ordres, ceux de tenue de marchés. La façon dont le régulateur aborde le thème de la transparence dépend largement du mode de fonctionnement du marché. Sa mise en œuvre est plus immédiate dans un marché de confrontation d'ordres car elle est, au moins théoriquement, au cœur du mécanisme.

Les systèmes de teneurs de marché sont, au contraire, bâtis sur l'idée d'une asymétrie d'information entre intervenants. La transparence n'en est pas systématiquement exclue mais elle n'a ni la même signification ni la même portée. Les modalités d'organisation des transactions sont donc un facteur important de différenciation des régulations même si l'on assiste à une certaine convergence.

L'opposition entre marchés dirigés par les ordres et ceux dirigés par les prix tend, en effet, à tourner, du moins pour les grandes valeurs, au profit des premiers, à l'image des principes qui président depuis toujours à l'organisation des marchés français. Le développement des principales bourses selon l'une ou l'autre des modalités d'organisation des transactions tient beaucoup à la nature des investisseurs.

Dans des pays où la part des placements directs des ménages est réduite, où la quasi-totalité des ordres est passée par des professionnels opérant pour compte propre ou par des investisseurs institutionnels

résidents comme non résidents achetant et vendant de grandes quantités de titres, la priorité est souvent donnée à la liquidité et l'immédiateté de la transaction. On a alors tendance à privilégier les marchés dirigés par les prix. Cette priorité tend toutefois à s'estomper avec les préoccupations de coût des gestionnaires.

*A contrario*, lorsque les ordres en provenance des investisseurs individuels sont nombreux, un système dirigé par les ordres préserve au mieux les intérêts de tous les intervenants. L'unicité du prix permet d'éviter les *spreads* désavantageux lorsque l'on effectue des transactions de petite quantité. La transparence, surtout sur les conditions préalables à l'échange (*pre-trade*), y est également plus grande et plus protectrice.

La concurrence entre marchés se double le plus souvent d'une concurrence entre systèmes d'organisation des transactions différents. Les freins réglementaires à certains types de transactions sont autant d'opportunités pour les concurrents. C'est ainsi que de 1989 à la réforme de 1994, l'obligation de désintéressement du marché à la Bourse de Paris pour les transactions de blocs a été mise à profit par les teneurs de marché du SEAQ I, lequel a pu, à l'époque, détourner une part non négligeable des ordres du marché parisien. A l'inverse, l'introduction de la possibilité d'organiser ce type de transactions sans désintéressement initial du marché, mais à des conditions faisant référence au prix du marché central a été à l'origine d'un rapatriement de l'essentiel des volumes à Paris.

Aux Etats-Unis, la SEC a comme attitude constante d'encourager la compétition entre marchés américains, tout en prévenant les risques de fragmentation. Ainsi, a-t-elle préconisé dès 1975 la mise en place de l'Intermarket Tradig System (ITS) qui relie entre eux les *exchanges* et diffuse en continu les meilleurs prix disponibles pour une valeur donnée sur l'ensemble des bourses américaines. Ce système a aujourd'hui vieilli et les progrès de la technologie permettent de rouvrir le débat sur la meilleure façon de profiter des avantages de la centralisation sans paralyser l'innovation. A cet effet, la SEC a relancé l'idée d'un carnet d'ordres virtuel sur lequel seraient affichés tous les ordres à prix limités et les fourchettes sur les différents marchés, tout en soulevant une série de questions sur ses modalités d'application pratiques (faut-il, par exemple, prévoir un lien permettant l'exécution automatique des ordres face à ceux du carnet virtuel ?). Elle invite, toujours afin de promouvoir la concurrence et donc la diminution des commissions pour les investisseurs, le *New York Stock Exchange* à abandonner la règle qui interdit à ses membres de négocier, hors du marché, les valeurs introduites à sa cote avant 1979.

Un autre exemple significatif de l'impact de la régulation sur la



compétitivité des marchés peut être trouvé dans l'apparition de Electronic Communication Networks (ECNs). Afin de mieux veiller à la protection des investisseurs et à la bonne exécution de leurs ordres, la SEC a adopté en 1997 les *Order Handling Rules* qui ont profondément modifié les mécanismes du Nasdaq en imposant au teneur de marché qui reçoit un ordre à prix limité, qui améliore sa fourchette, soit de l'exécuter et de se porter contrepartie au prix spécifié, soit d'incorporer le nouveau prix dans sa fourchette affichée, améliorant donc celle-ci, soit de router l'ordre vers un ECN pour exécution. Le développement spectaculaire depuis deux ans des ECNs apparaît ainsi autant *regulatory driven* que *market driven*.

La qualité des systèmes de marché tient aussi à la sécurité qu'ils offrent aux intervenants. A cet égard, la compensation constitue pour la Place de Paris un atout majeur, encadré par des règles de fonctionnement approuvées par l'autorité professionnelle (Conseil des marchés financiers) qui en précise également les dispositions d'ordre déontologique ainsi que celles relatives à leurs adhérents.

Enfin, exemple d'implication forte des régulateurs pour renforcer la qualité des systèmes de place peut être trouvé dans l'action qu'ils ont joué en coordonnant la préparation de tous les acteurs pour faire face aux risques informatiques du passage en l'an 2000.

### LA COOPÉRATION INTERNATIONALE

L'intensification de la concurrence entre places financières internationales pourrait créer la tentation chez les régulateurs de favoriser l'essor des activités financières de leur juridiction en abaissant le niveau de protection des investisseurs et le degré d'encadrement des professionnels.

Ce risque apparaît, toutefois, de nos jours, assez limité. Les exemples connus prennent rarement cette forme. On notera qu'ils ont presque toujours une très forte composante fiscale et portent assez peu sur la protection des épargnants ou la sécurité du système.

On peut citer, dans le domaine bancaire, la réglementation Q plafonnant la rémunération des comptes à terme des Américains et qui a été à l'origine du développement du marché des euro-dollars. A l'inverse, la suppression en 1974 de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a permis de rapatrier à New York une partie de ces opérations.

Lorsque ce n'est pas le cas et que le développement d'un centre financier s'appuie sur la faible transparence des opérations et le manque de rigueur prudentielle (on peut penser à certaines places dites *off-shore*), il y a peu d'exemples où le régulateur « abaisse volontairement la garde ».

Il s'agit plutôt de développements spontanés d'activités là où la réglementation est historiquement inexistante.

Par ailleurs, les régulateurs ont conscience que d'hypothétiques arbitrages entre régulation et compétitivité relèveraient d'une vue à court terme. Sur la longue période, qualité de la régulation et renforcement des centres financiers vont de pair. Une des fonctions de la coopération internationale est d'éviter de tels comportements contre-productifs.

### *Les principes de l'OICV*

L'Organisation internationale des commissions de valeurs a élaboré et publié en septembre 1998 un important document sur les principes devant guider l'action de ses membres.

Les objectifs principaux de la régulation financière, tels qu'ils sont décrits dans ce document, sont au nombre de trois : protéger les investisseurs ; garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents ; réduire les risques systémiques. Les deux derniers contribuent directement au développement des places financières. Le premier y concourt indirectement. Inversement une place forte au plan international constitue un avantage pour les investisseurs nationaux en ce qu'elle leur fournit une plus grande liquidité et les avantages d'une plus grande concurrence.

Le document décline trente principes dont la mise en pratique doit permettre d'atteindre les trois objectifs fondamentaux que sont la protection des investisseurs, la préservation de l'équité, de l'efficacité et de la transparence des marchés et enfin la limitation des risques systémiques.

Les principes s'ordonnent autour de deux volets : ceux directement liés au système de régulation et ceux consacrés aux acteurs essentiels des marchés que sont les émetteurs, les intermédiaires, les organismes de placement collectif avec des recommandations particulières concernant les marchés secondaires

Le régulateur (ou le système de régulation) doit avoir des compétences clairement identifiées, si possible définies par la loi, et être indépendant et responsable. Veillant au respect des normes professionnelles, notamment en matière de confidentialité, il s'assure également de la clarté et de la cohérence de ses procédures. Selon les modèles institutionnels, il coopère avec les autorités professionnelles, afin de définir les règles adaptées à la réalité du marché et d'en assurer un meilleur respect. Enfin, selon les compétences qui lui sont dévolues en ce domaine, l'autorité de régulation met en œuvre une politique de coopération internationale qui permet l'échange d'informations nécessaire à l'accomplissement de sa mission.

S'agissant des acteurs de marché, les principes rappellent, notamment,

l'importance de la qualité de l'information financière et du gouvernement d'entreprise pour les émetteurs ; la primauté de l'intérêt du client et de la transparence de la gestion pour les organismes de placement collectif. Dans le domaine prudentiel, le document souligne l'importance des normes de capital et du contrôle interne des risques pour les intermédiaires. Concernant les marchés secondaires, les principes insistent sur la transparence et l'équité qui doivent gouverner la constitution et le fonctionnement des bourses et des systèmes de négociation. Ces recommandations portent également sur le règlement et la compensation dont le bon déroulement concourt à la sécurité systémique.

En réalité, ces principes dénotent une certaine convergence vers un modèle de régulation qui, si des différences nationales subsistent, tend à se généraliser et à fournir un socle commun à tous les régulateurs.

### *Coopération entre places financières*

La faillite de la banque Barings en 1995 avait mis en évidence les risques systémiques que faisait courir une concurrence trop intense entre places financières. Un même opérateur avait pris des positions sur deux *futures* ayant le même sous-jacent (l'indice Nikkei 225), l'un étant négocié à Singapour sur le Simex, l'autre à la Bourse d'Osaka. Les positions étaient de même sens, amplifiant les risques contrairement aux assurances données par le *trader* aux chambres de compensation de chaque marché. Ces dernières n'ont pu le vérifier, refusant de coopérer en raison de la forte concurrence entre les marchés. Lorsque le sous-jacent a évolué défavorablement, l'intervenant a essayé de financer ses appels de marge par des *straddles* sur le Nikkei toujours sans coopération, ni même échange d'informations minimum, entre marchés et régulateurs de places concurrentes.

Après la faillite de la banque Barings, les autorités de régulation de 16 pays responsables de la surveillance des marchés à terme ont tiré les conséquences en matière de régulation du volume croissant des transactions sur des marchés dérivés de plus en plus interdépendants du fait de participants communs et des produits liés. Ils ont décidé de renforcer :

- la coopération entre les autorités de marché en matière d'échange d'informations sur les participants les plus importants, leur exposition aux risques et leur emprise sur le marché ;
- la protection des positions et avoirs des clients afin de la rendre plus cohérente entre les différents marchés et différents pays et en vue de limiter les pertes des donneurs d'ordres lors de la défaillance d'un intermédiaire ;
- les procédures de défaillance des intermédiaires, en particulier le développement de règles de bonne conduite pour le traitement des



positions, la rapidité de l'échange d'informations entre régulateurs lors d'une défaillance, et le cantonnement du problème chez le membre défaillant ;

- les modalités pratiques de la coopération en situation d'urgence.

Dans le domaine des marchés à terme de marchandises qui posent des questions spécifiques, les autorités de régulation ont entrepris, après les fraudes dont a été victime la société Sumitomo, de renforcer la coopération et les échanges d'informations.

Pour ce faire, elles doivent pouvoir disposer dans leur juridiction, sur une base régulière, ou sur demande, des données relatives aux transactions réalisées sur les marchés à terme réglementés, les marchés sous-jacents et les marchés de gré à gré. Elles sont alors en mesure d'identifier des concentrations de positions prises sur un marché et susceptibles de provoquer des variations indues des cours. Enfin, elles ont appris à coopérer entre elles et à échanger les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives (en particulier en ce qui concerne les « grands risques ») tout en préservant la confidentialité des informations ainsi transmises.

### *Transparence et qualité de l'information comptable*

La transparence, c'est-à-dire l'information concernant les positions prises par les intermédiaires et la nature de leurs contreparties, apparaît comme une des clés de la maîtrise des risques, tant à l'échelon microéconomique que sur le plan systémique. La recherche de la transparence doit impliquer les régulateurs d'institutions opérant sous des statuts différents afin d'harmoniser les pratiques, de limiter les risques et de ne pas créer d'avantages concurrentiels indus.

Chaque année, l'OICV mène avec le Comité de Bâle une enquête relative aux pratiques d'information sur les opérations de marché des grands intermédiaires cotés. D'un exercice sur l'autre, les progrès sont constants. On note en premier lieu la généralisation des références à la méthodologie des valeurs en risque, laquelle s'impose comme un standard international en matière d'évaluation des risques de marché. Les informations relatives au risque de contrepartie deviennent également plus transparentes.

Par ailleurs, les efforts de la communauté financière internationale visent aujourd'hui à rechercher des standards pour la divulgation des risques qui soient communs aux banques, aux entreprises d'investissement, aux assurances mais aussi aux *hedge funds*. Cette action a pour objet d'éviter des écarts trop importants entre les pratiques des différentes places et de faciliter l'évaluation du risque pour des opérateurs

engagés dans des opérations avec des contreparties de nationalité et de nature juridique différentes. Elle contribue à la stabilité du système financier global.

Il est un domaine où l'harmonisation est essentielle : c'est celui des règles comptables. L'internationalisation des marchés financiers est d'abord née des stratégies globales des entreprises industrielles. Ces dernières ont des besoins de financement diversifiés en devises, sur le plan géographique ou par type de produits. Elles émettent sur tous les grands marchés mondiaux et sont ainsi confrontées aux choix de normes multiples, au problème de la permanence des méthodes et de la cohérence des états financiers. Les investisseurs, quant à eux, optimisent l'allocation de leur portefeuille par une plus grande diversification internationale des rendements et des risques. Pour faciliter l'exercice du jugement des investisseurs, il importe de définir un référentiel internationalement reconnu, permettant aux entreprises d'élaborer un seul jeu de comptes. Les régulateurs européens, et plus particulièrement la Commission des opérations de Bourse, n'ont pas ménagé leurs efforts pour atteindre cet objectif et pour faire en sorte que ce processus d'harmonisation prenne en compte les pratiques de tous les grands ensembles économiques mondiaux. L'OICV a décidé en 1995 de relayer cette tâche avec l'International Accounting Standard Committee (IASC) et désormais, le référentiel IASC est suffisamment complet et de qualité comparable au référentiel américain.

D'une manière générale, le poids des investisseurs internationaux et des grands gérants de fonds tend à imposer des règles comptables, d'information des investisseurs et de gouvernement des entreprises qui estompent les spécificités des places financières d'origine. Pour des émetteurs cotés sur toutes les grandes places de la planète, les règles de communication financière doivent être les mêmes pour tous les marchés.

### *Lutte contre la fraude*

La coopération entre régulateurs en matière de fraude est la plus naturelle et la plus ancienne. Il s'agit de pouvoir échanger des informations sur des participants opérant à partir de places internationales différentes, d'avoir la possibilité de poursuivre des investigations dans d'autres juridictions ou de les déléguer en confiance aux régulateurs de ces pays. Cette coopération devient un impératif dans un contexte de globalisation financière.

Dans sa mise en œuvre, il s'est parfois heurté à la difficulté de le concilier avec la préservation des intérêts des intermédiaires de la place nationale. Il s'est agi en fait d'articuler les exigences de l'échange

d'informations avec le nécessaire respect de leur confidentialité au regard de stratégies menées par les émetteurs, donneurs d'ordres, banques ou entreprises d'investissement. La coopération n'a pu s'approfondir que parce que les régulateurs ont su faire prévaloir le sens de leur mission sur la défense des intérêts à court terme des acteurs économiques nationaux. Certaines places financières sont, il est vrai, allergiques à la coopération internationale, voire à la régulation tout court. Ces centres *offshore* posent trois types de problèmes :

- un problème de transparence et d'équité fiscale ;
- un problème de morale élémentaire en ce qu'ils servent au blanchiment de l'argent sale ;
- un problème de contrôle des risques, si les entités non régulées s'y concentrent pour échapper au contrôle global et mettre en échec l'action des régulateurs.

La communauté financière internationale s'est saisie de cette question. Tel est le sujet d'un des groupes de travail du Forum de stabilité financière, organisme créé à la suite du rapport Tietmeyer, lui-même consécutif à la crise asiatique et qui regroupe les instances de régulation des principaux secteurs et des principaux pays ainsi que les grandes institutions internationales.

Le groupe sur les centres *offshore* appuie ses travaux sur l'étude des pratiques de près d'une trentaine de centres financiers *offshore*, sélectionnés pour le caractère significatif de leurs activités financières (bancaires, gestion de fonds et assurances). Par ailleurs, une réflexion est engagée sur la possibilité d'une transposition par ces centres de certaines normes essentielles permettant de prendre en compte les préoccupations relevées dans le domaine des pouvoirs de supervision des régulateurs et de leur capacité à répondre aux demandes de coopération transfrontières ainsi que celles exprimées dans le domaine de l'identification des clients et de la conservation des données.

Certaines entités sont, elles aussi, non régulées ou enregistrées pour exercer d'autres fonctions que celles qui découlent de leur activité financière effective. On peut citer les *hedge funds* pour lesquels la communauté internationale a finalement décidé d'écarter la régulation directe, en raison précisément du risque de les voir fuir vers des centres *offshore* et donc d'échapper à toute contrainte réglementaire. En revanche, elle est loin d'être démunie puisqu'elle adopte une attitude privilégiant la régulation indirecte, en imposant aux établissements financiers régulés d'intégrer dans leur comportement la prise de risque sur les entités non régulées, visant à limiter les effets de levier ; et sachant, qu'en cas d'échec, il n'est pas exclu de faire rentrer les *hedge funds* dans le champ du contrôle.



La régulation n'est pas la promotion d'une place financière. Simple-  
ment, une bonne régulation consiste à accompagner le développement  
des innovations et de l'activité financières en s'assurant de la stabilité du  
système comme de la bonne protection des investisseurs. Et, une régula-  
tion réussie constitue un atout pour une place financière. Elle rend  
inutile le recours à des démarches de dérégulation compétitive, ineffica-  
ces, dangereuses et de plus en plus difficiles à mettre en œuvre en l'état  
actuel de la coopération internationale entre régulateurs.