

# La COB et ses sœurs

Patrick MORDACQ

Secrétaire général, Commission des Opérations de Bourse

La surveillance des marchés financiers est aujourd'hui une préoccupation commune aux grands pays industrialisés. Mais il est peu de domaines où les organisations nationales diffèrent autant, dans leur structure, et même dans la définition de leurs missions, au-delà des traits propres à chaque système financier.

Une telle situation paraît surprenante, voir anachronique, à qui observe l'internationalisation des marchés. La disparition des frontières financières, l'organisation des euromarchés en marge des réglementations nationales, la délocalisation introduite par la technologie des écrans ne devraient-elles pas, au moment où une coopération internationale étroite devient indispensable, inciter les autorités nationales à rapprocher leurs systèmes de régulation ?

195

Un essai de typologie des organismes de surveillance montre qu'il subsiste encore de profondes différences. Pourtant, même si les pouvoirs et les moyens dont ceux-ci sont dotés ne sont pas homogènes, une approche commune des problèmes tend à se développer.

## DES ORGANISMES DE SURVEILLANCE HÉTÉROGÈNES

Aujourd'hui, l'existence d'une agence publique indépendante calquée sur la SEC apparaît à beaucoup comme le modèle d'avenir. Pourtant celui-ci n'a fait école que lentement et partiellement d'abord au Canada et en Australie, puis en France en 1968, en Italie en 1978 et, au cours des dernières années, en Espagne et aux Pays-Bas. Et il subsiste encore, en particulier en Allemagne et en Suisse, des modes d'organisation profondément différents reposant sur la seule autorégulation professionnelle.

Il existe ainsi deux modèles relativement purs : celui de l'autorité publique indépendante qui réunit l'ensemble des pouvoirs sur les marchés financiers et en délègue une partie aux organisations professionnelles, et celui de l'autorité professionnelle dont l'autorégulation est encadrée par une législation de caractère général. Mais l'expérience montre que, sur de nombreux marchés, le partage s'établit de façon variable entre autorités publiques et professionnelles. Et, parmi ces systèmes mixtes, figurent en bonne place l'organisation originale mise en place en Grande-Bretagne par le *Financial Services Act* et le modèle français dans lequel le renforcement important des pouvoirs de la COB s'est accompagné du développement, en parallèle, des compétences des autorités de marché.

**Le modèle de l'agence indépendante : la SEC**

Dans sa configuration générale, l'organisation de la SEC reflète le système politique américain : la nomination des cinq membres de la Commission par le Président des Etats-Unis doit être confirmée par le Sénat, le Président ne pouvant désigner plus de trois membres dans son propre parti. Agence indépendante échappant au contrôle au jour le jour de l'exécutif, la Commission reste soumise à une surveillance attentive des commissions du Congrès qui fixe directement son budget.

Dans ce contexte général, la SEC exerce son autorité à la fois sur les marchés, les intermédiaires, et les émetteurs. Elle possède un large pouvoir réglementaire qu'elle peut déléguer aux organisations de marché et aux associations professionnelles (experts-comptables). Elle exerce un pouvoir individuel sur les émetteurs à l'occasion de leurs émissions et sur les intermédiaires qu'elle agréé ou suspend en dernier ressort. Ses pouvoirs d'enquête sont très étendus. Mais elle n'intervient qu'au second degré, sur les opérations anormales décelées par les systèmes de surveillance et d'alerte organisés, à sa demande et sous contrôle, par les Bourses. Elle dispose enfin d'un pouvoir de sanction sur les professions qu'elle réglemente et elle l'exerce dans des conditions qui l'apparentent à un pouvoir de transaction, sans préjudice des poursuites pénales ou civiles, dans lesquelles elle intervient à la fois comme partie et comme procureur.

Le champ de compétence de la SEC est limité aux valeurs mobilières et aux options, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) étant responsable de la régulation des contrats à terme. Cette dualité d'institutions fait actuellement l'objet d'un vif débat aux Etats-Unis. Au moment où la loi d'habilitation de la CFTC est en cours d'examen par le Congrès, le secrétaire d'Etat au Trésor n'a pas caché son souhait de voir transférées à la SEC les compétences relatives aux contrats à terme financiers.

Les Commissions de Valeurs Mobilières d'Australie et des provinces canadiennes fonctionnent de façon comparable à la SEC, étant observé qu'elles délèguent une partie plus importante de leurs compétences aux organisations de marché.

C'est d'une certaine manière au modèle américain que se rattache aussi l'organisation japonaise, dans la mesure où, sous la pression des Etats-Unis, le gouvernement japonais a créé en 1947 une commission des valeurs mobilières dont les attributions étaient, au moins de façon formelle, calquées sur celles de la SEC. Mais celles-ci ont été transférées depuis 1951 à la direction des valeurs mobilières du Ministère des Finances. Et ce dernier exerce aujourd'hui la tutelle du marché, en large concertation avec les professionnels, en particulier avec les quatre grandes maisons de titres. En fait, comme dans beaucoup de domaines, le Japon applique aux marchés financiers un mode d'organisation qui lui est propre.

Un point commun à ces pays est la séparation des activités bancaires et financières par la loi Glass-Steagall ou des réglementations similaires. Ainsi s'explique en particulier que le système prudentiel propre aux maisons de titres ne relève pas de la Banque centrale mais du régulateur de Bourse.

**Le modèle professionnel : la Suisse et l'Allemagne fédérale**

A l'autre extrémité se situe la surveillance des Bourses suisses et allemandes, fondée sur l'autorégulation. Il s'y ajoute en Allemagne le contrôle assez formel d'un commissaire du gouvernement du *land*, l'intervention du pouvoir fédéral étant limitée à la définition du cadre législatif.

Dans ces deux systèmes financiers qui reposent sur le principe de la banque universelle, c'est évidemment la profession bancaire qui domine l'intermédiation financière et assure depuis longtemps hors Bourse l'essentiel des transactions sur

## LA COB ET SES SOEURS

valeurs mobilières. Ces structures à prédominance bancaire, où la culture de marché est peu développée, ont deux autres caractéristiques : une orientation nette de l'épargne vers les produits bancaires, la surveillance des instruments de l'épargne collectée étant assurée par l'office de contrôle des banques ; et corrélativement, une protection relativement limitée à l'égard des fraudes boursières, puisqu'il n'existe en Allemagne Fédérale d'autres dispositions en la matière qu'un code de conduite d'application facultative, et que l'introduction du délit d'initié dans le droit pénal suisse est très récente.

### **Une organisation « *Sui Generis* » : le SIB en Grande-Bretagne**

L'organisation mise en place par le *Financial Services Act* est en réalité fort complexe, et ne semble pas avoir encore trouvé son point d'équilibre entre ces deux modèles. Le *Securities and Investment Board* (SIB) est en effet un mélange d'autorité administrative indépendante et d'autorité professionnelle puisqu'il est une organisation de droit privé, mais tient ses pouvoirs du *Department of Trade and Industry* (DTI) qui désigne son Président.

Il exerce un pouvoir hiérarchique sur les autorités professionnelles autorégulatrices qui sont tenues de mettre en œuvre des règles conformes aux principes qu'il a fixés. Il édicte les règles prudentielles des sociétés de bourse et peut suspendre leur activité. Sa compétence s'étend, à travers diverses organisations autorégulatrices, à toutes les professions d'intermédiaires financiers et tous les produits financiers y compris l'assurance-vie.

En revanche, la surveillance du marché est effectuée par l'association des sociétés de Bourse (TSA, *The Securities Association*) qui relève directement en cette matière du DTI. En outre, le SIB ne supervise pas directement les émissions et opérations financières des sociétés cotées dont l'information financière est contrôlée par la Bourse.

197

### **L'organisation française : un système de régulation mixte**

Vue par référence aux pratiques étrangères, l'organisation française apparaît bien comme ayant un caractère mixte, par la combinaison de la régulation professionnelle et de la régulation par une autorité publique indépendante.

### **La COB, une institution publique autonome aux pouvoirs accrus :**

La COB, première institution de droit public créée en France à l'image des agences américaines, a vu progressivement s'affirmer son autorité et son autonomie. La loi du 2 août 1989 marque une étape importante dans cette évolution.

L'indépendance de l'institution se manifeste d'abord dans le statut du Président et des membres de la Commission : le Président nommé par le Gouvernement pour six ans n'est ni révocable, ni renouvelable ; les huit autres membres sont désignés par les plus hautes juridictions, la Banque de France et les autorités de marché, ou, pour deux d'entre eux, cooptés. La suppression du Commissaire du Gouvernement est un autre signe de l'autonomie accrue de la COB. Elle n'empêche pas une concertation étroite avec le Ministère de l'Économie et des Finances qui exerce une tutelle générale des marchés. La COB dépend de ce département pour la fixation du taux et en outre de l'assiette des redevances qu'elle perçoit et qui assurent la totalité de son financement ainsi que pour l'homologation de ses règlements. Cette dernière procédure, qui s'est substituée en 1983 à l'approbation tacite définie lors de la création de la COB., est le seul retour en arrière dans l'évolution de l'institution vers l'indépendance.

## LA COB ET SES SOEURS

Egalement significatifs du renforcement de la COB sont l'élargissement de ses pouvoirs d'enquête et l'attribution d'un pouvoir d'injonction et de sanction.

Alors que la Commission dispose par elle-même de pouvoirs d'enquête très étendus, ses inspecteurs peuvent désormais, sous l'autorité d'un juge, opérer des perquisitions ou saisir des documents. La Commission peut également demander au tribunal de grande instance une mise sous séquestre, une suspension provisoire d'activité professionnelle, ou la consignation d'une somme d'argent.

Le nouveau pouvoir de sanction de la COB est parfois présenté comme s'apparentant à une activité juridictionnelle, dans la mesure où la procédure est contradictoire, que la décision de sanction doit être motivée et qu'elle peut faire l'objet d'un recours devant le juge judiciaire. Néanmoins, il s'agit bien d'un pouvoir de sanction administrative, dont le Conseil Constitutionnel a circonscrit le champ, en laissant toute son autonomie de décision au pouvoir judiciaire. Son champ d'application est large, puisqu'il concerne les auteurs des pratiques contraires aux règlements de la Commission. Sur la base des travaux de la Commission de déontologie professionnelle réunie à l'initiative de M. Pierre Beregovoy sous la présidence de M. Didier Pfeiffer, la Commission vient d'établir des règlements qui ont pour objet de définir les pratiques susceptibles de relever de ce pouvoir de sanction en ce qui concerne la diffusion de l'information financière, l'utilisation d'informations privilégiées, l'intervention sur les titres et l'abus de position.

Que la COB ait la faculté de sanctionner elle-même l'application de ses propres règlements traduit ainsi l'importance du rôle que le législateur a confié à l'institution. Mais ce pouvoir n'est en quelque sorte que le moyen extrême confié à la COB pour exercer ses missions. Et, en commentant la réforme qui vient d'être mise en place, il convient de ne pas laisser dans l'ombre les compétences traditionnelles de la Commission en matière d'information des investisseurs, de protection de l'épargne, et de bon fonctionnement des marchés.

Celles-ci se traduisent notamment par la procédure de visa des notes d'information lors des opérations financières et par la surveillance de l'information permanente et périodique des sociétés cotées. A l'égard de ces derniers, le pouvoir de la COB s'étend à la faculté de demander la désignation d'un expert, ou de s'opposer à la nomination d'un Commissaire aux Comptes. Dans le domaine de l'épargne gérée, les compétences de la COB ont été étendues et renforcées : elle dispose désormais d'un pouvoir direct d'agrément des OPCVM, et assure la surveillance de la profession de gérant de portefeuille. La COB est également chargée de surveiller le bon fonctionnement des marchés : elle peut s'opposer à l'admission d'une valeur à la cote, ou même, exceptionnellement, requérir la suspension d'une cotation. Son pouvoir réglementaire s'étend au fonctionnement des marchés et elle peut en particulier prescrire des règles de pratiques professionnelles. Enfin, son Président peut saisir la justice pour faire cesser des pratiques irrégulières portant atteinte aux droits des épargnants.

### **Des autorités professionnelles au champ de compétence propre :**

Contrairement à ses homologues britanniques et américains, le régulateur n'exerce pas en France de pouvoir hiérarchique sur les organisations de marché : Le Conseil des Bourses de Valeurs et le Conseil du Marché à Terme déterminent en effet eux-mêmes leurs modes de fonctionnement ainsi que les règles prudentielles auxquelles ils soumettent leurs adhérents. Mais leurs règlements généraux sont soumis à l'avis de la COB avant homologation ministérielle. Et sans prendre pour autant la forme systématique de l'« audit trail » américain, une collaboration étroite s'est instaurée entre les institutions.

## LA COB ET SES SOEURS

Dans le souci de renforcer l'autorité professionnelle à l'occasion de la réforme de la bourse, le législateur a transféré au CBV certaines compétences de la COB. Depuis 1988, la cotation en bourse est décidée, comme sur tous les autres marchés financiers, par l'autorité professionnelle, la COB, conservant un droit d'opposition. Le déroulement des procédures d'offre publique est placé depuis la loi du 2 août 1989 sous la responsabilité du Conseil des Bourses de Valeurs, qui joue, à ce titre, un rôle comparable à celui du *Take Over Panel* britannique, mais dans un contexte juridique très différent : les décisions de l'institution anglaise, fondées sur un code professionnel constitué au fil de l'expérience, sont en effet librement acceptées par la place financière et ne sont pas portées devant les tribunaux, alors que les pouvoirs du CBV sont encadrés par la délégation que lui a confié la loi, et ses décisions soumises au contrôle du juge. La COB exerce au cours des OPA, les responsabilités qui lui sont propres en matière d'information, de surveillance des opérations et de protection de l'épargne.

En définitive, l'équilibre de notre système reflète un certain état des choses : le développement des autorités professionnelles qui reflète le dynamisme de nos marchés, l'importance de la Banque centrale, sur une place qui, sans connaître les inconvénients de la banque universelle à l'allemande, voit les établissements de crédit prendre un rôle croissant dans l'organisation boursière ; l'influence du Ministère des Finances, à qui il revient de fixer le cadre réglementaire des activités financières et qui désigne un Commissaire du Gouvernement auprès du CBV et du CMT.

La COB disposant d'une indépendance renforcée et de pouvoirs accrus pour assurer la protection de l'épargne et le bon fonctionnement des marchés, s'insère ainsi dans un système de concertation institutionnelle bien conforme à nos traditions nationales. Mais elle y apporte les caractéristiques encore neuves en France d'une institution publique spécialisée, exerçant une fonction de régulation très largement autonome.

199

Ainsi, prise en instantané, la photo de famille fixe des physionomies bien différentes, aux parentés parfois lointaines, et elle révèle également des absences. Pourtant, les instances régulatrices sont contraintes d'apporter des réponses de plus en plus homogènes à l'évolution des marchés. Peut-on y apercevoir dès maintenant un certain consensus ?

### **DE FORTS ÉLÉMENTS DE CONVERGENCE DANS L'APPROCHE DES PROBLÈMES**

L'évolution du système financier international qui se caractérise par l'homogénéité croissante des produits et l'interdépendance de plus en plus étroite des marchés impose aux régulateurs de coordonner leurs interventions. Aussi, malgré le pluralisme dans l'organisation des structures de contrôle, des éléments de convergence se manifestent-ils chaque jour davantage, dans quatre domaines fondamentaux : la coopération dans la surveillance des marchés, le rapprochement des réglementations, la réponse aux crises systématiques, les règles prudentielles.

#### **La coopération dans la surveillance des marchés**

Le développement des fraudes boursières internationales et, sans doute, la publicité donnée à leur découverte, ont incité les régulateurs à échanger des informations. Ils ont pu alors mesurer les différences profondes qui les séparaient et chercher à les surmonter ou les atténuer.

Les Etats-Unis sont à l'origine de ce mouvement, et en même temps ils ont suscité des obstacles à sa poursuite. En effet, dans leur conception et leur pratique juridique de l'extra-territorialité, ils ont conduit les pays les plus désireux de coopérer

## LA COB ET SES SOEURS

avec eux à rechercher un formalisme destiné à protéger leur souveraineté dans la mise en œuvre de cette coopération.

Celle-ci a d'abord pris, à l'échelon bilatéral, la forme juridique du "memorandum of understanding", entérinant la déclaration d'intention de coopérer de deux organismes. C'est sur cette base que s'est développée l'entraide entre la SEC et les autorités anglaises ou canadiennes. L'accord signé le 14 décembre 1989 entre la COB et la SEC va plus loin, à la fois dans l'engagement des deux institutions et dans l'organisation des procédures. Il a pris en effet la forme d'un arrangement administratif, instituant cette coopération dans le cadre des lois en vigueur dans chaque pays et dans le respect des procédures qui leur sont propres.

L'absence d'accords ne signifie pas pour autant l'absence de coopération. Bien au contraire, l'échange d'informations peut très efficacement se développer de façon informelle, comme aujourd'hui entre la COB et les autorités de marché britanniques. Cependant, une situation beaucoup moins favorable se présente plus fréquemment, où seule une coopération entre autorités judiciaires peut être engagée par l'instrument de commissions rogatoires, et à condition que les comportements concernés soient susceptibles d'une incrimination dans le pays dont la coopération est demandée.

Il est notable que le développement de la coopération bilatérale a conduit les Etats-Unis, la France et la Grande-Bretagne à modifier leur législation : en septembre 1988 le Congrès a autorisé la SEC à enquêter pour le compte d'autorités étrangères ; aujourd'hui un projet de loi lui est soumis, limitant les exceptions à la confidentialité dans le cas d'informations provenant d'autorités étrangères ; en août 1989 le Parlement français a étendu les pouvoirs de la COB selon les modalités décrites plus haut ; actuellement le DTI vient de proposer au Parlement britannique des dispositions comparables qui devraient être adoptées prochainement.

Au sein de la CEE, un rapprochement significatif interviendra avec la mise en œuvre en 1992 de la directive sur les initiés. Celle-ci prévoit l'application d'un dispositif de surveillance homogène dans les douze pays de la communauté et la mise en œuvre d'une coopération étroite entre les instances nationales compétentes. Encore faut-il que celles-ci existent ! Les pays de la Communauté Européenne dont le droit ignore encore le délit d'initié, comme le Luxembourg ou la République Fédérale d'Allemagne devront adapter leur législation en ce sens, et désigner une autorité administrative compétente. Le Luxembourg a déjà annoncé son intention d'adapter sa législation à la directive. Quant au gouvernement fédéral allemand, il semble aujourd'hui se préoccuper de l'absence d'une structure de régulation publique en matière boursière.

### **Le rapprochement des réglementations**

L'unification de fait des marchés financiers met en lumière la disparité des réglementations nationales, et le retard qu'elles manifestent toutes par rapport à la réalité des pratiques établies par les professionnels sur les euromarchés.

Le rapprochement des réglementations nationales est donc une nécessité, à la fois pour les professionnels soucieux de recevoir la réponse la plus homogène possible des régulateurs, et pour les régulateurs inquiets de voir que certaines de leurs préoccupations générales mais aussi des règles qu'ils ont mises en vigueur sur leur territoire national sont contournées à travers les émissions dites internationales.

Au sein de la Communauté Européenne, l'harmonisation est toujours apparue depuis longtemps comme la ligne directrice la plus satisfaisante pour aboutir à une véritable unification du marché financier. Mais les longueurs et les difficultés d'une harmonisation complète ont conduit à s'orienter vers des procédures de reconnaissance mutuelle. Peu importe alors l'hétérogénéité des systèmes nationaux, si chacun

## LA COB ET SES SOEURS

admet l'équivalence des objectifs, et reconnaît que les moyens mis en œuvre ont des effets comparables.

Convaincu de l'efficacité de la place de Londres et de la validité de son système de régulation, le Gouvernement britannique a plaidé vigoureusement en faveur d'une telle conception, certes moins communautaire, mais susceptible d'accélérer la mise en place du marché unique. Dans la philosophie du grand marché des services financiers, il a été ainsi admis qu'il fallait éviter la superposition des contrôles, en s'assurant que l'émetteur ou l'intermédiaire a bien reçu dans son état d'origine le passeport qui lui permet d'intervenir dans toute la communauté.

Cependant, les divergences entre les modes de surveillance des activités financières expliquent que la reconnaissance mutuelle ne peut être générale : un partage reste alors à établir entre l'application des règles du pays d'origine et celles du pays d'accueil. Cette distinction a été utilisée par la Communauté pour répartir les compétences dans le domaine des services en investissements en fonction des matières concernées : les règles prudentielles relèvent ainsi naturellement du pays d'origine dans une approche consolidée des fonds propres, les codes de conduite du pays d'accueil, plus à même de juger de la protection de l'épargne. Une distinction analogue devrait conduire nos partenaires américains à s'éloigner progressivement de leurs conceptions d'extra-territorialité, en admettant la validité des règles de droit et des systèmes d'organisation de leurs partenaires, lorsque ceux-ci assurent une sécurité comparable aux investisseurs.

Dans le même sens, la déclaration commune de la COB et du SIB sur la déontologie montre un rapprochement significatif dans la formulation des règles de pratique professionnelle entre deux pays que leurs traditions juridiques respectives paraissent opposer fortement.

Ces différentes approches reposent sur des philosophies différentes et, conduisent à la convergence selon des rythmes différents ; néanmoins elles constituent toutes des tendances irréversibles au rapprochement des réglementations.

201

### **La réponse aux crises systémiques**

La disparition progressive du contrôle des changes dans tous les pays développés, le décloisonnement des marchés et l'interconnexion des places financières ont caractérisé les années qui ont suivi le choc boursier de 1973 et ont sans doute fortement contribué à l'expansion de ces marchés. Mais c'est à l'occasion de la crise d'octobre 1987 que la globalisation est apparue une donnée essentielle du nouveau paysage financier.

La transmission des chocs boursiers d'un marché à l'autre a montré la nécessité de renforcer la coordination des différentes autorités à l'intérieur de chaque pays, et de développer la concertation internationale sous une forme plus institutionnalisée. Encore fallait-il établir un diagnostic commun. Si les premières analyses de la crise ont fait porter la responsabilité sur les marchés à terme ou optionnels, des jugements beaucoup plus nuancés ont été ensuite formulés mettant l'accent sur la nécessité d'harmoniser les conditions de fonctionnement des marchés au comptant et des marchés dérivés, tout en reconnaissant leur spécificité. Dans chaque pays, les mesures de coordination ont été prises, sans que pour autant des réformes substantielles aient été engagées. Parfois même les précautions prises après le 19 octobre 1987 ont été assez rapidement abandonnées. Cependant, on observe à la fois une concertation plus étroite des différentes autorités compétentes dans chaque pays et une certaine convergence à travers le monde des pratiques de surveillance coordonnée des marchés et plus encore une réflexion commune sur les règles prudentielles.

## LA COB ET SES SOEURS

### **Le rapprochement des règles prudentielles**

En matière prudentielle, la coopération s'engage lentement. Faut-il s'en étonner quand on sait que dans le domaine bancaire où les structures nationales sont beaucoup plus hétérogènes, quinze ans ont été nécessaires pour parvenir à Bâle à un accord sur des normes prudentielles minimales ? Or la concertation entre régulateurs de valeurs mobilières paraît dès l'abord plus difficile car elle doit rapprocher des organisations qui reposent sur des philosophies et des pratiques différentes : systèmes séparant activités bancaires et financières, systèmes de banque universelle, organisations mixtes, souvent en mutation, comme en France. Elle n'en est pas moins indispensable dans un marché financier de plus en plus unifié.

A l'échelle de la communauté, la directive en préparation sur l'adéquation des fonds propres dans le domaine des services en investissement devrait encadrer par des normes communes les systèmes prudentiels nationaux. Au sein du comité technique de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières) les régulateurs des principaux marchés du monde cherchent simultanément à établir sinon un accord sur les modes de surveillance prudentielle, du moins un consensus sur les concepts à utiliser et les objectifs à atteindre. Dans les deux cas, il est clair que les préoccupations des régulateurs de bourse doivent être confrontées à celles des régulateurs de banque, afin d'aboutir, dans la diversité des systèmes nationaux, à des approches cohérentes et concertées du risque financier.

### **VERS UNE RÉGULATION CONCERTÉE DANS UN ENVIRONNEMENT INSTABLE**

Un consensus semble s'établir autour de grandes orientations, sans pour autant que les systèmes de régulation se rapprochent encore vraiment, tant ils sont dépendants des structures d'organisation et de contrôle des activités financières dans chaque pays.

La nécessité d'une harmonisation et d'une concertation est pourtant d'autant plus pressante que la responsabilité des régulateurs s'exerce dans un univers en mutation permanente.

### **Vers un modèle universel ?**

Est-il possible d'affirmer que l'on tend vers un modèle universel dans lequel un partage serait établi, de façon variable mais relativement homogène, entre les autorités chargées de la surveillance prudentielle globale, les banques centrales, et les autorités publiques indépendantes, responsables de la régulation des marchés, les commissions de valeurs mobilières ?

D'une part, les exigences de transparence et de sécurité militent en faveur d'une structure régulatrice publique autonome, susceptible d'exercer un contrôle spécialisé sur les opérations de marché. D'autre part, les banques centrales prêteurs de dernier ressort, sont concernées par les crises de liquidité que peuvent entraîner les chocs boursiers, tandis que la surveillance de la profession bancaire doit s'adapter au contrôle des opérations de marché.

Il ne faudrait pas oublier deux catégories d'acteurs importants. Les autorités publiques, détentrices de l'initiative législative et du pouvoir réglementaire sont également presque toujours responsables des grands équilibres. Leur influence restera déterminante. En Europe, le rôle des instances communautaires devrait être croissant, encore que dans l'impulsion donnée au marché unique des services financiers, une certaine ambiguïté subsiste entre la volonté de promouvoir à long terme une unification des règles et l'acceptation durable, à travers la réciprocité, de règles nationales disparates.

## LA COB ET SES SOEURS

Pour leur part, les autorités professionnelles, bien qu'écartelées entre leurs préoccupations commerciales et le souci d'assurer le bon fonctionnement des marchés ont une responsabilité de premier rang qui reste fondamentale. Elles seront d'autant plus efficaces qu'elles sauront « intérioriser » les normes définies par l'autorité publique. Mais leur domaine est mouvant à la mesure de l'évolution des marchés. Et c'est ici que le diagnostic est le plus difficile à établir sur les perspectives de la régulation financière.

### **Un univers qui n'est pas stabilisé**

Deux tendances lourdes se manifestent aujourd'hui en parallèle et peut-être de façon contradictoire : la spécificité des opérations de marché et l'interpénétration du bancaire et du financier.

Les cultures de marché ont connu un grand essor avec la désintermédiation financière et le développement des produits dérivés : la sophistication financière s'est d'ailleurs manifestée en priorité dans les pays qui connaissaient une séparation réglementaire ou fonctionnelle entre les secteurs bancaire et financier. L'expansion des grands intermédiaires financiers anglais et américains en a été la manifestation la plus nette.

Simultanément, la part prise dans les opérations financières internationales par les banques a fortement cru. Les produits bancaires entrent en concurrence avec les instruments de marché, quand les professionnels préfèrent le risque du face à face aux coûts qu'entraîne l'accès aux marchés organisés. Par ailleurs, les institutions bancaires et financières ont débordé de leurs zones d'activité respectives, même lorsque la réglementation en prévoyait le cloisonnement, comme aux Etats-Unis et au Japon.

Néanmoins, la première leçon des marchés est que leur capacité d'invention et de mutation technologique bouscule les réglementations dès qu'elles sont mises en place. L'innovation financière n'a d'ailleurs que faire des barrières réglementaires et des partages d'influence entre autorités. Les régulateurs sont ensemble confrontés à une tâche difficile.

203

Quelques questions fondamentales restent ouvertes : existera-t-il, dans quelques années, une centralisation effective des ordres sur les marchés ? L'unicité d'un marché ne risque-t-elle pas de se réduire, à l'exclusion de toute autre règle, à une simple exigence de compte rendu et celle-ci sera-t-elle toujours respectée ? La notion d'égalité des intervenants, même si elle est déjà assouplie par la distinction entre marché de gros et marché de détail, ne sera-t-elle pas davantage démantelée ? Une volatilité croissante n'accompagne-t-elle pas de façon inéluctable la globalisation, entraînant des risques de rupture de la liquidité pour des volumes de plus en plus considérables ? Aux risques de marché s'ajoutent les incertitudes de l'information financière : la substituabilité des produits bancaires et financiers, comme celle des opérations de bilan et hors bilan, n'ouvre-t-elle pas un champ très large à l'arbitraire des évaluations, entraînant l'univers en principe stable des conventions comptables dans les incertitudes de la bulle financière ?

La rivalité des marchés entre eux et la compétition entre produits de marché et produits bancaires appellent plus que jamais une approche harmonisée et concertée des régulateurs. Les protagonistes de la nouvelle photo de famille devraient être plus nombreux et plus ressemblants. Si tel n'était pas le cas, les utilisateurs des marchés financiers auraient lieu d'être inquiets. □