

# Banques, assurances, finances : redéfinition des frontières

Tommaso PADOA-SCHIOPPA\*

Directeur général adjoint de la Banque d'Italie

Comme la dénomination de cette conférence le révèle, la Commission devient de plus en plus consciente que la création d'un marché financier unifié en Europe implique non seulement un démantèlement des frontières nationales, mais aussi la gestion, pendant un temps, de changements dans les marchés, les institutions et les organismes de surveillance. Cette attitude mérite d'être soulignée.

Pour me conformer à l'esprit de la conférence et me trouver bien en phase avec les réflexions de la Commission, j'ai soigneusement lu le *Troisième document de travail de la Commission sur les conglomerats financiers*. Je me permettrai cependant de dire que si le thème de la conférence est extraordinairement stimulant et d'actualité, le document de travail ne rend pas pleinement compte des transformations en cours ou de la mesure dans laquelle certaines caractéristiques bien établies de nos systèmes financiers se trouvent contestées. L'expression « brouillage des frontières » évoque des modifications dans les superstructures administratives établies par les hommes, dans un cadre géographique immuable. Mais ce à quoi nous assistons, ce sont de sérieuses secousses sismiques, voire des tremblements de terre. Et pour décrire ce qui se passe, on a même fait appel à l'événement cosmique du *Big Bang*.

Je ne présenterai pas une nouvelle fois une description des transformations financières rapides qui interviennent dans le monde entier. Leurs forces motrices ont été souvent identifiées à l'inflation, à l'incertitude, aux progrès dans la technologie de l'information et aux tentatives de contourner les règlements. De nouveaux instruments et intermédiaires ont fait leur apparition. Nombre d'entre nous avons le sentiment que ces modifications parallèles et interconnectées des marchés financiers et des cadres réglementaires n'ont pas été aussi intensives depuis les années trente. De fait, certains des piliers érigés à cette époque sont sérieusement contestés aujourd'hui, pour la première fois. L'enthousiasme pour la déréglementation s'est sérieusement refroidi parmi les acteurs du marché. Presque partout, les recherches portent sur la définition de principes réglementaires compatibles avec la nouvelle allure des marchés financiers.

\* L'auteur exprime toute sa reconnaissance à Curzio Giannini, qui a contribué à l'élaboration de cet article et formulé des remarques utiles. Claudio Conigliani et Giulia Lanciotti ont aussi fourni des commentaires et apports pleins d'intérêt.

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

La démarche qu'a empruntée jusqu'ici la Commission, quand elle a émis des propositions de travail à propos de la législation de la Communauté relative aux marchés financiers, se fonde sur l'organisation des fonctions de réglementation qui ont traditionnellement caractérisé la plupart des pays industriels : une répartition tripartite entre valeurs mobilières, opérations bancaires et activités d'assurance aussi bien pour les institutions financières que pour les contrats.

Toutefois, les événements récents et les divers aspects de brouillage des frontières financières révèlent l'insuffisance de cette démarche traditionnelle et montrent clairement la nécessité d'un réexamen des fondations-mêmes, sur lesquelles reposent nos systèmes financiers et nos cadres réglementaires. Les effets combinés des innovations financières et de la mondialisation nous obligent à entreprendre une tâche extrêmement exigeante : une révision cohérente de nos réglementations. Dans l'accomplissement de cette tâche, la diversité des systèmes nationaux ne doit pas nous détourner de rechercher les objectifs qu'une réglementation satisfaisante devrait atteindre.

L'analyse que je développerai comporte deux grandes implications pour la politique économique.

— En premier lieu, nous ne devrions plus utiliser le pluriel pour désigner les marchés financiers quand nous abordons les finalités de la réglementation. Les rapports officiels qui ont été produits au lendemain de la crise du marché boursier en octobre dernier ont souligné le danger que comportait une surveillance des différents marchés par plusieurs organismes, à un moment où l'intégration des marchés progresse à un rythme accéléré. La stabilité financière et la « transparence » du marché sont des biens collectifs indivisibles : la surveillance « du » système financier pris globalement devrait éviter le risque que des disparités dans les dispositions réglementaires ne conduisent à un arbitrage non souhaitable entre divers compartiments du marché.

9

— En second lieu, nous ne devrions plus limiter le domaine des contrôles de stabilité au système bancaire, parce que les banques ne sont plus désormais qu'une composante au sein d'une catégorie plus large d'institutions, dont le dénominateur commun est le mandat que les épargnants leur donnent de gérer leurs fonds sur une base discrétionnaire. La complexité croissante du marché financier, et l'application de nouvelles technologies à un traitement centralisé des informations, ont considérablement renforcé le rôle de ce type d'institution. Les SICAV, le fonds de retraite, les sociétés de gestion de portefeuille, pour ne mentionner que quelques exemples, se voient déléguer des pouvoirs très proches de ceux des banques et, dans une mesure variable, remplissent une fonction de transformation analogue à celle qui est traditionnellement associée aux seules institutions de type bancaire.

Dans la pratique, cela implique d'opérer une distinction plus nette qu'aujourd'hui entre les réglementations qui visent directement le marché et les obligations qui frappent les institutions dont le rôle normal consiste surtout à opérer sur le marché boursier pour le compte d'investisseurs de dernier ressort. Les premières relèvent principalement d'une réglementation visant « la confection du marché » ou sa « transparence » ; les secondes concernent les contrôles de stabilité et le respect des règles prudentielles.

Au niveau des principes de base, même si des problèmes peuvent apparaître dans la pratique, il apparaît très souhaitable d'établir une ligne de démarcation claire entre ces deux domaines. La stabilité du système est la mieux assurée quand, à l'unicité du système financier, répond un ensemble cohérent et gradué de contrôles prudentiels, qui embrassent toutes les institutions agissant en qualité d'investisseurs par délégation. De plus, en règle générale, l'autorité responsable de la surveillance

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

des règles prudentielles ne doit pas être la même que celle qui a pour charge d'assurer la transparence du marché. Toutefois, le caractère souhaitable d'un système de « poids et contrepoids » ne doit pas masquer la complémentarité foncière des deux objectifs et la nécessité d'une cohérence dans les actions des autorités à qui ils sont confiés.

Je commencerai par passer en revue les principaux contrats et institutions financières ainsi que les diverses façons par lesquelles les distinctions traditionnelles se brouillent. Je proposerai un schéma binaire, fondé sur une distinction entre ceux qui confectionnent le marché et les investisseurs délégués. Ensuite, j'esquisserai un cadre réglementaire, en m'appuyant sur la distinction entre les deux objectifs de transparence du marché et de stabilité financière. Enfin, j'examinerai quatre questions qui paraissent particulièrement importantes dans la situation actuelle des marchés financiers.

### LE CADRE CONCEPTUEL

#### Les contrats et les institutions

Si le futur n'était pas incertain, peu importerait la forme contractuelle particulière par laquelle les marchés financiers canalisent les fonds des épargnants vers les investisseurs. Cependant, comme l'incertitude est omniprésente et comme les acteurs prennent des décisions en se fondant sur une information incomplète ou inégalement distribuée, toute transaction financière implique un risque. Les divers contrats financiers n'agissent donc pas seulement comme un moyen permettant d'assurer la transmission de l'épargne, mais ils se présentent aussi comme des mécanismes concurrents de partage du risque pour les acteurs.

Fondamentalement, les contrats passés sur les marchés financiers appartiennent à trois grandes catégories : l'assurance, les actions et l'endettement.

— L'assurance en principe, est le moyen le plus efficace pour traiter le risque, puisque la mise en commun de risques non corrélés par une institution spécialisée aboutit à une diminution du risque global grâce à la loi des grands nombres. Pour diverses raisons, où le risque de ruine occupe une place prédominante, tous les risques ne peuvent être assurés. En particulier, les risques impliqués par la création de nouvelles entreprises ou le lancement de nouveaux projets ne peuvent, au vu de l'importance que tiennent les informations privées, être généralement assurés.

— Les actions, globalement parlant, se situent à l'autre extrémité de la gamme, puisque le flux de revenu qu'obtient leur détenteur dépend des résultats de la firme. Elles se distinguent par le fait qu'elles permettent de partager les risques associés à des projets d'investissement aux rendements incertains, tout en permettant à leur détenteur de pousser les dirigeants à maximiser les profits.

— Les titres d'endettement, sous leur forme la plus générale, diffèrent des actions en ce sens qu'ils ont une valeur nominale fixe et un taux de rendement préétabli. Ils font donc peser une charge moins importante sur leurs détenteurs, qui peuvent négliger les résultats réels de la firme qu'ils financent, sauf dans l'éventualité extrême d'une faillite. Les titres d'endettement procurent généralement un bon mécanisme de partage des risques, précisément dans ces circonstances, telles qu'une information asymétrique au profit du débiteur par rapport aux créanciers, dans lesquelles les actions ne peuvent satisfaire les exigences des investisseurs.

Si nous passons des contrats aux institutions et marchés financiers, nous devons considérer la négociabilité et la transformation. Tous les actifs ne sont pas également négociables. Dans certains cas, la viabilité de contrat dépend logiquement de l'intermédiation opérée par une institution financière. Les assurances et les prêts

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

(dettes non négociables) doivent transiter par une inscription du bilan d'une institution en raison même de la véritable nature de fond du contrat. Les contrats d'assurance exigent une institution parce que leur rentabilité pour l'assureur dépend en dernier ressort de la loi des grands nombres. D'un autre côté, les prêts forment un type de contrat d'endettement qui nécessite que les prêteurs soient compétents et disposent de procédures d'évaluation du crédit qu'on peut accorder au débiteur. Le coût et la confidentialité du processus de collecte des informations font obstacle au développement d'un marché véritablement impersonnel des prêts. En l'absence d'institutions spécialisées dans l'appréciation du crédit à accorder aux emprunteurs finals, les prêts ne dépasseraient jamais le stade d'activités occasionnelles. Dans le passé, cette fonction a été remplie par les banques, qui puisaient dans l'expertise technique et les informations confidentielles acquises lors des paiements qu'elles effectuaient pour le compte de leurs clients. Dans ces conditions, les activités d'assurance et de prêt exigent des institutions spécialisées, dont la capacité d'honorer leurs engagements envers leurs clients dépend de façon critique des grands nombres : chaque institution doit procéder à l'intermédiation d'une masse substantielle de fonds.

### **Le brouillage des frontières financières**

Si l'assurance, les actions et l'endettement épuisent le catalogue des formes de contrat fondamentales, les compagnies d'assurance, les banques et le marché financier représentent les trois types d'institution ou canaux d'intermédiation traditionnels. Le cadre réglementaire et la législation de la plupart des pays sont fondés sur cette double distinction tripartite et sur une forte correspondance entre contrats et institutions. Les problèmes que nous évoquons aujourd'hui à cette conférence tiennent du fait que les progrès technologiques et les efforts déployés par les opérateurs pour concevoir des mécanismes plus flexibles et efficaces ont progressivement brouillé les frontières entre ces catégories.

11

Le brouillage a emprunté plusieurs voies : le développement de formes contractuelles complexes, la « dissociation » de certains types de risque grâce à l'invention de créances financières distinctes, l'accroissement de la négociabilité et la mondialisation des marchés financiers.

— Il a toujours existé des produits financiers qui combinaient certains traits des différentes formes de contrat fondamentales. Mais, au cours des dernières années, leur diversité et leur poids sur le marché se sont accrus au point de donner une nouvelle allure aux marchés financiers. Les obligations indexées, les Nif et les Frn, par exemple, combinent des caractéristiques de l'assurance et de l'endettement. Par contre, les obligations convertibles se situent à mi-chemin de l'endettement et des actions. Ces produits ont pour dénominateur commun de fournir aux investisseurs une assurance partielle contre des éventualités funestes non couvertes par les marchés d'assurance.

— La vague récente d'innovations financières a pris une deuxième direction. Grâce aux progrès technologiques, il est aujourd'hui possible de « dissocier » les composantes des contrats financiers : les parties qui en résultent sont appréciées explicitement et circulent séparément. Les *swaps* entre monnaies et taux d'intérêt ont été les premiers instruments conçus à cette fin. Plus récemment, les titres financiers à terme, les options et les accords sur les taux à terme ont considérablement élargi l'éventail des instruments qui remplissent une fonction d'assurance. Cette évolution a eu pour résultat qu'une opération financière peut donner lieu aujourd'hui à plusieurs transactions, réalisées sur des marchés différents.

La dissociation des risques n'améliore pas nécessairement la capacité des

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

marchés financiers d'accomplir leur tâche essentielle de canalisation de l'épargne vers les investissements qui offrent la « meilleure » combinaison de risque et de rendement. À cet égard, les innovations financières peuvent même se révéler dommageables, puisque, en accroissant la liquidité des actifs, elles peuvent conduire les opérateurs à se concentrer sur les profits à court terme et à négliger les « vraies » perspectives à long terme des projets d'investissement.

— La troisième direction, connexe, vers laquelle se sont orientées les innovations financières, est un accroissement de la négociabilité des actifs financiers. La négociabilité n'a jamais été une caractéristique exclusive des contrats portant sur les actions. Pour certains types de risque, la divisibilité et la négociabilité du contrat d'assurance de base sur le marché de la réassurance ont été les conditions mêmes de sa rentabilité. De même, les obligations négociables ont existé depuis les premiers temps de l'évolution des marchés financiers et leur marché s'est encore élargi avec le service de normalisation qu'offrent les organismes d'évaluation des titres.

Par ailleurs, la croissance récente de la titrisation a donné une nouvelle impulsion à la négociabilité et détourné une proportion non négligeable des flux de crédit des prêts bancaires traditionnels. Pour notre objet, deux aspects de la titrisation méritent d'être soulignés :

En premier lieu, la transformation d'actifs non négociables — notamment les hypothèques — en instruments négociables, grâce à un processus complexe impliquant la combinaison de prêts individuels en de grands ensembles qui sont ensuite divisés et négociés par petits lots.

En second lieu, la vente directe de prêts bancaires — traditionnellement, des actifs non négociables — sur des marchés secondaires nouvellement créés. Derrière la titrisation se trouvent à la fois l'efficacité accrue des marchés des titres dans l'évaluation du risque de crédit et le rôle d'« assureur » que jouent les banques mêmes, dans le cas de certains instruments comme les Nif et les Ruf.

Les frontières financières ont été également brouillées par la tendance croissante à commercialiser des instruments financiers différents par le canal d'un seul organisme de vente au détail. Une institution financière qui possède un réseau de relations avec un grand nombre de ménages ou d'entreprises clientes est en bonne position pour exploiter sa réputation et commercialiser un éventail plus large d'instruments financiers que ceux dans lesquels elle était spécialisée à l'origine. Entre autres exemples, des banques vendent des polices d'assurance et des plans de retraite, des firmes de courtage offrent des services de paiement comme sous-produits de la gestion de portefeuille et des compagnies de réassurance commercialisent des fonds communs de placement.

Dernier élément, la technologie de l'information. L'évolution de la télématique a évidemment exercé une influence sur toutes les transformations précédentes, mais ses effets ont été décisifs en ce qui concerne deux autres manifestations importantes du brouillage des frontières financières. Tout d'abord, elle a permis le déplacement de ceux qui confectionnaient le marché : aux purs courtiers se sont substitués les négociants, qui avaient la possibilité d'équilibrer par des transactions continues sur informatique les ordres d'achat et de vente. Ce changement a trouvé son summum dans le *Big Bang* de Londres et a modifié les activités des banques d'investissement américaines ou des maisons de courtage japonaises. Ensuite, la deuxième transformation réside dans la mondialisation des marchés financiers. Elle n'a pas seulement signifié un dépassement des frontières géographiques, mais aussi des systèmes de réglementation et de spécialisation que l'histoire et les gouvernements avaient établis et qui différaient fortement d'un pays à l'autre. C'est la mondialisation qui permet à une filiale londonienne d'une banque commerciale américaine ou d'une maison de

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

courtage japonaise d'offrir à des clients internationaux les services que la société mère n'a pas le droit de proposer en vertu de sa législation nationale.

On peut tirer des considérations précédentes une conclusion générale : la façon habituelle d'aborder le secteur financier en le décomposant en trois compartiments reflétant les formes de contrat fondamentales n'est plus adéquate, parce qu'elle néglige les nouveaux chevauchements entre contrats, institutions et marchés.

### **Les confectionneurs du marché et les investisseurs délégués**

Il ne découle pas de ce que j'ai dit que toute tentative visant à identifier des activités différentes dans le domaine de l'intermédiation financière soit condamnée à déboucher sur une analyse stérile. Tout dépend des définitions adoptées. Comme nous l'avons vu, la faiblesse de la démarche traditionnelle réside dans l'assimilation des fonctions aux formes de contrat fondamentales. Dès qu'on élimine ce postulat, il devient possible d'identifier deux types d'activité faciles à distinguer et vitaux pour un fonctionnement ordonné de l'ensemble du marché. Pour des raisons qui deviendront vite claires, nous pouvons les appeler « confection du marché » et « investissement délégué ».

Commençons par **la confection du marché**. L'efficacité du marché des actifs négociables dépend avant tout de la capacité du système des prix à envoyer des signaux corrects à tous les acteurs du marché. À cet égard, il ne faut pas sous-estimer l'importance des opérateurs spécialisés qui offrent des services de confection du marché, puisqu'ils font bénéficier le système financier de leur expertise professionnelle dans la fixation des prix « corrects » des actifs et facilitent ainsi le dénouement des transactions entre investisseurs. Ces spécialistes sont une composante essentielle d'un marché financier impersonnel, mais ne peuvent être considérés comme des intermédiaires au même sens que les banques. Ils contribuent à l'efficacité globale du processus du marché, mais ne reçoivent pas, directement ou indirectement, un mandat de la part des prêteurs finals pour choisir leurs actifs ou les emprunteurs finals ; ils ne transforment pas non plus la nature des fonds reçus des investisseurs, qui restent entièrement responsables du choix de leurs placements et supportent tous les risques associés.

13

Venons-en à **l'investissement délégué**. Plusieurs catégories d'institutions financières participent au marché, non pas dans le but d'égaliser les transactions et les prix des actifs, mais plutôt de sélectionner et gérer — pour le compte d'autres acteurs — un portefeuille d'actifs avec l'objectif de maximiser son rendement pour un niveau de risque donné. L'archétype de ces institutions est la banque, à laquelle les déposants abandonnent la décision finale des titres dans lesquels leurs fonds doivent être placés, confiants qu'ils sont dans la capacité supérieure du banquier à évaluer le crédit des débiteurs. Mais les banques ne sont plus les seules à tenir ce rôle. Les SICAV, les fonds de retraite, et les sociétés de gestion de portefeuille partagent la même logique économique, qui consiste à exploiter les économies d'échelle dans la collecte et le traitement des informations et à offrir une possibilité de diversification des risques grâce à la dimension des portefeuilles.

La complexité croissante des marchés financiers et l'application des nouvelles technologies à une gestion centralisée des informations ont beaucoup élargi le rôle de ce type d'institutions. En même temps, le mariage de contrats de base en actifs novateurs et le processus de dissociation des risques ont rendu plus difficile pour les investisseurs individuels et les institutions elles-mêmes l'évaluation des risques associés à leur activité. Ce qui nous importe ici, c'est que toutes les institutions qui collectent des fonds avec une latitude discrétionnaire de placement se voient déléguer des pouvoirs très semblables à ceux que reçoivent les banques. Comme celles-ci,

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

elles se voient confier la tâche de canaliser les fonds des investisseurs finals vers les utilisations les plus rentables que le marché peut offrir, et remplissent dans une mesure variable la fonction de transformation qui était traditionnellement l'apanage des banques.

Cela ne veut pas dire qu'il ne subsiste pas de différences fondamentales entre les banques et les autres investisseurs délégués sur d'autres plans. Du côté des actifs, la plus évidente est que les activités bancaires, au sens traditionnel, impliquent des relations bilatérales, personnelles, entre le banquier et le débiteur, alors que les SICAV et autres institutions du même ordre investissent une épargne par l'intermédiaire d'un marché financier impersonnel. Il s'ensuit que le processus de collecte d'informations qu'une banque entreprend est plus approfondi, plus coûteux et particulier à chaque débiteur que celui d'autres institutions. Mais j'avancerai que c'est plus une différence de degré que de nature : en transformant les fonds des épargnants en actifs qui seraient autrement négligés, toute institution qui produit des informations exerce des effets sur le processus général d'affectation. Selon le caractère plus ou moins poussé de la transformation financière et la forme de contrat qu'elle prend, le processus peut faire varier dans une proportion considérable l'exposition au risque de l'institution concernée, mais non la nature du service. En outre, dans la réalité, les banques ont cessé depuis longtemps de limiter leurs activités aux seules activités bancaires telles que nous les avons définies ici ; les prêts ne sont plus aujourd'hui qu'une composante parmi d'autres dans l'activité d'une banque moderne.

Les services de confection du marché et d'investissement délégué sont conceptuellement des activités distinctes qui nécessitent des compétences différentes et ne mettent pas en jeu les mêmes risques. En particulier, l'activité d'un confectionneur du marché est orientée vers la recherche du prix du marché « correct », que cette dernière exige ou non la détention d'un portefeuille qui n'est pas optimal d'après les informations dont disposent les différents investisseurs sur le marché. Conceptuellement, les commissions sont la source principale de revenu d'un confectionneur du marché et non le rendement d'un portefeuille.

Un confectionneur du marché doit être « neutre » par rapport au niveau auquel les prix s'établissent réellement. Et cette neutralité peut être mise en danger si la même institution agit aussi comme investisseur, que ce soit pour son propre compte ou pour celui de ses clients, puisqu'alors l'institution concernée s'engage à choisir une structure de portefeuille garantissant, à chaque instant, la meilleure combinaison de risque et de rendement. Une institution agissant dans les deux domaines pourrait, par exemple, chercher à peser sur les prix de façon à liquider des actifs dont la vraie valeur, masquée au marché, s'est révélée inférieure à l'estimation initiale. Il pourrait en résulter des conflits d'intérêt entre les dirigeants de l'institution, ses clients et le « marché ». Il va sans dire que le tracé d'une ligne de démarcation claire entre les deux domaines peut se révéler difficile dans la pratique. De fait, on trouve sur plusieurs marchés nationaux des institutions qui confectionnent le marché en même temps qu'elles font des opérations de placement par délégation. Toutefois, l'analyse qui précède offre des points de repère utiles pour comprendre la transformation de la nature des activités financières et comporte de grandes implications pour le système de réglementation. En particulier, elle suggère que la distinction, honorée par le temps, entre l'assurance, les activités bancaires et les institutions de courtage de titres — fondée sur l'hypothèse, aujourd'hui contestable, selon laquelle les formes de contrat fondamentales peuvent être nettement et strictement identifiées — devrait sans doute être considérée comme secondaire par rapport à la distinction plus générale entre confectionneurs du marché et investisseurs délégués.

## LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

### Les objectifs de la réglementation

Dans une économie en croissance fondée sur la division du travail, le secteur financier n'assure pas seulement la transmission de fonds des agents excédentaires aux agents déficitaires ; il est également responsable de la sélection des projets et des entreprises à financer au sein d'un large éventail de possibilités, et d'un remodelage de la répartition des risques offerts par le processus de production.

L'efficacité de l'affectation des ressources et la stabilité de l'économie sont étroitement liées à l'efficacité et la stabilité du secteur financier. Un système financier « idéal » minimiserait les coûts de recherche et de transaction, choisirait les projets et les firmes dont le rendement social est le plus élevé et minimiserait le risque d'instabilité dû à la nature fiduciaire des actifs financiers. Toutefois, la nature même des contrats financiers et des imperfections du marché, notamment dans la production et la diffusion d'informations, tend à faire rester les systèmes financiers réels très en deçà de cet objectif.

Dans ces conditions, le premier impératif et, par voie de conséquence, la première tâche de la réglementation, consistent à garantir que le marché gère les informations et fixe les prix des actifs financiers de façon efficace. C'est là le principal objectif de toutes les formes d'intervention qui visent le marché en tant que tel, le comportement des acteurs, les procédures d'équilibrage de l'offre et de la demande, les divulgations obligatoires et la fixation des normes contractuelles. C'est la raison pour laquelle ce type de réglementation, qui consiste essentiellement en « règles de conduite », pourrait être qualifié de réglementation relative à la confection du marché.

Cependant, même un système soigneusement conçu de normes et de règles de conduite ne parviendrait pas à éliminer toutes les sources d'instabilité. Dans une certaine mesure, les imperfections du marché sont inévitables parce que certaines transactions interviennent en dehors de celui-ci, parce que certains agents transmettent des informations incorrectes, parce que certaines informations utiles ne sont tout simplement pas disponibles ou accessibles, etc. Si la valeur « fondamentale » des actifs, quelle que soit leur forme contractuelle, n'est pas parfaitement connue, les rumeurs et les informations trompeuses ou erronées peuvent introduire des distorsions dans l'affectation des ressources, même dans les circonstances les plus favorables, et, dans les pires éventualités, conduire à des « folies, paniques et krachs », c'est-à-dire à des crises financières générales. Les innovations financières peuvent même aggraver ce problème, puisque l'ouverture de nouveaux marchés et le processus de dissociation des risques peuvent raccourcir l'horizon temporel des acteurs, tout en augmentant la vitesse avec laquelle des chocs locaux se transmettent à d'autres parties du système financier.

En conséquence, il faut que des réglementations réduisent le risque d'interruptions subites dans la confiance que le public accorde à la loyauté des intermédiaires financiers et limitent les conséquences des crises consécutives à ces interruptions. En dernière analyse, l'intérêt général commande de laisser l'économie profiter des services rendus par un système monétaire et un système de crédit, tout en évitant le risque qu'il fasse subir des chocs potentiellement incontrôlables à l'économie réelle. Généralement, ces dispositions reçoivent le nom de règles prudentielles.

### L'attribution des responsabilités de réglementation

Dans la plupart des pays, la réglementation financière a été fondée dans le passé sur la division du système financier en trois secteurs : valeurs mobilières, activités bancaires et assurance. Tant au plan des contrats que des institutions, on supposait

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

que les secteurs étaient suffisamment segmentés les uns par rapport aux autres pour qu'ils appellent une réglementation spécifique et permettent une faible dose de coopération entre les organismes de contrôle respectifs et l'organisme chargé du contrôle de l'ensemble.

Les innovations financières ont affaibli les fondements de cette démarche et semblent avoir gravement sapé son efficacité. Les formes de contrat fondamentales des activités financières ne sont plus aussi faciles à distinguer les unes des autres, que ce soit au plan de la production ou à celui de la distribution. Il s'ensuit que les marchés des titres, des opérations bancaires et de l'assurance ont tout simplement cessé d'être des entités séparées.

Ces dernières années, l'adaptation du système de réglementation au brouillage des frontières financières a emprunté deux démarches, dont aucune ne semble totalement satisfaisante.

— La première est la démarche « fonctionnelle », d'après laquelle chaque « fonction », ou type de service ou produit financier, doit être soumise à un organisme de contrôle particulier, quel que soit le type d'institution financière qui l'offre. Mais il est douteux que ce soit une réponse efficace dans le contexte actuel, où les marchés sont fortement intégrés et les risques dissociés. Le risque implicite de cette démarche est de considérer les différentes parties d'un ensemble complexe sans saisir l'ensemble. En dernière instance, ce sont les institutions qui font faillite et non les différentes fonctions qu'elles remplissent.

— La deuxième démarche est « institutionnelle », et place chaque catégorie d'institutions sous le contrôle d'un organisme de surveillance distinct, qui contrôle toute la gamme de ses opérations. Cette démarche peut se révéler tout aussi décevante, non seulement parce qu'il n'est plus facile de dire en quoi les banques diffèrent d'autres institutions qui ont reçu mandat d'investir les fonds d'autres personnes, mais aussi, et peut-être de façon plus importante, parce qu'elle comporte le risque d'appliquer des dispositions réglementaires disparates à des opérations identiques exécutées par des institutions différentes. La démarche institutionnelle peut être intéressante dans des pays où, comme en Allemagne et en Suisse, les banques couvrent toute la gamme des opérations d'intermédiation financière ; elle apparaît moins avisée quand les banques ne sont qu'une composante au sein d'une catégorie plus large d'intermédiaires.

C'est la raison pour laquelle je soutiendrai que, pour adapter notre cadre réglementaire à l'évolution du système financier, il vaut mieux lier et organiser les instruments et les responsabilités de contrôle autour des principaux objectifs que la réglementation vise à atteindre. À la lumière de l'analyse qui précède, cela signifie que nous devrions adopter un schéma binaire qui ordonne les fonctions et interventions de réglementation selon les deux grands axes esquissés plus haut : la transparence du marché et la stabilité du système financier, que préservent respectivement les règles de conduite et les contrôles prudentiels. La complexité croissante des marchés financiers et le développement de l'intermédiation conduisent ainsi, de manière assez paradoxale, à généraliser et simplifier la base conceptuelle du cadre réglementaire.

Il faudrait tenir compte de quatre considérations dans les réflexions relatives à la bonne façon d'organiser les fonctions de réglementation selon les axes de ce schéma binaire.

En premier lieu, pour définir convenablement le domaine des contrôles prudentiels, il faut porter une grande attention au concept crucial d'investissement délégué. En deuxième lieu, la transparence et la stabilité sont des biens collectifs indivisibles. Troisièmement, deux autorités différentes doivent veiller sur ces biens collectifs. Enfin, certains chevauchements de réglementation peuvent se révéler

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

inévitables, au vu de la diversité des activités que les institutions exercent. Considérons brièvement chacun de ces points.

— **Le concept d'investissement délégué** est crucial dans la mesure où il identifie la catégorie d'institutions dont l'activité influe sur l'affectation des ressources et peut engendrer une instabilité dans le système. À cet égard, la différence essentielle ne tient pas au fait de savoir si l'institution soumise aux règles prudentielles est une banque ou un fonds commun de placement. Ce qui compte en dernier ressort, c'est si cet intermédiaire particulier dispose ou non du pouvoir d'allouer et de transformer des fonds pour le compte de déposants ou investisseurs. Comme nous le soutiendrons plus loin, si les banques continuent à occuper une place à part au sein de cette grande catégorie, c'est à cause de leur nature d'intermédiaires financiers dont les engagements sont un endettement et qui produisent des services de paiement. C'est cela qui pose des problèmes de réglementation spécifiques.

— **La stabilité et la transparence** sont des biens collectifs indivisibles. En ce qui concerne la première, le risque de contagion augmenterait fortement si à l'unicité du système financier ne correspondait pas un cadre réglementaire cohérent ; en outre, le brouillage des frontières financières signifie que toute segmentation ou lacune du système de contrôles pruden­tiels aurait des conséquences dangereuses. À cet égard, des dispositifs de surveillance qui ressemblent à une mosaïque — dans lesquels chaque entreprise d'un conglomérat pourrait être surveillée par une autorité différente — ne sont pas souhaitables. En ce qui concerne la transparence, il peut se révéler indispensable de n'avoir qu'une seule autorité responsable pour accroître l'efficacité du marché par l'instauration de règles générales de conduite et pour éviter que des différences dans les informations contractuelles et les normes des transactions n'aboutissent à un arbitrage indésirable entre les divers compartiments du marché financier.

— **Deux autorités différentes** : si l'indivisibilité implique que chacun des deux domaines devrait, dans l'idéal, être couvert par une seule autorité, la séparation exige que l'autorité responsable de la surveillance prudentielle n'ait pas aussi la mission de veiller à la transparence du marché. La tâche qui consiste à assurer la stabilité du système financier et à maintenir la confiance du public nécessite une certaine confidentialité et discrétion dans le traitement des cas particuliers litigieux. Ces caractéristiques pourraient se révéler contreproductives dans la réalité lorsque les principaux objectifs sont la transparence des opérations financières et l'information des investisseurs. Toutefois, le caractère souhaitable d'un système de « poids et contrepoids » n'implique nullement que les deux objectifs soient conflictuels. Bien au contraire, ils sont fondamentalement complémentaires et doivent être poursuivis régulièrement par les autorités qui en sont chargées.

— **Des chevauchements de réglementation** : l'adoption du système binaire suggéré ici implique que les institutions puissent être soumises à la surveillance des deux organismes. Par exemple, l'exigence de transparence des clauses contractuelles et de règles générales de conduite ne s'applique pas seulement aux confectionneurs du marché, mais aussi aux investisseurs délégués. De même, la confection du marché peut aussi comporter, selon les habitudes professionnelles et l'ampleur du marché boursier, des risques pour la stabilité, qui relèvent de la responsabilité de l'autorité chargée des contrôles pruden­tiels. Cependant, il ne faut pas s'inquiéter de la possibilité de chevauchements, si les responsabilités respectives sont clairement différenciées et si les tâches de surveillance sont accomplies dans une atmosphère de coopération. À cette fin, il est essentiel qu'il n'y ait pas d'ambiguïté à propos des instruments qu'il convient d'associer aux différents objectifs.

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

### **Les instruments de réglementation**

Il n'est pas possible de traiter à fond la question complexe des instruments de réglementation dans le cadre de cet article. Il faudrait effectuer des travaux supplémentaires pour déterminer la mesure dans laquelle chaque instrument pourrait et devrait être affecté conformément au schéma binaire qui a été exposé. À titre conjectural, on peut considérer un petit ensemble d'instruments fondamentaux — comme l'octroi d'habilitations et les critères de capacité et de moralité — qui s'appliqueraient à toutes les institutions. Ce cadre commun serait complété par d'autres dispositions reflétant les fonctions spécifiques exercées par chaque catégorie d'institutions et liées à l'intérêt collectif majeur (transparence, stabilité) qui a besoin d'être protégé. Par exemple, on ne peut raisonnablement imposer des réserves actuarielles à d'autres institutions que les compagnies d'assurance; par contre, l'assurance des dépôts, la surveillance discrétionnaire et les prêts de dernier ressort se limiteraient naturellement aux banques. Plus généralement, toutes les institutions qui auraient reçu mandat de leurs clients de choisir pour eux leurs actifs ou leurs débiteurs finals devraient être soumises à un corps cohérent de règles prudentielles: autorisation fondée sur la compétence de gestion et des critères d'intégrité, obligations de solvabilité et de capital, dispositions interdisant la concentration des risques, etc. Inversement, les institutions qui confectionnent le marché, comme les courtiers et les négociants, devraient être soumises avant tout à des obligations de divulgation, des dispositions anti-fraude, des réglementations régissant les pratiques de vente, des règles de protection des investisseurs et d'autres clauses spécifiquement conçues pour réglementer des activités n'impliquant pas d'affectation et de transformation de fonds pour le compte d'investisseurs.

### **DE QUELQUES QUESTIONS PARTICULIÈRES**

18

L'analyse des activités financières et des fonctions de réglementation qui a été développée dans les sections précédentes a le mérite d'offrir un cadre simple et complet, susceptible de traiter la complexité croissante des opérations et institutions que comprennent les systèmes financiers modernes. Les systèmes réels de réglementation des pays industriels restent néanmoins assis sur la répartition tripartite traditionnelle: valeurs mobilières, activités bancaires et services d'assurance. Ils ne se prêtent pas facilement d'eux-mêmes à de profondes mutations. Les transformations ne seront sans doute pas révolutionnaires, mais évolutives. Et l'analyse qui précède peut servir à gérer le processus.

Il est possible d'identifier certains principes de réglementation spécifiques qui peuvent contribuer à réduire le risque d'instabilité dans le système qu'engendre le développement des innovations financières. Les suivants sont loin d'être exhaustifs. Quatre questions ont été retenues pour illustrer les principaux problèmes pratiques qui font l'objet de cette conférence, mais le choix a été aussi fortement influencé par les travaux en cours à la Communauté et par des caractéristiques institutionnelles propres à l'Italie.

### **Le cas particulier des activités bancaires**

La combinaison particulière d'actifs non négociables et dettes monétaires qui caractérise les banques rend les activités bancaires « spéciales » à deux titres. Tout d'abord, cette combinaison de prêts et de dépôts fait du système bancaire le principal canal de transmission de la politique monétaire. Cela ne tient pas seulement à ce que les dépôts représentent la principale composante des agrégats monétaires, mais aussi au fait que la faible substituabilité entre prêts bancaires et autres circuits de financement implique que des fluctuations dans le volume des prêts bancaires ont une

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

forte influence sur l'activité économique. En deuxième lieu, il en résulte que les banques jouent un rôle essentiel dans le système des paiements, puisque la nécessité d'enregistrer les dépôts oblige les banques à gérer elles-mêmes le processus complexe déclenché par les paiements de leurs clients.

Le rôle unique que jouent les banques dans les systèmes de crédit, monétaire et de paiement fait peser des risques spéciaux sur l'ensemble du système. Notamment, il expose les banques — seules dans cette situation parmi les institutions financières — à des « ruées », c'est-à-dire à des retraits de fonds soudains et massifs lorsque les déposants perdent confiance. En dehors du fait qu'elles menacent la solvabilité de l'institution concernée, les ruées tendent à être contagieuses, de sorte que si la banque en butte à des difficultés a une certaine taille, elles se propagent à d'autres banques, avec le risque d'un désordre généralisé dans les activités bancaires et d'effets déflationnistes sur l'économie réelle. En outre, même sans effondrement de la confiance des déposants, l'incapacité de la banque à honorer ses obligations de paiement, quelle qu'en soit la cause ultime, peut déclencher une réaction en chaîne, aboutissant à un désordre général dans l'ensemble du système de paiements.

Une fois admise, la nature particulière des activités bancaires implique que les banques soient soumises à des contrôles plus stricts que les autres institutions bénéficiant de délégations de pouvoir en matière de placement. Elle exige aussi que les contrôles prudentiels généraux soient complétés par des méthodes d'intervention plus flexibles. À cet égard, les prêts de dernier ressort ont une importance fondamentale, non seulement parce qu'ils donnent aux autorités monétaires un instrument efficace pour transmettre, en temps normal, les impulsions macroéconomiques au secteur bancaire, mais aussi parce qu'ils leur permettent d'injecter des liquidités dans le système financier en cas de crise.

Peu de types nouveaux de financement, comme le crédit-bail et le factoring, reposent sur une évaluation cas par cas du crédit de l'emprunteur et relèvent vraiment du champ des prêts bancaires, qu'ils soient offerts directement par les banques ou par d'autres institutions qui émettent des obligations ou empruntent à des banques. Ces institutions s'engagent alors dans des « activités bancaires » et se trouvent ainsi exposées à un risque d'illiquidité, qui croît avec le volume de transformation opérée entre diverses échéances. C'est la raison pour laquelle les dispositions légales et les procédures de surveillance actuellement applicables aux banques et conçues pour favoriser la stabilité devraient être étendues à toutes les institutions, comme dans la nouvelle loi française sur les activités bancaires. Cela n'exclut pas de graduer les dispositions réglementaires en fonction des caractéristiques propres à chaque catégorie d'intermédiaires.

19

### **La finance et le commerce**

L'autonomie des activités bancaires est une condition essentielle pour une affectation efficiente des ressources et pour la stabilité du système financier. Un lien trop étroit entre les activités bancaires et industrielles ou d'autres activités non financières (le « commerce » dans la terminologie courante) pourrait engendrer une instabilité et susciter un conflit d'intérêt potentiel entre les banques et leurs déposants. Les faits enregistrés dans le passé soutiennent cette conclusion générale.

La séparation entre la banque et le commerce a été rendue obligatoire dans la plupart des pays industriels par des dispositions, informelles ou insérées dans les lois bancaires, relatives aux liens dans le capital social, aux prêts concernant les deux parties, ou aux deux à la fois. Citons quelques exemples du premier cas : la loi américaine sur les sociétés holdings bancaires classe comme banque toute société qui contrôle le capital d'une banque ; la loi hollandaise permet aux autorités chargées

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

de la surveillance des banques de limiter les droits de vote de certains actionnaires de celles-ci ; et le *Protocole sur l'autonomie de la fonction bancaire* belge exige que les administrateurs d'une banque veillent à s'assurer de son autonomie par rapport aux intérêts des actionnaires majoritaires. Le deuxième type de réglementation existe dans presque tous les pays, même s'il prend différentes formes : un exemple caractéristique est offert par la disposition allemande qui exige qu'un prêt consenti à un actionnaire d'une banque soit approuvé à l'unanimité par le Conseil d'administration.

En Italie, des décisions récentes prises par la Commission interministérielle compétente ont renforcé les règles relatives à la séparation entre la banque et le commerce. Les sociétés non financières n'auront plus le droit d'acquérir, directement ou indirectement, une part prépondérante dans le capital social des banques nouvellement créées et les restrictions sur les prêts liant les deux parties ont été resserrées.

Le brouillage des frontières financières a deux conséquences sur la relation entre banque et commerce.

— La première a trait aux procédures, souvent informelles, qu'adoptent les organismes de surveillance des banques quand le contrôle du capital d'une banque change de main. Ces procédures sont vitales pour maintenir la séparation entre banque et commerce, et tirent leur force du désir de toutes les parties concernées de se plier aux normes de comportement du « club ». Le brouillage actuel des frontières nationales pourrait saper l'efficacité de ces règles non écrites et rendre nécessaire une transformation des dispositions informelles en règlements officiels. Dans ce cas, il faudrait harmoniser ces dispositions de façon à éviter d'engendrer de sérieuses sources de distorsions à l'intérieur du marché européen unifié.

— La deuxième conséquence, qui n'est pas liée au processus d'internationalisation, découle de l'émergence d'institutions non bancaires en tant qu'investisseurs délégués maniant d'importants fonds d'épargne. Ces institutions peuvent être confrontées aux mêmes conflits d'intérêt que les banques. En conséquence, l'opposition entre « banque et commerce » devient une opposition entre « finance et commerce ».

### **Banque et assurance**

Les secteurs de la banque et de l'assurance sont de loin les compartiments les plus anciens de nos systèmes financiers. Les différences entre les modes de fonctionnement, les coutumes et les contrôles prudeniels des deux secteurs sont le résultat d'une évolution qui a duré plusieurs siècles.

La législation de la plupart des pays opère une nette distinction entre les sociétés d'assurance et les institutions de crédit. Toutefois, les effets pratiques de cette distinction ont été traditionnellement atténués par le développement de produits combinant des caractéristiques de l'assurance et des caractéristiques financières et par l'établissement de liens de propriété entre banques et compagnies d'assurance. Aucun de ces développements n'est nouveau, mais tous deux ont reçu une impulsion supplémentaire dans la vague récente de transformations financières.

La greffe de contrats financiers sur les contrats d'assurance est presque aussi ancienne que l'assurance elle-même. Récemment, la part des produits mixtes a augmenté dans les portefeuilles des ménages, et les réseaux de commercialisation des produits financiers et des produits d'assurance se chevauchent de plus en plus.

Les liens de propriété trouvent leur justification dans les analogies entre les deux types d'institution : tous deux produisent des informations sur leurs clients, ont

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

des engagements exprimés en termes nominaux, agissent comme intermédiaires financiers avec des portefeuilles hautement diversifiés.

Les liens qui se situent au niveau des produits et de la propriété posent des problèmes similaires. Quand une banque prend un engagement qui n'entre pas spécifiquement dans son bilan, il devient difficile pour les déposants et les surveillants (et parfois même pour les dirigeants des banques) d'évaluer le risque associé à la position globale de la banque. De même, une production sans entrave d'instruments financiers pourrait détourner les compagnies d'assurance de leur métier principal. Par ailleurs, il se peut que l'établissement de liens de propriété entre banques et compagnies d'assurance affaiblisse certaines règles prudentielles concernant les banques. Par exemple, les limites relatives à une forte exposition des banques pourraient être contournées par un conglomérat où la compagnie d'assurance offrirait les prêts que la banque n'est pas autorisée à faire. Aussi, en l'absence d'une surveillance et d'une réglementation suffisantes, la fusion entre assurance et activités bancaires traditionnelles pourrait amplifier l'instabilité.

Il ne serait pas sage de procéder à des transformations radicales dans les cadres institutionnels et réglementaires dans le seul but de réagir à une tendance de marché qui ne s'est pas encore consolidée. Il peut se révéler préférable de renforcer le dispositif existant, en donnant des pouvoirs d'intervention appropriés aux organismes publics qui opèrent déjà dans les deux secteurs et en rendant plus étroite la coordination de leurs activités.

En Italie, les liens entre banque et assurance ont été récemment examinés par une commission ministérielle spéciale et dans un témoignage du Gouverneur de la Banque d'Italie devant le Parlement. L'opinion qui se fait jour est qu'en principe, il n'y a pas d'objections à ce que les banques acquièrent une participation dans les compagnies d'assurance et inversement, à condition qu'on s'assure suffisamment bien que les directions des deux ensembles de firmes restent distinctes et que la taille relative des deux sociétés soit telle que les liens n'altèrent pas la nature de leurs activités. L'acquisition d'une participation dans les banques devrait être évitée quand la compagnie d'assurance concernée a des liens importants avec des groupes non financiers.

21

### **Le marché boursier**

Au lendemain du krach boursier d'octobre 1987, la réglementation du marché des valeurs mobilières est devenue une grande source de préoccupation. On admet aujourd'hui largement que la question doit être réévaluée, à la fois parce que la législation qui régit actuellement les marchés boursiers est généralement plus fragmentée et hétérogène que celle qui s'applique aux autres formes d'activité financière, comme la banque et l'assurance, et parce que ce manque d'uniformité peut être particulièrement coûteux dans un compartiment du système financier qui se « mondialise » plus vite que tout autre.

Dans le passé, la réglementation du marché boursier était conçue avec pour principal objectif de protéger les investisseurs, c'est-à-dire d'éviter des pratiques frauduleuses de la part des émetteurs de titres et des professionnels du marché. Mais cette démarche reflète une vision trop restrictive des exigences de réglementation qu'impose un marché large et complexe.

— D'abord comme on l'a suggéré plus haut, il faut préciser la distinction entre une réglementation visant le marché en tant que tel et des obligations prudentielles s'appliquant aux institutions qui, dans le cours normal de leur activité, opèrent sur le marché surtout pour le compte d'investisseurs finals qui leur ont délégué la gestion de leur épargne. Il faut considérer que la réglementation du marché boursier,

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

étroitement défini, est très différente de la réglementation des institutions qui s'adonnent à des activités boursières.

— En deuxième lieu, dans le cadre de la réglementation relative au marché, nous devons nous assurer que deux ensembles de questions différents sont traités comme il convient : d'un côté, le mécanisme impersonnel de fixation des prix dont dépend un fonctionnement correct du marché, de l'autre, la publication des informations financières relatives aux actifs financiers et la fixation de normes. La réglementation concernant la confection du marché devrait embrasser les deux domaines, même s'il est de la plus haute importance que la distinction soit maintenue, puisque seul le deuxième domaine favorise l'objectif de protection des investisseurs, le premier restant principalement orienté vers l'efficacité du processus du marché. Précisons ce point.

Le processus qui permet de fixer le prix d'un actif négociable est complexe. Il exige des infrastructures techniques, des procédures et des opérateurs spécialisés. Pour équilibrer efficacement l'offre et la demande, et remplir leur fonction d'allocation, les prix doivent en permanence refléter toutes les informations disponibles sur les actifs échangés sur le marché. Par conséquent, l'intérêt général commande de favoriser l'efficacité du mécanisme de formation des prix. Mais l'efficacité ne signifie pas que les prix ne feront jamais de sauts, ou que les anticipations des agents économiques seront toujours vérifiées, et encore moins que « la veuve et l'orphelin » ne perdront jamais leur argent, ou que ceux auxquels ils confient leur épargne mériteront toujours leur confiance. Il y aura toujours des événements tels, que les informations ne seront tout simplement pas disponibles, ou cachées au marché, si bien qu'ils ne pourront être pris en compte lors de la formation des prix. En principe, les réglementations et les autorités de surveillance qui régissent le mécanisme de fixation des prix doivent être neutres en ce qui concerne les intérêts des emprunteurs et prêteurs finals, et chercher exclusivement à améliorer l'efficacité du processus lui-même.

— L'un des objectifs de la réglementation doit aussi être de veiller à ce que les opérateurs spécialisés sur le marché soient neutres. À cette fin, il faut concevoir des règles qui interdiront aux firmes impliquées dans le processus de fixation de prix d'exploiter leur position privilégiée pour atteindre des objectifs qui pourraient entrer en conflit avec leur fonction principale.

Le risque de conflits d'intérêt peut être aggravé par la tendance des grandes maisons de courtage d'opérer aussi comme banques d'investissement, en offrant à leurs clients des titres sous la forme de fonds communs de placement ou d'autres comptes. Les maisons de courtage de ce type, qui ont conquis une part de marché considérable aux États-Unis et au Japon, procurent à leurs clients à la fois des services de confection du marché et d'investissement délégué. Il s'ensuit que la réglementation qu'il convient d'adopter peut faire l'objet de controverses. Il ne serait pas réaliste d'interdire totalement les institutions qui s'engageraient dans les deux types d'activité afin d'éliminer les conflits potentiels d'intérêt. Mais il serait tout aussi peu avisé d'ignorer le risque d'instabilité qui peut provenir d'un brouillage non réglementé des fonctions de confection du marché et d'investissement délégué. Aussi, dans la situation actuelle, il faut soigneusement énoncer les règles que les dirigeants de société doivent respecter dans leurs affaires quotidiennes, et coordonner efficacement les activités des divers organismes de surveillance.

— La deuxième tâche de réglementation du marché boursier consiste à ne permettre l'accès au marché qu'à des actifs financiers pour lesquels une information suffisante est diffusée au grand public. Ce type de réglementation a pour objectif ultime de garantir aux investisseurs individuels un accès à des informations

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

suffisantes sur la combinaison risque-rendement de tous les actifs échangés, afin qu'ils puissent vraiment choisir le type et le degré de risque à accepter. Du point de vue de la réglementation, ce qui compte n'est pas que les investisseurs soient protégés de tous les risques, mais uniquement des risques inintentionnels, c'est-à-dire de ceux que le manque d'information interdit d'examiner et d'évaluer au moment de la prise de décision d'investissement. Aussi la réglementation qui vise à protéger les investisseurs doit-elle être aussi fondamentalement neutre en ce qui concerne la qualité et la valeur des actifs échangés, dès lors que la transparence des termes des contrats offerts aux investisseurs est toujours sauvegardée. Ses instruments fondamentaux comprennent la fixation de normes pour les types de titres susceptibles d'être émis et l'établissement de règles de conduite et d'obligations de divulgation que les émetteurs et autres échangistes doivent accepter une fois que le titre a été émis.

### CONCLUSIONS

La création d'un marché unique des services financiers en Europe intervient à un moment où la plupart des pays passent par une phase de transformations intenses, aussi bien dans les techniques que les réglementations financières. Cette coïncidence représente à la fois une complication et une chance. C'est une complication parce qu'il est toujours difficile de rédiger de nouvelles « lois » qui capturent et réglementent une réalité changeante : le cadre réglementaire, en voie de constitution, qui régira le marché financier intégré de la Communauté, ne repose pas encore sur un ensemble éprouvé d'idées largement acceptées et de démarches dont il est possible de s'inspirer. Mais c'est aussi une chance, parce que notre cadre réglementaire aurait dû être adapté quel que soit le programme d'intégration de la Communauté, et parce que la mondialisation des marchés financiers rend désespérément insuffisante toute tentative de régir les innovations financières exclusivement au niveau national.

23

La tâche de rédaction de la législation communautaire est encore compliquée par la nécessité de diminuer plutôt que d'amplifier les problèmes de coordination et de cohérence avec les autres grands centres financiers hors d'Europe, notamment New York et Tokyo.

La démarche que la Commission a empruntée jusqu'ici dans ses propositions provisoires de nouvelle législation communautaire se fonde sur les dispositifs réglementaires qui ont traditionnellement caractérisé la plupart des pays industriels. Dans ce domaine, comme dans bien d'autres touchés par la réalisation du marché unique, l'objectif de la Commission, qui est de faire en sorte que les systèmes nationaux convergent vers la base commune offerte par la législation communautaire, repose sur une sorte d'hypothèse de « statu quo », comme si les systèmes nationaux — ici les principes réglementaires et les dispositifs institutionnels — étaient donnés et, par essence, statiques. Un aspect important de cette démarche a trait à la notion d'« autorités compétentes », qui a permis à la Commission d'adopter jusqu'ici une attitude neutre en ce qui concerne l'attribution des responsabilités de réglementer les différents compartiments du système financier aux divers organismes nationaux.

Cette conférence marque une évolution importante, parce qu'elle pousse les initiatives de la Commission en matière de législation au bord des problèmes de réglementation. Elle révèle la nécessité d'harmoniser non seulement le stock de normes nationales reçues en héritage, mais aussi l'avenir. L'opportunité offerte par cette conférence serait cependant perdue si les débats de ces deux journées et la mise en cause du cadre existant dans nos pays n'allaient pas jusqu'à réexaminer la logique profonde et les règles de fond de la réglementation financière.

Les cadres réglementaires de la plupart des pays ont été conçus pour un

## BANQUES, ASSURANCES, FINANCES

système d'institutions financières spécialisées dans lequel le plus gros de l'intermédiation était assuré par les banques. Ils ne conviennent plus parce que l'apparition de conglomérats, et l'émergence d'institutions non bancaires qui gèrent de vastes fonds d'épargne avec un mandat discrétionnaire de clients, font qu'il est de plus en plus difficile de garantir la stabilité du système financier en ne contrôlant qu'une seule catégorie d'institutions, quelle que puisse être son importance. En outre, les divers compartiments du système financier sont tellement interconnectés que le seul fait de les considérer séparément constitue une menace pour un contrôle efficace et la stabilité.

Les réflexions développées dans cet article espèrent apporter une contribution à l'ample débat ouvert par la Commission. Pour l'auteur, elles consistent pour partie en conclusions soigneusement pesées, pour partie en de simples « hypothèses de travail ». Toutes se situent au carrefour entre des ensembles de préoccupations et problèmes de réglementation nationaux et internationaux. Puissent-elles fournir et susciter des contributions à une cause commune. □

