

Marchés de capitaux : dé- ou re-réglementation

Didier BRUNEEL

Directeur des études économiques
Banque de France

256

Quelles que soient ses causes et ses formes, l'innovation financière se traduit dans une première phase par une unification des marchés de capitaux au plan national et dans une deuxième phase par leur intégration dans un processus d'internationalisation (les deux phases étant plus ou moins concomitantes selon les pays). Ce sont ces deux conséquences majeures qui pèsent sur le niveau et la nature de la réglementation des marchés. La phase d'unification du marché national des capitaux est caractérisée par le conflit entre une déréglementation, nécessaire à l'efficacité du marché, et le maintien d'un cadre réglementaire minimum, destiné à assurer l'information des opérateurs et la liquidité des transactions, c'est-à-dire la stabilité du système financier. L'internationalisation des marchés conduit spontanément à l'alignement des réglementations nationales sur la moins contraignante d'entre elles. Devant les dangers que comporte une telle évolution, on assiste depuis quelques années à une reréglementation sur la base d'un cadre défini à un niveau supranational.

UNIFICATION DU MARCHÉ DES CAPITAUX ET DÉRÉGLEMENTATION

Au terme du processus d'innovation financière, un marché national des capitaux présente les caractéristiques suivantes : il est unifié (les cloisonnements ont disparu) ; toutes les échéances sont traitées (du jour le jour au plus long terme) ; il est accessible à tous les agents économiques (à la fois comme prêteurs et emprunteurs) ; il comporte un secteur au comptant (*spot market*) et un secteur à terme (*futures market*) et offre la possibilité d'options (*options market*).

Cette évolution vers une meilleure efficacité du marché des capitaux à la fois remet en cause la structure des autorités de contrôle et de réglementation, implique un desserrement des contraintes réglementaires et entre en conflit avec le désir de maintenir la stabilité du système financier.

Une première version de cet article a été présentée lors du Séminaire organisé par Unisys sur le thème « International banking deregulation: risks and responsibilities » - Saint-Paul-de-Vence, 18-20 novembre 1987.

REMISE EN CAUSE DE LA STRUCTURE DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE ET DE RÉGLEMENTATION

Dans le contexte actuel, la distinction traditionnelle entre les *money markets*, c'est-à-dire les marchés de capitaux à court terme (généralement à moins d'un an) et les *capital markets*, qui regroupent tous les produits ayant une durée plus longue, perd sa valeur conceptuelle et en tout état de cause n'a plus d'utilité sur le plan opérationnel. En premier lieu, on ne peut plus séparer d'une part marchés de capitaux, et d'autre part financements et dépôts bancaires. La séparation ne se justifie plus dans la mesure où dépôts bancaires et titres du marché monétaire sont de plus en plus substituables (CD's dépôts à terme, *Money market funds* et dépôts ordinaires) et où les prêts bancaires sont de plus en plus titralisés (« *securitized* »).

En second lieu, de nombreux crédits à court terme sont systématiquement renouvelés et de nombreux instruments à court terme sont de plus en plus souvent considérés comme des substituts à des produits à long terme, à la fois par les prêteurs et les emprunteurs. Cette substituabilité ne fait que s'accroître avec l'innovation financière et notamment la réduction des coûts de transaction.

À une répartition obsolète entre *money* et *capital markets*, il a d'ailleurs été suggéré de substituer une distinction entre les instruments transformables en moyens de paiement facilement et à peu de frais (*easily cashable assets*) et ceux dont la transformation en moyens de paiement est plus difficile et/ou réalisable seulement à un coût élevé (*non easily cashable assets*).

Il n'en reste pas moins que c'est sur la base de la distinction traditionnelle que repose la structure des autorités de contrôle et de réglementation, caractérisée par une dualité d'organismes de tutelle : les banques centrales pour les instruments à court terme, les *securities commissions* pour ceux à plus long terme. Dans un contexte d'interrelations croissantes au sein du système financier, cela crée potentiellement deux difficultés. D'une part, cela encourage les « administrés » à tirer bénéfice des ambiguïtés de la réglementation résultant d'une éventuelle absence de coordination des différentes autorités ; d'autre part, les objectifs de la Banque centrale (contrôle de la masse monétaire, niveau des taux d'intérêt, crédit intérieur...) diffèrent radicalement de ceux des *securities commissions* (meilleure efficacité des marchés). En fait, le développement de l'efficacité des marchés rend souvent plus difficile le respect des objectifs monétaires.

Comme le rappelait M. Alexandre Lamfalussy, directeur général de la Banque des règlements internationaux¹, la première tâche des autorités est de mettre en place, à l'intérieur de chacun des marchés de capitaux, un système permettant de coordonner de façon cohérente l'activité des organismes qui ont été chargés jusqu'à présent de contrôler des activités ou des institutions particulières. C'est dans cette optique que M.E. Gérald Corrigan (8) a proposé aux USA la création d'une Commission de contrôle des services financiers (*Financial services oversight board*) qui serait un organisme de liaison (*interagency*) chargé de vérifier qu'une définition uniforme des services financiers est appliquée à toutes les catégories de banques et d'entités financières.

La crise boursière d'octobre 1987 a rendu encore plus actuelle cette préoccupation. C'est ainsi, par exemple, que le gouverneur de la Banque de France, A. de Larosière, a évoqué tout récemment la nécessité d'un rapprochement entre la Commission bancaire et la Commission des opérations de bourse.

¹ — Lamfalussy Alexandre. *Le changement est-il notre allié ? Conférence monétaire internationale de Boston. The Banker, september 1986.*

AMÉLIORATION DE L'EFFICIENCE DU MARCHÉ ET DESSELERMENT DES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES

L'amélioration de l'efficacité du marché des capitaux passe par une libération des contraintes réglementaires.

L'existence de réglementations concernant seulement certains types de produits financiers ou certains agents économiques nuit à l'efficacité du marché et, dans tous les pays, on assiste à un relâchement des contraintes dans ce domaine. Cela est particulièrement notable en ce qui concerne la réglementation des réserves obligatoires et celle des intérêts créditeurs. De même, les règles d'accès et de fonctionnement des marchés financiers sont assouplies un peu partout.

L'élimination progressive des réglementations relatives aux intérêts créditeurs

Le tournage de ce type de réglementation a été souvent à l'origine d'innovations financières (les *money market funds* au USA, les Sicav et Fonds commun de placement (FCP) à court terme en France, etc.) Il n'est donc pas étonnant que dans ce domaine la tendance soit nettement à l'élimination des contraintes. Ainsi, aux USA, les dépôts à vue ne sont pas, en principe, rémunérés, mais les dépôts très liquides, autorisés depuis le début des années quatre-vingt (compte *Now*, *Supernow*, *MMDA*, *DTS*, *Sharedrafts*, etc.) sont en pratique librement rémunérés, en fonction des conditions prévalent sur le marché monétaire, en contrepartie de certaines restrictions limitant les tirages par chèques ou par virements. Les dépôts à terme ne sont plus l'objet de limitation de rémunération depuis avril 1986. Les dépôts d'épargne ne sont pas non plus l'objet d'une réglementation spécifique. Des certificats d'épargne (*savings certificate*) sont proposés, dont la rémunération est liée aux taux de rendement des bons du Trésor de même durée diminués de 0,75 % pour les banques et de 0,50 % pour les Caisses d'épargne avec plafonnement à 12 %.

Au Royaume-Uni, les dépôts à vue peuvent être librement rémunérés. Ils le sont en pratique quand les soldes créditeurs sont assez importants. On estime que 50 % du montant total de ce type d'engagements reçoit un intérêt. Les rémunérations servies s'étagent de 3 à 4 % quand le solde minimum est faible (de 500-2000 livres à 10 000, par exemple) à 6 % ou plus quand ils sont beaucoup plus élevés. Les dépôts à terme et d'épargne sont librement rémunérés par les banques et *building societies* qui sont en concurrence pour les recueillir; il semble que ces dernières offrent des rémunérations un peu supérieures. Des formules très variées de comptes et plans d'épargne quelquefois indexés ont été proposées notamment par les *building societies*.

En RFA, la rémunération des dépôts à vue est autorisée et pratiquée. Les taux servis sont cependant très faibles (0,25 %). Les intérêts créditeurs versés aux autres types de comptes ne sont l'objet d'aucune réglementation. Avant décembre 1984, des fourchettes de taux pouvaient être indiquées par les autorités monétaires, mais cette faculté n'était jamais exercée. Depuis cette date, elle a été explicitement abrogée.

En Italie, les taux bancaires — débiteurs et créditeurs — sont négociés avec la clientèle sans réglementation particulière. Il existe une disposition légale (*art. 32 de la loi bancaire*) prévoyant que la Banque d'Italie, sur instruction du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne, peut fixer des limites aux taux pratiqués par les banques. En pratique, cette faculté n'a jamais été utilisée par les autorités.

À l'inverse des autres grands pays industriels, le Japon offre l'exemple d'une réglementation des rémunérations servies à la plus grande part des dépôts. La déréglementation des taux est une tendance récente: elle date de moins de dix ans et ne concerne encore que les dépôts à terme de montant important, les dépôts et

les *money market certificates*, sortes de certificats de dépôts de montant unitaire plus faible et bénéficiant d'une rémunération liée également aux conditions de marché, mais légèrement inférieure à celle versée aux certificats de dépôts. Les comptes de chèques ne sont pas rémunérés. Cependant, les « comptes ordinaires et d'épargne » de particuliers, sans droit de tirage par chèque mais avec possibilité de retraits en argent liquide ou de débit par cartes de crédit, reçoivent un intérêt de l'ordre de 1,5 %. Les taux servis aux dépôts à terme d'un montant inférieur à 1 milliard de yens sont réglementés et varient en fonction du taux de l'escompte de la Banque du Japon.

En France, la rémunération des dépôts à vue reste interdite. Celle des comptes sur livrets est réglementée ainsi que celle des dépôts à terme de moins de trois mois et de moins de 500 000 F. Toutefois, l'existence des Sicav et FCP à court terme (dits à rémunérés ou monétaires) permet d'obtenir une rémunération voisine de celle du marché monétaire tout en conservant une grande liquidité aux fonds investis.

La réduction du rôle des circuits de financement privilégiés

Dans la logique de l'unification des marchés de capitaux, on assiste également à une banalisation des opérations de collecte des dépôts et de distribution des crédits, c'est-à-dire au démantèlement des circuits permettant à certaines institutions d'accorder des concours à des taux préférentiels, à des secteurs d'activité déterminés, grâce à un accès privilégié à certains types de ressources. Dans ce domaine, on peut citer la banalisation croissante des activités des *Savings and loans associations*, des *mutual savings banks* aux USA et des *building societies* au Royaume-Uni. Le système bancaire japonais est encore compartimenté entre différentes sortes d'institutions qui ont leur vocation propre et quelquefois leurs sources de financement spécifiques. Cependant, un certain processus d'universalisation est ébauché.

259

En France, les Caisses d'épargne et le Crédit mutuel ont toujours le monopole de la collecte des principaux livrets défiscalisés (livrets A et bleus). Toutefois, la tendance est depuis plusieurs années à une banalisation croissante des opérations. Tous les réseaux ont ainsi été autorisés à offrir les nouveaux produits récemment créés. De même, les autorités s'efforcent d'atténuer les distorsions qui résultent de l'existence de crédits à taux préférentiels, soit en supprimant les procédures concernées, soit en élargissant la gamme des réseaux susceptibles de les distribuer.

Le déclin du rôle des réserves obligatoires

L'innovation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux entraînent le déclin du rôle des réserves obligatoires. Dans les pays sans contrôle des changes, l'existence de réserves obligatoires relativement lourdes provoque une délocalisation des opérations (c'est l'un des facteurs de la croissance du marché de l'euro-dollar et du développement des opérations des banques allemandes au Luxembourg).

Dans tous les pays, dès que les réserves obligatoires ont atteint des montants durablement significatifs, on a assisté d'une part, à un développement des opérations des institutions financières non soumises à réserves et d'autre part, à une désintermédiation et/ou à la création par les banques d'instruments non soumis à réserve.

Dans un premier temps, la réaction des autorités monétaires, pour lutter contre le tournage de la réglementation des réserves obligatoires, a été d'accroître son champ d'application en l'étendant à un nombre plus grand d'institutions : extension des banques de crédit aux autres banques de dépôt en Italie en 1975 et en 1981 en Suède, extension aux institutions non membres du Système fédéral de réserve aux USA en 1980, aux Caisses d'épargne en France en 1986, aux banques

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

hypothécaires et aux Bausparkassen en RFA en 1984 ; et en élargissant la gamme des exigibilités retenues dans l'assiette (inclusion du financement des banques US sur le marché de l'euro-dollar en 1971 et 1980, des obligations à moins de deux ans des banques allemandes en 1987, des bons bancaires au Japon en 1973, des obligations bancaires et des acceptations de banque en Espagne en 1984).

Dans un second temps ou concomitamment, une révision du rôle des réserves est intervenue sous la forme d'une réduction du niveau de leur taux et de sa variabilité, lorsqu'elles n'étaient pas purement et simplement abandonnées. Ainsi, en RFA, les taux ont diminué de 30 % entre 1979 et 1986 pour les dépôts à vue et de près de 50 % pour les dépôts à terme et les dépôts d'épargne. Traditionnellement peu élevés au Japon, les taux des réserves sont compris depuis 1982 entre 0,125 et 2,5 % selon la nature des dépôts. Aux États-Unis, le taux maximum des réserves sur les dépôts à vue, qui atteignait 16,25% en 1980, a été ramené à 12 %, tandis que les réserves sur les dépôts à terme et d'épargne des particuliers étaient supprimées ainsi que celles sur les dépôts à terme des entreprises à plus de dix-huit mois. Des mesures de réduction sont également intervenues au Canada, jusqu'à l'annonce de l'abandon prochain du système. Ce changement d'attitude est fondé sur la prise de conscience que les réserves obligatoires, en pesant sur le compte d'exploitation des banques, n'agissent non tant sur l'offre de crédit (le schéma du multiplicateur de base monétaire est beaucoup trop brutal pour être vraiment utilisable) que sur la demande de crédit, par un effet prix.

Le maniement du taux des réserves n'est qu'un des moyens permettant d'obtenir cet effet et il s'agit d'une décision administrative aux conséquences sélectives, puisque les sources de financement non soumises à réserve sont avantagées, ce qui fausse la concurrence. Les banques centrales préfèrent donc utiliser des mesures moins directes et plus globales (*open market* par exemple).

Du fait de l'innovation financière, une partie de plus en plus importante des ressources bancaires sont rémunérées à des taux de marché et par conséquent sensibles à la variation de ces derniers. La nécessité de disposer d'un volume élevé de réserves obligatoires pour peser sur le coût moyen des passifs bancaires a donc tendance à diminuer fortement.

L'assouplissement des conditions de fonctionnement des marchés de titres

L'efficacité des marchés de titres s'accroît évidemment avec l'innovation technologique (cotation en continu, par exemple, mise en œuvre récemment en France), qui permet de diminuer les coûts de transaction. Mais son amélioration doit être recherchée également dans le relâchement des réglementations relatives à l'accès aux marchés (*entry*) et à la fixation des prix sur ceux-ci (*pricing*). En effet, un marché efficace se caractérise par l'étroitesse de l'écart entre prix d'offre et prix de demande (*bid-ask spreads*), la modestie des commissions perçues et une volatilité relativement faible des cours. La profondeur du marché dépend de la présence de nombreux participants, et notamment de *market makers*, ainsi que d'une certaine standardisation des produits.

C'est dans cette optique que s'inscrivent, par exemple, le Big Bang de Londres et les réformes de la Bourse de Paris avec :

- la création de nouveaux marchés où les conditions d'accès sont plus souples que sur la Bourse officielle : *Unlisted securities market* à Londres, Second Marché à Paris ;
- la réduction des commissions sur les deux places ;
- la suppression de la distinction entre *jobbers* et *brokers* à Londres, la remise en cause du monopole des agents de change à Paris ;

- le développement du rôle des *market makers*, notamment à Paris avec la reconnaissance de la fonction de contrepartiste ;
- la standardisation des émissions de titres publics en France, avec la création des obligations assimilables du Trésor ; etc.

Le développement des marchés de titres a pour corollaire l'importance de leur rôle dans la stabilité du système financier, ainsi que le souligne T.R.G. Bingham² :

«L'effondrement des marchés de valeurs mobilières serait beaucoup plus préjudiciable au bon fonctionnement de l'ensemble du système économique et financier à l'heure actuelle que par le passé, lorsque les principaux perdants étaient les détenteurs individuels et les nouveaux émetteurs de titres. C'est pourquoi on a assisté à un changement, subtil mais significatif, du fondement de la réglementation. Elle cesse d'être limitée dans une large mesure à la protection des emprunteurs et des prêteurs individuels et ses justifications se rapprochent de celles qui fondent la réglementation des activités bancaires et l'existence d'un prêteur en dernier ressort ; elle garantit que les avantages pour l'économie dans son ensemble (les « externalités ») de l'approvisionnement continu en liquidité ne sont pas compromis. Par conséquent la réglementation du marché des valeurs mobilières a des répercussions systémiques et il faut envisager la nécessité de l'existence d'un market maker en dernier ressort ».

Le besoin d'assurer la stabilité du système financier exige une réglementation minimum.

STABILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER ET EXIGENCE D'UNE RÉGLEMENTATION MINIMUM

Dans les marchés de capitaux modernes, deux éléments sont fondamentaux pour que la stabilité du système financier ne soit pas remise en cause : la qualité de l'information à la disposition des opérateurs et l'assurance d'une grande liquidité (c'est-à-dire l'assurance de la disponibilité des fonds lors de la réalisation d'un actif). Une certaine réglementation est nécessaire pour promouvoir la concurrence, pour donner confiance aux investisseurs, en prévenant les fraudes et en assurant l'honnêteté des transactions, pour fournir un minimum d'information et en garantir la qualité.

La prévention du risque de liquidité conduit à souligner le rôle particulier que jouent les banques dans le système financier et l'importance de la fonction de prêteur en dernier ressort qui incombe aux banques centrales.

La réglementation contre le risque d'information imparfaite

Sur la plupart des marchés financiers, on enregistre une tendance à la concentration, c'est-à-dire à l'apparition d'une structure oligopolistique. Les grandes institutions bénéficient, en effet, d'une plus grande confiance de la part des opérateurs et sont souvent des intermédiaires privilégiés des autorités (*primary dealers* à New York, opérateurs principaux du marché et spécialistes des valeurs du Trésor à Paris, etc.). Or cette évolution peut présenter des dangers. Elle conduit ces institutions à limiter l'information sur les prix et le volume des transactions qu'elles opèrent pour ne pas révéler leurs stratégies. Les transactions se font à des prix différents de ceux qui sont cotés, des opérations négociées au même moment auront des prix différents selon les contreparties. Enfin, on peut craindre des tentatives pour influencer les prix en agissant sur les quantités (« *ramping* » et « *short selling* » *practices*)³.

2— Bingham T.R.G. *Securities markets and banking: some regulatory issues. Seminar on New financial systems, Madrid, 7-10 Octobre 1987.*

3— Cette structure oligopolistique, qui prévaut sur le marché des Eurobonds expliquerait les difficultés rencontrées pour mettre en place un système de trading basé sur écrans (*screen-based trading system*).

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

Pour que la concurrence soit respectée et que l'information soit disponible dans de bonnes conditions, les autorités doivent conserver un cadre réglementaire minimum, qui implique notamment le maintien de restrictions à l'entrée d'un marché et la définition de normes *minima* pour tous les *market makers*.

Le maintien d'un contrôle à l'entrée des marchés, par un système de désignation, de reconnaissance ou d'agrément, est à la base même du nouveau *Financial services Act* au Royaume-Uni, qui stipule que seules les entités autorisées ont le droit de proposer des services financiers. Les règles relatives aux positions limites, aux fonds propres minimum, aux délits d'initiés, à la publication d'informations, par exemple l'obligation d'afficher les prix sur écrans ou de déclarer des franchissements de seuil dans la détention du capital d'une société, etc. contribuent à l'élaboration d'un socle réglementaire garant d'une formation correcte des opérateurs.

La prévention du risque de liquidité: le rôle des banques et la fonction de prêteur en dernier ressort

Mais, au-delà du risque d'information imparfaite, la stabilité du système financier est essentiellement liée à la prévention du risque de liquidité. Dans l'élaboration d'un cadre réglementaire minimum, il y a une tendance à prévoir que les normes ne doivent pas viser une ou un type d'institution mais plutôt une ou un type d'opérations (*the process rather than the institution*).

En effet, les efforts pour contrôler un type d'institutions (les banques, par exemple) conduisent généralement à l'apparition de produits substituables non réglementés (comme le développement des *money market funds* en réponse à la réglementation des intérêts créditeurs ne s'appliquant qu'aux dépôts bancaires; en fait, tous les instruments à court terme substituables devraient être traités de manière identique en termes de réserves obligatoires, de taxes ou d'assurances, etc.). Il n'en reste pas moins que la question est posée de savoir si les banques doivent faire l'objet d'un traitement réglementaire spécifique en raison du rôle qu'elles jouent. Dans ce domaine, il convient d'examiner: le concept de banque universelle, l'assurance des dépôts, le prêteur en dernier ressort.

Le concept de banque universelle et la remise en cause de la séparation entre banques commerciales et banques d'investissements

Deux conceptions s'affrontent: celle du *Glass-Steagall Act*, qui instaure une séparation rigide des activités bancaires, les banques commerciales ne pouvant exercer une complète activité dans le domaine des valeurs mobilières comme les *investment banks*, et celle de la banque universelle. Mis en œuvre depuis longtemps en Allemagne, le concept de banque universelle s'applique aussi au cas de la France et les réformes de la bourse actuellement en cours visent à accroître les possibilités des banques françaises à intervenir en matière de titres (fin du monopole des agents de change en particulier). La nécessité d'un abandon du *Glass-Steagall Act* qui régit l'activité des banques américaines (et sur son modèle celle des banques japonaises) est évidemment soulignée par les banques commerciales américaines qui constataient jusqu'à ces derniers mois que les opérations sur valeurs mobilières sont moins risquées que les prêts aux PVD ou aux secteurs en déclin. En mars 1987, la Réserve fédérale a commencé à accorder des dérogations pour que plusieurs banques commerciales puissent effectuer des opérations sur titres. Une loi du 10 août 1987 a néanmoins suspendu toutes les autorisations jusqu'au 1^{er} mars 1988, avec effet rétroactif; ce gel d'un an pouvant être reconduit indéfiniment.

Il est intéressant de rappeler sur ce sujet les positions présentées par Henry Kaufman⁴ :

« Trois activités doivent rester séparées : l'octroi de crédits, la souscription de titres et les prises de participation. Des conflits d'intérêt risquent à coup sûr de se produire si ces activités sont réunies. Compte tenu de ces conflits d'intérêt, les principes suivants devraient être à la base d'une nouvelle réglementation financière :

- *il faut séparer les entreprises commerciales et les institutions financières ;*
- *les institutions financières ne devraient pas être autorisées à la fois à octroyer des prêts et à prendre des participations. Le système de réglementation devrait contraindre les institutions financières à choisir, dans leurs opérations avec le secteur des entreprises, entre les opérations de souscription de valeurs mobilières, d'octroi de crédits ou de prise de participation ;*
- *l'assurance des dépôts devrait servir à renforcer le système financier et pas seulement à garantir la sécurité des dépôts. Les autorités chargées de la réglementation devraient exiger que les primes d'assurance des dépôts soient placées en titres de première catégorie ou affectées à des emplois considérés comme pratiquement dépourvus de risque. Si les institutions habilitées à recevoir des dépôts préfèrent faire des prêts et des placements de moindre qualité, ces emplois devraient être comptabilisés dans une autre institution et financés par des ressources non assurées ».*

L'assurance des dépôts

Comme le rappelait récemment Christian de Boissieu⁵ plusieurs aspects techniques de l'assurance des dépôts sont aujourd'hui discutés.

- *« Il est classique d'opposer les pays dans lesquels l'assurance des dépôts est confiée à un organisme bien individualisé, recevant de la part des banques des primes d'assurance (cas aux États-Unis du Federal deposit insurance corporation — FDIC), aux pays dans lesquels le mécanisme d'assurance résulte d'un accord entre banques par le truchement de leur association professionnelle (exemple de la France ou de l'Allemagne fédérale).*
- *Faut-il fixer un plafond aux sommes assurées ? La plupart des régimes en application ont un plafond mais, dans certains cas, en pratique, la couverture est susceptible d'aller au-delà (exemple de l'intervention du FDIC en faveur des déposants auprès de la Continental Illinois). L'existence d'un plafond aux États-Unis (USD 100 000 par compte) a pu inciter certains épargnants à fractionner leurs dépôts entre plusieurs comptes et plusieurs banques.*
- *Dans un régime à primes, quelle doit être la base de la tarification ? Dans la plupart des cas (États-Unis, Royaume-Uni), les primes sont proportionnelles aux dépôts, ce qui peut conduire les banques à recourir à d'autres ressources, mais pas à mieux surveiller leurs expositions au risque. Pour limiter un effet pervers possible de l'assurance sur le comportement des assurés (déposants et banques) — il s'agit du moral hazard, expression qui n'a pas d'équivalent en français et qui évoque la négligence et la plus grande exposition au risque dues à l'assurance —, des primes calculées à partir des risques bancaires — compte tenu des opérations hors bilan — sont préférables. Recommandées par de nombreux économistes, elles n'ont pu jusqu'à présent être introduites, faute notamment d'une appréhension correcte des risques sur actifs bancaires et des engagements hors bilan.*
- *Les agents privés sont-ils sensibles à l'existence d'un système d'assurance des dépôts ? Aux États-Unis, la réponse affirmative ne fait pas de doute. En Europe, la*

263

4.— Kaufman Henry. *The need for an improved system of financial regulation*. Salomon Brothers, juil 1987.

5.— De Boissieu Christian. *Mutations et fragilité des systèmes financiers: les conséquences des transformations en cours*. Revue Française d'Économie, hiver 1987.

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

conscience de l'existence d'un régime d'assurance des dépôts est moins développée, sans doute aussi parce que, par comparaison avec les États-Unis, le risque de faillite bancaire est en général plus restreint. »

Au-delà des modalités techniques, l'assurance des dépôts ne peut pas être conçue comme permettant aux banques de prendre des positions hasardeuses et des risques excessifs. Son existence justifie les réglementations destinées à contrôler les risques pris par les banques.

Le prêteur en dernier ressort

L'existence d'un prêteur en dernier ressort, en l'occurrence la Banque centrale, est sans doute le pilier de la stabilité d'un système financier, et cela d'autant plus dans un environnement déréglementé où le risque d'illiquidité est supporté par les banques, non seulement pour leurs propres opérations mais aussi en liaison avec le fonctionnement des marchés de titres (*back up facilities* pour l'émission de NIFs, RUFs, etc.).

Si la nécessité d'un prêteur en dernier ressort est soulignée par tous, l'analyse du problème reste encore partielle, comme le fait remarquer Christian de Boissieu⁵ :

« On admet le plus souvent que le prêteur en dernier ressort intervient pour régler un problème de liquidité, non une question d'insolvabilité. En fait, les deux situations sont si étroitement imbriquées que le diagnostic d'illiquidité ou bien d'insolvabilité est opéré ex post, une fois les turbulences du court terme aplanies ou, au contraire, transformées en faillite déclarée. Ce qui vaut pour les pays en développement s'applique aussi aux banques dans les pays industrialisés : le diagnostic porté sur des difficultés de règlement est conditionné non seulement par l'information disponible, mais surtout par l'horizon temporel adopté. En pratique, les banques centrales sont largement intervenues depuis dix ans en faveur de banques commerciales manifestement insolubles (aux États-Unis, au Canada).

Certains praticiens font à juste titre remarquer que le prêteur en dernier ressort est parfois en même temps un investisseur en dernier ressort. L'exemple de la Continental Illinois est à cet égard révélateur : le FDIC a apporté, outre son soutien habituel par l'assurance des dépôts, USD 1,5 milliard de fonds propres à la banque.

Le débat se poursuit sur les formes de l'intervention du prêteur en dernier ressort : doit-elle être annoncée à l'avance et se faire de manière automatique (mais alors, elle provoque des phénomènes de moral hazard, ou bien doit-elle être pratiquée cas par cas, en laissant planer une grande incertitude sur le principe et l'ampleur de son soutien ? Enfin, le jugement porté sur le prêteur en dernier ressort dépend principalement de l'horizon temporel choisi. À court terme, son intervention évite peut-être la rupture et la panique, mais ceci peut être obtenu au prix d'une fragilité accrue, à long terme, du système financier ».

Déréglementation au nom de l'efficacité des marchés, cadre réglementaire minimum pour assurer la stabilité d'un système financier supposent que les autorités nationales ont une autonomie de choix suffisante. Or la mondialisation des marchés de capitaux tend à réduire considérablement cette autonomie ou du moins elle conduit à la mise en œuvre d'une coordination et d'une coopération internationales en matière de réglementation.

MONDIALISATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX ET REREGLEMENTATION

La mondialisation des marchés de capitaux suscite des phénomènes voisins de ceux constatés dans la phase d'unification d'un marché national de capitaux : une tendance à la libération des mouvements de capitaux et à la déréglementation pour permettre

aux entreprises nationales de se battre à armes égales avec leurs concurrentes étrangères et un processus de rereglementation dans un cadre harmonisé.

LIBÉRATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La mondialisation des marchés suppose au préalable une certaine libération des mouvements de capitaux, c'est-à-dire le démantèlement ou l'absence de contrôles des changes. Le cas échéant elle accélère les évolutions dans ce domaine, dans un processus itératif.

Il n'existe pas ou plus de contrôle des changes aux USA, au Royaume-Uni et en RFA⁶. Le démantèlement de telles réglementations est en cours au Japon et au sein de la CEE dans le cadre de la préparation du marché unique de 1992.

Au sein de la CEE le processus portera successivement sur :

- La libération des opérations en capital — comme les crédits commerciaux ou les investissements directs — qui sont directement liées à l'exercice de la liberté de circulation des biens et des personnes et de la liberté d'établissement.
- La libération des opérations sur titres financiers (obligations, actions et autres titres de participation), qui conditionne l'existence d'un marché financier européen.
- Enfin, la libération des opérations de prêts financiers et de celles portant sur les instruments du marché monétaire, qui est nécessaire à l'instauration d'un système financier unifié de la Communauté.

Tous les pays membres n'étant pas en état de supporter immédiatement ces contraintes, la libération devrait se faire en deux étapes.

Dans une première phase, l'objectif serait de parvenir à une libération inconditionnelle et effective des opérations en capital *« les plus directement nécessaires au bon fonctionnement du marché commun et à l'interconnexion des marchés nationaux de titres financiers »*.

■ Dans ce but, ne seraient pas renouvelées à leur échéance les clauses de sauvegarde qui avaient permis à certains pays membres d'imposer des restrictions aux mouvements de capitaux déjà libérés depuis 1960-1962 (c'est-à-dire les investissements directs, les crédits commerciaux à court terme, les transferts en exécution de contrats d'assurance et l'acquisition de titres cotés).

■ Au cours de la même phase, l'obligation de libération inconditionnelle serait étendue aux crédits commerciaux à long terme, à l'acquisition de titres non cotés et de parts d'OPVCM, ainsi qu'à l'émission et à la mise en vente de titres de sociétés ressortissantes d'un État membre sur les marchés de capitaux d'autres pays de la Communauté. Une étape en ce sens vient d'être franchie avec l'entrée en vigueur, le 1^{er} mars 1987, de la directive adoptée par le Conseil des ministres en novembre 1986.

Dans une deuxième phase, devraient être supprimées toutes les autres restrictions aux mouvements de capitaux, qu'il s'agisse de prêts financiers, d'opérations sur le marché monétaire ou de dépôts et avoirs en comptes courants. Leur libération, qui serait toutefois assortie de clauses de sauvegarde plus souples à mettre en œuvre qu'aujourd'hui, mettrait fin aux dernières restrictions qui subsistent du contrôle des changes en France et notamment : l'interdiction des prêts en francs à des non-résidents (d'ores et déjà assouplie) ; et l'interdiction des dépôts en devises pour les résidents.

PERTE D'AUTONOMIE DES ÉTATS ET DÉRÈGLEMENTATION

La liberté des mouvements de capitaux et la mondialisation des marchés de capitaux se traduisent nécessairement par une perte importante d'autonomie des États non

⁶— Notons toutefois que, de facto, les résidents US ne peuvent pas ouvrir de comptes en devises dans une banque américaine.

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

seulement dans la conduite de leurs politiques monétaires, budgétaires et fiscales, mais également en ce qui concerne leurs pouvoirs réglementaires.

C'est ce que souligne M. Delmas Marsalet⁷, à propos de la création du grand marché financier européen, mais ses affirmations s'appliquent *mutatis mutandi* au processus de mondialisation :

« Héritées, en général, de la crise de 1929, les réglementations appliquées aux activités bancaires et financières dans les grands pays occidentaux avaient ceci de commun qu'elles cherchaient à assurer la protection des déposants ou épargnants et la sécurité des systèmes financiers nationaux, notamment en limitant la transmission des effets externes par la juxtaposition de compartiments étanches.

Depuis plus de dix ans, ces réglementations ont été battues en brèche par l'innovation financière et le décloisonnement des marchés et professions financières.

L'ouverture d'un grand marché des services financiers en Europe ne pourra qu'accentuer cette tendance à la déréglementation des activités bancaires et financières.

Pour permettre à leurs entreprises financières de se battre à armes égales avec leurs concurrentes étrangères, les États seront naturellement conduits à alléger les contraintes qu'ils font peser sur elles. Cette pression accrue à la déréglementation est la conséquence logique du choix fondamental effectué par les autorités communautaires d'une « mise en concurrence » des législations nationales pour assurer, en quelque sorte sans douleur, leur rapprochement. Il est évident, en effet, que, mis en concurrence par des intermédiaires financiers qui ont désormais la possibilité d'arbitrer entre les différences de réglementation d'un pays à l'autre, les États n'auront d'autre choix que de s'aligner.

Ce processus comporte cependant un risque : celui d'un alignement des réglementations par le bas. Les divers systèmes nationaux seront progressivement obligés de s'aligner sur les moins réglementés d'entre eux. Il en résultera certes un supplément de liberté favorable à l'initiative mais cet alignement par le bas risque de se faire au détriment de la protection des épargnants et de la sécurité des systèmes, pour ce qui concerne les normes réglementaires ».

Pour illustrer ce conflit permanent entre autonomie des États et déréglementation, il suffit de rappeler les réactions à l'annonce de la remise en vigueur en RFA d'une retenue à la source de 10 % sur les revenus de valeurs mobilières, mesure immédiatement considérée comme une entrave au développement du rôle international de la place de Francfort.

RÉRÉGLEMENTATION ET COORDINATION

La nécessité d'une réglementation *minimum* élaborée dans un cadre défini au niveau international résulte de la comparaison des avantages et des inconvénients de la mondialisation des marchés de capitaux.

Avantages et Inconvénients de la mondialisation

Ce bilan est excellemment tiré par M. Lamfalussy¹. Les avantages sont :

- « La concurrence accroît l'efficacité des marchés au sens technique où l'entendent les économistes, c'est-à-dire en favorisant un ajustement instantané du prix des actifs financiers en fonction de la totalité des informations disponibles pour le public.
- Autre avantage peut-être plus important encore, la concurrence devrait, selon toute vraisemblance, accroître l'efficacité des marchés de capitaux dans le mécanisme d'adéquation de l'épargne et de l'investissement en canalisant les

⁷ — Delmas-Marsalet J. — Le Grand marché financier européen à l'horizon de 1992. — Caisse des Dépôts, 31 août 1987.

ressources vers leur emploi le plus rentable, en élargissant la gamme des possibilités de gestion de portefeuille pour les épargnants et en développant l'éventail des techniques de financement offertes aux investisseurs.

- Le processus de concurrence entraîne une érosion des marges bénéficiaires des intermédiaires financiers pris dans leur ensemble. Il s'agit ici d'un phénomène qui sera bien accueilli par tous les participants du marché n'appartenant pas au secteur financier, même si, on le comprendra, il sera beaucoup moins apprécié des intermédiaires eux-mêmes (voire, dans une certaine mesure, des autorités).

- Il y a enfin l'aspect « couverture des risques » de l'innovation financière dans le cadre de la mondialisation : en effet, nombre d'instruments nouveaux permettent aux participants du marché peu enclins aux risques de se couvrir contre les fluctuations imprévisibles des taux d'intérêt et de change ainsi que contre des incertitudes sur l'état futur de leur liquidité, autrement dit sur leur appel au marché. Cette couverture est possible en transférant les risques sur des participants plus enclins à les courir (et, on le suppose, plus puissants). Certes, dans un tel système, les risques font l'objet d'une simple redistribution ; néanmoins, ces mécanismes de couverture bénéficient nécessairement aux participants qui en font un usage intelligent ».

Les inconvénients sont :

- « La mondialisation accroît le risque de voir les intermédiaires financiers et plus particulièrement les banques subir occasionnellement des pertes importantes. Ces pertes pourraient résulter de l'introduction d'une multitude d'innovations non soumises à l'épreuve du temps, de fluctuations des taux d'intérêt pouvant être d'une grande ampleur et des importantes opérations de crédit international qui font partie intégrante de la mondialisation au sens géographique ; en outre, il convient d'être conscient que des pertes de ce type interviendraient dans un contexte d'érosion des marges d'intermédiation pour l'ensemble de la profession.

267

- La mondialisation réduit plus encore la transparence (déjà limitée) des bilans des intermédiaires financiers. Par voie de conséquence, les participants du marché auront d'autant plus de mal à déceler progressivement et suffisamment tôt les problèmes qui se font jour, ce qui accroîtra le risque d'assister à de soudaines crises financières.

- Elle accélère la diffusion à l'échelle internationale de ces crises dans un système de plus en plus marqué par l'interdépendance, mais moins transparent, y compris du point de vue macro-économique.

- Enfin et surtout, avec le développement de la « sécuritisation » et l'affaiblissement relatif du rôle traditionnel du secteur bancaire, amortisseur de crises de liquidité, la mondialisation rendra plus délicat encore le traitement des situations aiguës »

Pour les autorités, un tel bilan implique les démarches suivantes :

- elles doivent procéder à une mise à jour permanente des statistiques bancaires et financières internationales de façon à accroître la transparence du marché à l'échelle macro-économique ;

- elles devraient veiller à conserver la maîtrise du processus de déréglementation avec deux objectifs : d'une part, préserver un rythme de déréglementation qui donne aux institutions concernées le temps de s'adapter ; d'autre part, éviter que n'apparaissent des situations dans lesquelles des institutions sont soumises à une concurrence accrue sans avoir le droit de contre-attaquer ;

- elles doivent adapter les techniques et le champ de la surveillance dite « prudentielle » des marchés nationaux et s'assurer que leur dispositif de surveillance est compatible avec l'environnement international et efficace dans ce contexte ;

- elles devraient être prêtes à fournir au marché dans son ensemble suffisamment de liquidités pour éviter des situations de crise ;

- elles doivent également être prêtes à intervenir en tant que prêteurs en dernier ressort ;

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

- elles doivent œuvrer en vue d'un renforcement radical des fonds propres de tous les intermédiaires financiers et notamment les banques ;
- elles ont un devoir de prudence supplémentaire dans la mise en œuvre des orientations macro-économiques.

C'est exactement la démarche qui a été suivie sur le plan réglementaire.

Harmonisation et coordination en matière prudentielle et réglementaire

La mondialisation des marchés a entraîné un intense effort de prise en compte des nouveaux risques au plan national. Mais, très vite, ces efforts se sont traduits par la recherche de positions communes au niveau international tant en ce qui concerne les autorités de contrôle des banques que celles en charge de la tutelle des marchés de valeurs mobilières.

■ *Un exemple de prise en compte des nouveaux risques au plan national est le livre blanc français sur « les nouveaux instruments financiers et le risque bancaire ».* Il constitue une démarche inhabituelle dans le domaine de la réglementation prudentielle. En mettant l'accent sur la concertation, les autorités renoncent à des tentations technocratiques qui seraient mal venues, dans la mesure où l'une des premières missions de la Commission bancaire doit être de former en son sein des spécialistes des marchés aptes à exercer des contrôles dans un esprit de compréhension mais sans faiblesse.

D'une manière générale, l'accent est davantage mis sur la notion de surveillance plutôt que sur celle de contrôle. Pour que les instruments de marché soient utilisés à « bon escient », le livre blanc suggère trois modalités d'action : identifier exactement les risques de marché, déterminer avec prudence et exactitude les résultats de ces opérations, avec pour objectif la réévaluation permanente des profits et des pertes, adapter les structures internes afin de disposer d'un instrument permanent de contrôle et d'information (la création de directions des marchés au sein des établissements est « digne d'intérêt »).

La Commission bancaire suggère, alors, dans un premier temps une concertation limitée aux risques portant sur les quatre points suivants :

- en ce qui concerne le risque de taux, elle propose la communication à ses services des résultats des calculs effectués par chaque établissement selon ses techniques propres avant d'en tirer, lorsque la cohérence en sera établie, de nouvelles règles prudentielles s'il en était besoin ;
- pour ce qui est du risque de change, elle envisage la possibilité de fixer des limites à la prise de position de change en instituant, à l'image de ce qui est fait en RFA et en Grande-Bretagne, des plafonds en fonction des fonds propres ;
- s'agissant du risque de contrepartie, elle estime souhaitable, sous réserve d'une pondération adaptée, de les inclure dans les ratios de couverture et de division des risques ;
- enfin, pour ce qui est des facilités de garantie, apparentées aux risques de crédit classiques, et donc recensées dans les engagements hors-bilan, elle envisage seulement d'en augmenter la pondération.

Un second axe de réflexion consiste à s'interroger sur les effets de l'internationalisation en matière de contrôle prudentiel en prenant note du fait que celui-ci ne pourra plus se circonscrire aux frontières d'un pays. Il faudra donc à la fois jouer sur des consolidations de comptes, voire la prise en compte de groupes, toutes techniques difficiles à mettre en œuvre, et étendre les modalités de coopération des autorités de contrôle des différents pays en harmonisant au mieux les méthodes et les conceptions, travail qui est déjà engagé dans certaines instances internationales et surtout communautaires.

■ *Contrôle prudentiel et réglementation au niveau européen.*

L'action de la Commission de Bruxelles vise aussi bien les activités bancaires que les marchés de valeurs mobilières (*voir encadré page suivante*).

■ *Contrôle prudentiel et réglementation au niveau mondial*

Dans le domaine bancaire, les travaux les plus importants ont été le fait du Comité des règles et pratiques de contrôle bancaire (Comité Cooke). Se limitant initialement à ses pays membres, le Comité, en nouant progressivement des contrats avec d'autres autorités de contrôle, notamment l'*Offshore Group* et des organismes à compétence régionale, s'est efforcé d'élargir le cercle des pays participant à ses travaux, afin d'intensifier la coopération internationale. Les travaux du Comité ont un double effet : d'une part, ils ont été l'occasion d'échanges de vues et d'informations et d'une confrontation des expériences à propos de multiples questions, favorisant ainsi une approche commune des problèmes. Mais surtout le Comité est parvenu à dégager un certain nombre de règles communes et de principes qui, sans avoir un caractère impératif, peuvent être appliqués de manière cohérente sur le plan international dans le cadre des législations bancaires nationales.

La façon dont le Comité conçoit la coopération internationale est parfaitement illustrée dans ses « Principes pour le contrôle des établissements des banques à l'étranger ». Ce document, connu sous le nom de « Concordat de Bâle », a été publié dans sa première version en 1975 ; après révision, il a été diffusé à l'ensemble des autorités de contrôle dans le monde au début de juin 1983. Le Concordat révisé a été approuvé par le Groupe des gouverneurs des banques centrales des Dix et l'*Offshore Group of Banking Supervisors* et il a été largement entériné par un grand nombre d'autorités de contrôle à travers le monde.

Ce concordat prévoit une amélioration de l'information des autorités grâce à une meilleure coordination de :

- l'action des banques centrales du Groupe des Dix et celle des autres grands centres bancaires (*offshore* surtout) ;
- la surveillance des réseaux étrangers des grandes banques internationales ;
- le respect des principaux ratios indicatifs de l'évolution de la structure financière des banques.

Par ailleurs, le Comité a mis en place un suivi régulier de la politique de provision des banques.

Enfin, des approches communes ont été réalisées ou sont en cours d'étude sur le renforcement de la situation financière des banques en ce qui concerne : les ratios de capital, le contrôle de la liquidité, le contrôle des opérations hors-bilan.

Ainsi, sur la base des accords conclus entre la Banque d'Angleterre et les autorités américaines, au début de 1987, un accord imposant de nouveaux ratios de capitalisation pour les banques internationales des grands pays industrialisés vient d'être réalisé au sein du Comité Cooke.

Cet accord établit pour la première fois des normes internationales pour inclure des éléments hors bilan dans le calcul de l'exposition globale d'une banque au risque. Il définit en outre différentes catégories du capital bancaire, notamment en tenant compte de certains éléments supplémentaires tels que réserves cachées, avoirs immobiliers, participations en actions et dette subordonnée entre le capital d'une banque. Il propose un ratio minimal de 8 % entre le capital total exigible et le total pondéré des actifs et des éléments hors bilan.

En ce qui concerne les bourses de valeurs mobilières, la coordination est sans doute moins avancée. Il convient, toutefois, de signaler le rôle joué par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Le Comité exécutif de l'OICV a effectué depuis un an les premiers pas sur la voie de la coopération internationale en matière réglementaire :

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

- Un accord est intervenu (déjà signé par 14 pays dont les USA, la France, le Royaume-Uni et l'Italie), aux termes duquel les signataires s'engagent, dans la mesure où les lois nationales le permettent, à fournir les informations relatives à l'application des législations sur les valeurs mobilières (prévention des opérations frauduleuses). Cet accord d'assistance réciproque témoigne de la volonté des membres de l'organisation d'assurer une meilleure surveillance des marchés financiers à une époque où ceux-ci s'internationalisent de plus en plus.
- Un comité technique responsable de la coordination des réglementations des opérations internationales sur valeurs mobilières a été créé. Ce comité s'occupera des émissions internationales de valeurs mobilières (marché primaire) ainsi que du fonctionnement des marchés secondaires. Il sera composé de représentants des

Bilan de l'action de la

A/ Directives sur les activités bancaires.*

1 - Adoptées :

- directive du 28 juin 1973 qui a prévu, pour l'ensemble des professions financières, le droit d'établissement et la libre prestation des services, c'est le principe de la non discrimination entre établissements nationaux et communautaires ;
- directive du 12 décembre 1977 qui définit certaines conditions minimales pour l'accès à l'activité d'établissement de crédit (fonds propres, compétence et honorabilité des dirigeants, etc.), met en place un système de coefficients d'observation de la solvabilité et de la liquidité et rend obligatoire la collaboration des autorités de contrôle lorsqu'une banque a des succursales dans d'autres pays que celui du siège ;
- directive du 23 juin 1983 qui pose le principe du contrôle bancaire sur une base consolidée ;
- directive du 8 décembre 1986 qui harmonise les schémas du bilan et du compte des profits et pertes et coordonne les règles d'évaluation ;
- recommandation du 22 décembre 1986 sur les limites aux grands risques de crédit et sur la mise en place d'un système de garantie des dépôts : les risques supérieurs à 15 % des fonds propres (grands risques) ne peuvent dépasser individuellement 40 % des fonds propres et globalement 800 % des fonds propres ; et en ce qui concerne la garantie des dépôts, les six pays non encore pourvus sont invités à mettre en place un tel système.

2 - En cours :

- proposition de directive en matière de crédit hypothécaire ;
 - proposition de directive relative aux mesures d'assainissement et de liquidation des établissements de crédit ;
 - proposition de directive concernant les obligations de publicité en matière comptable des succursales de banques étrangères ;
 - proposition de directive sur les fonds propres des établissements de crédit (définition du concept).
 - deuxième directive de coordination bancaire relative au droit d'établissement et à la libre prestation des services.
- La directive s'attache par ailleurs à définir un certain nombre d'éléments

* Cf. *Revue d'Économie Financière* n°2, *L'Europe financière* et n°4, *Zavvos G.S.*, *L'Acte bancaire européen* (NDLR).

pays intervenant le plus massivement dans les transactions internationales et travaillera en coopération avec les autres autorités de tutelle concernées par ces transactions. L'idée directrice est de réunir des experts des différents pays dans un cadre qui leur permette d'examiner les problèmes de réglementation liés aux transactions internationales et de trouver des solutions pratiques à ces problèmes. Cinq groupes de travail ont été formés dont les domaines d'étude sont les suivants :

a) *Émissions d'euro-actions*. Le groupe de travail étudiera les méthodes d'émission des valeurs à revenu variable à l'échelle internationale, les problèmes de la cotation multiple, les catégories d'émetteurs et la réglementation.

b) *Normes de comptabilisation et de vérification comptable*. Le groupe de travail, opérant en liaison avec le Comité International des Normes Comptables et la

commission européenne

de base applicables à tous les établissements financiers européens, étant entendu que chaque pays demeurera libre « d'édicter des règles plus sévères ». Un seuil minimum de 5 millions d'écu de capital serait ainsi envisagé pour les établissements financiers. De même, un établissement de crédit ne pourrait détenir une participation supérieure à 10 % dans une entreprise non bancaire si cette participation dépassait 10 % de ses fonds propres ;

- directive visant à mettre en œuvre un coefficient de solvabilité harmonisé ;
- directive relative à l'harmonisation des conditions d'émission et de contrôle des obligations hypothécaires.

271

B/ Directives sur les marchés de valeurs mobilières

1 - Adoptées :

- une recommandation, en juillet 1976, contenant un code de conduite en matière de transactions sur valeurs mobilières ;
- une directive, en février 1979, sur les conditions d'admission en bourse ;
- une directive, en mars 1980, sur les prospectus d'admission en bourse ;
- une directive, en février 1982, sur le rapport semestriel à publier par les sociétés cotées en bourse ;
- une directive, le 17 novembre 1986, qui a libéré toutes les transactions sur valeurs mobilières cotées et non cotées ;
- une directive, le 22 juin 1987, concernant la reconnaissance mutuelle des prospectus d'admission en bourse ;
- deux directives, le 20 décembre 1985, concernant les OPCVM et instituant le principe du contrôle dans le pays d'origine et la libre circulation des parts dans la Communauté Européenne.

2 - En cours :

- proposition de directive visant l'harmonisation des règles relatives au processus d'offre publique de valeurs mobilières ;
- proposition de directive concernant les cessions de gros paquets d'actions ;
- proposition visant à interdire « l'insider trading » (délit d'initié) ;
- directive relative aux services d'investissement (conseils, gestion de portefeuille, coordination des règles nationales...);
- étude sur la reconnaissance mutuelle des rapports semestriels.

III/L'AVENIR DE LA SURVEILLANCE DES MARCHÉS FINANCIERS

Fédération Internationale des Comptables, proposera des normes en matière de comptabilité et de vérification comptable applicables aux émissions multinationales.

c) *Réglementation financière.* Le groupe de travail étudiera le problème de la définition et du maintien du niveau requis de fonds propres pour les intermédiaires en valeurs internationales et celui des échanges de données financières, en prenant en considération des travaux du Comité Cooke de la BRI.

d) *Échanges d'informations.* Le groupe de travail dressera la liste des obstacles actuels aux échanges de données et/ou d'expériences entre les organismes de tutelle des bourses de valeurs des pays membres du Comité Technique.

e) *Réglementation des transactions hors marché.* Le groupe de travail identifiera les problèmes que pose pour les autorités de tutelle le développement des transactions internationales hors marché.

■ Il est, en outre, envisagé de créer un comité du développement des marchés. Cet organisme, qui serait composé des pays où se forme un marché financier, traiterait de toutes les questions relatives au développement des marchés dans ces pays.

À la question : « *Combien de temps met le fût d'un canon à se refroidir après le tir ?* », le manuel d'instruction de l'armée française répondait avec naïveté et prudence : « *Un certain temps* ». Il me semble que la même prudence est de rigueur pour répondre à la question « *Quel doit être le degré de contrainte de la réglementation ?* » : ni trop, ni trop élevé, ni trop faible. À l'opposition entre les couples Efficience et Déréglementation d'une part et Stabilité du système et Réglementation d'autre part, il est peut être possible de substituer la vision d'un marché de la réglementation où s'exprimeraient une offre et une demande, comme n'hésite pas à le faire Bingham¹ pour les marchés de titres :

« *Considérer la réglementation comme un service pour lequel existent une demande et une offre nationale peut aider à comprendre les forces en œuvre. Du côté de la demande, existent essentiellement trois types différents d'acteurs. Premièrement, et c'est probablement l'essentiel pour la structure des réglementations, on trouve les participants du marché des valeurs mobilières eux-mêmes. Les maisons de titres en particulier ont un intérêt direct au fonctionnement du marché, intérêt qui est plus puissant et plus centré que celui des institutions qui utilisent les marchés comme sources de financement ou lieux de placement de fonds. Deuxièmement, il y a le public en général qui peut ne pas recourir souvent ou directement au marché des valeurs mobilières mais qui serait touché par son effondrement. La troisième catégorie se compose des autorités de réglementation d'autres pays qui sont intéressées par la forme de la réglementation des principaux marchés nationaux à cause des conséquences des perturbations dans un monde interdépendant, de la possibilité de concurrence dans le laxisme et de la tendance à l'application extraterritoriale des réglementations nationales.*

Du côté de l'offre, la diversité est considérable, depuis des systèmes d'autoréglementation presque totale jusqu'aux contrôles rigoureux par les autorités de tous les aspects du fonctionnement des marchés de valeurs mobilières. La distinction entre autoréglementation et réglementation par les pouvoirs publics n'est cependant, en aucun cas, absolue. Les autorités peuvent inciter (et, de fait le font) les participants du marché à établir et contrôler leurs propres règles, et les maisons de titres exercent une influence déterminante sur la forme des règlements administratifs en raison de leur compétence et de la force de leurs pressions. En outre, les participants du marché préféreront souvent une réglementation émanant des autorités. Dans ce cas, une partie des coûts d'élaboration et même de fonctionnement de l'infrastructure pourra être supportée par le contribuable. La présence d'un arbitre neutre peut aussi permettre d'obtenir une structure de marché qui soit profitable à chaque participant du marché, considéré individuellement, et à

l'économie dans son ensemble mais qui ne se serait pas réalisée autrement à cause de la crainte de manœuvres tactiques (on peut établir une analogie avec la protection de l'environnement. Chaque industriel pris individuellement peut être disposé à supporter un coût supplémentaire pour la pureté de l'air mais, sans un système de consultation, de surveillance et de sanctions, il sera très réticent à supporter ces coûts de sa propre initiative de peur qu'une autre usine n'ait éventuellement des priorités différentes).

Considérer les réglementations sous cet aspect contribue à éviter une tendance habituelle à les envisager comme un obstacle à la liberté des transactions. Il y a certes des réglementations qui entravent le fonctionnement efficient des marchés et qui se justifient par la protection des petits investisseurs, il y a par contre d'autres règles qui favorisent l'efficacité des marchés. Au cours de la dernière décennie, l'essentiel de la déréglementation a impliqué la suppression de règles qui gênaient la croissance et l'évolution des marchés de valeurs mobilières, par exemple les contrôles des changes et des portefeuilles, les restrictions à la double capacité, la réglementation des commissions. Une grande part des nouvelles réglementations peut être considérée comme contribuant au fonctionnement harmonieux et ininterrompu du marché en dépit des chocs et avec les exigences de capital minimum, les limites sur les positions, les exigences d'obtention d'une autorisation ou d'une reconnaissance...

Admettre que certaines réglementations peuvent favoriser l'émergence d'externalités et permettre aux participants du marché d'en tirer une rente économique peut également aider à concevoir une démarche rationnelle face à l'imposition de réglementations pesantes requises à d'autres fins. L'importance de la réglementation contraignante que l'on peut imposer est fonction (i) de la valeur de l'infrastructure pour les participants du marché (ii) des coûts d'entrée sur le marché et (iii) des coûts de création ou d'utilisation d'une autre infrastructure.

Tandis que l'analyse qui précède montre que la réglementation, étant soumise aux forces de l'offre et de la demande, ne risque pas de disparaître, elle n'indique rien sur les réglementations qui tendront à augmenter le bien-être et celles qui le réduiront. En tant que telle, elle ne donne aucune justification pour le maintien des réglementations existantes ou l'introduction de nouvelles dispositions. Par contre, elle fournit des raisons à l'appui d'une pratique réglementaire bien établie : la tendance à agir par petites étapes ». □

273

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BRUNEEL Didier.—**Les nouveaux risques bancaires.**—2^e rencontre régionale des Caisses d'épargne organisée par la Sorefi « PACA ». Sophia Antipolis, les 11 et 12 juin 1987.
- BRUNEEL Didier.—**Money market and monetary regulation in France.**—4th annual Capital market conference. OECD, Bursa, août 1987.
- BRUNEEL Didier.—**La réforme du système financier français.**—Séminaire sur les nouveaux systèmes financiers. Madrid, 7-10 octobre 1987.
- BRUNEEL Didier.—**Recent evolution of financial structures and monetary policy in France.**—University of Illinois at Urbana-Champaign, 12-14 septembre 1986.
- CLAROTTI Paolo.—**Vers un système financier européen.**—Séminaire sur les nouveaux systèmes financiers, Madrid, 7-10 octobre 1987.
- CORRIGAN E. Gerald.—**Financial market structure : a longer view.**—Bank's annual report of the New York, Fed, février 1987.
- DERMINE Jean.—**Money and capital markets, a regulatory perspective.**—OECD, Bursa, août 1987.
- GHANDHI Jamshed.—**Reflection on the operation of Capital markets.**—The Wharton school, University of Pennsylvania. OECD, Bursa, août 1987.
- LAMFALUSSY Alexandre.—**Innovations financières, politique monétaire et stabilité des marchés.**—Institut d'Études bancaires et financières. Paris, le 25 novembre 1985.