



AUTORÉGULATION ET CONTRÔLES OPÉRATIONNELS : RÉFLEXIONS SUR LA SURVEILLANCE DES PRODUITS DÉRIVÉS NÉGOCIÉS SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

ANDRÉA M. CORCORAN *

Les structures des marchés de capitaux et des produits dérivés étant devenues électroniques, à but lucratif, démutualisées, souvent cotées en Bourse, aux États-Unis et ailleurs, le rôle d'autorégulation des marchés, là où il existait, a été remis en question. Cet article propose au débat l'opinion - fondée sur l'expérience américaine passée - que, lorsqu'elle était correctement supervisée, l'« obligation » d'autorégulation a été déterminante pour la responsabilité des marchés d'assurer les contrôles opérationnels et financiers adéquats et, par conséquent, l'intégrité et la sécurité du marché.

Le dénouement fiable des contrats offerts et négociés conformément à leurs spécifications est essentiel au bon fonctionnement des marchés dérivés, en conséquence l'application équitable des règles du marché et des clauses du contrat est essentielle pour conserver la confiance du public. Alors, en ce qui concerne l'autorégulation :

* Directrice du Service des relations internationales de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Les opinions, voire les hypothèses, exprimées dans ce texte sont celles de l'auteur. Elles ne constituent pas les opinions de la Commodity Futures Trading Commission, d'aucune Direction ou Service de cette Commission ou de toute autre personne. Elles n'ont pas pour objet d'aborder l'analyse d'une quelconque question soumise à la Commission. Cet article est rédigé dans le contexte du système réglementaire des services financiers américains, qui a une tradition confirmée d'autorégulation et qui reconnaît les autorités et les marchés autorégulés. En ce qui concerne ce sujet, le dialogue continue et récemment la CFTC a demandé une réponse de la communauté financière sur plusieurs questions concernant l'avenir de ses politiques réglementaires vers l'autorégulation.



La proposition que le marché doit valider est : une autorégulation correctement surveillée est, au fond, le mécanisme le plus efficace pour assurer (1) la transparence opérationnelle et financière d'un marché de futures (contrats à terme), (2) le bon fonctionnement des produits de transfert du risque et de découverte des prix sur le marché et (3) la conformité au cadre réglementaire.

La proposition que l'autorité de tutelle doit valider est : l'autorégulation agréée est essentiellement un moyen d'obliger les opérateurs de marché à assurer le bon fonctionnement des contrôles opérationnels et internes destinés à garantir l'intégrité financière et les prix, le respect des dispositions juridiques et un fonctionnement ordonné et stable du marché. De tels contrôles, et l'obligation (pas la faculté de choisir) de les instaurer et de les appliquer, rendent d'abord le marché responsable de ses performances, ce qui réduit les ressources à mettre en œuvre aux fins de régulation, les incitations à « tromper » ou « tester l'expertise » de l'autorité de tutelle et les risques d'aléa moral.

À condition que : la gouvernance, les « propriétaires du volume » et les structures de supervision soutiennent ces objectifs.

CONTEXTE : L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ

2

L'élément central des modèles réglementaires et commerciaux des marchés dérivés, avant la ruée actuelle sur la démutualisation et la cotation de ces marchés en tant que sociétés cotées à but lucratif, était celle d'un lieu de négociation qui fonctionnait sous un service mutualisé, à but non lucratif qui assurait à ses membres participants l'immédiateté et l'accès direct et qui assurait au public la liquidité secondaire nécessaire pour lever des capitaux sur le marché primaire ou pour transférer le risque des marchés au comptant¹. Il est incontestable que la structure des Bourses réglementées, y compris leurs utilisateurs, a changé - dans certains cas fondamentalement - par rapport au modèle précédent.

La possibilité d'avoir accès à des plates-formes de négociation électroniques a été le premier facteur de modification du modèle. Les plates-formes électroniques permettent à des marchés virtuels de concurrencer des institutions établies ayant une existence physique, permettent aux marchés de contourner les *brokers* en offrant un accès direct aux clients, et permettent aux lieux de négociation de se multiplier, de répliquer d'autres marchés ou d'offrir des services à des niches de publics qui étaient précédemment trop chers à servir. Ces plates-formes peuvent également fonctionner sous la direction de personnes qui ne sont pas nécessairement des *traders* ou des *brokers* ou des personnes dont l'activité est d'offrir des services de négociation. En outre, les technologies électroniques facilitent des transactions 24 heures sur 24, des



transactions directes pour des clients de détail comme pour des professionnels, des transactions en provenance de régions situées à l'extérieur de la compétence territoriale à laquelle est soumis le marché, et la fourniture de programmes informatiques concurrentiels (et parfois déposés) permettant des opérations complexes comme les *combinations* et les *spreads*. La technologie électronique modifie donc le degré et l'étendue de la concurrence possible entre les marchés et a ainsi engendré une nouvelle concurrence entre les intermédiaires, les professionnels de marchés et les marchés eux-mêmes.

La technologie électronique a également contribué au passage d'une structure mutuelle à une structure non mutuelle. La raison en est que les plates-formes électroniques, en permettant la standardisation des valeurs mobilières et en élargissant la portée des lieux de négociation et des produits, ont donné l'avantage au volume de négociation et à la dimension de l'accès aux services de négociation au détriment de la valeur d'un accès privilégié et de l'immédiateté. La démutualisation permet aux détenteurs de droits de négociation particuliers de monétiser ces droits et ainsi d'ouvrir la porte à des structures de gouvernance pour les plates-formes de négociation qui sont moins liées à des catégories particulières d'utilisateurs et plus à même de se développer d'une manière qui dévalorise les accès spécialisés. Ces évolutions ont, à leur tour, modifié la nature et l'intensité de la concurrence entre les marchés.

Les changements dans la technologie des négociations ont également favorisé deux types de croissances exponentielles : (1) l'utilisation de dérivés sur les marchés réglementés pour transférer le risque de prix et qui se substituent aux instruments au comptant lorsque l'intention est de s'exposer au (ou de réduire le) risque d'un produit, sans nécessairement investir dans ce produit ; et (2) l'utilisation de dérivés de gré à gré (*over the counter - OTC*) afin de pouvoir continuer à offrir des instruments de gestion du risque taillés sur mesure et fondés sur l'intermédiation, qui ne se prêtent pas à une négociation directe dans un marché à forte intensité, mais dépendent de la capacité de l'intermédiaire à fixer le prix du risque transféré et à couvrir son exposition nette.

Comme le véhicule de négociation a changé, le monde financier a également réexaminé la compensation. La séparation entre les capacités de renforcement du crédit des marchés de *futures* (contrats à terme) et le marché lui-même et la conception de la compensation comme un service séparé, et non un service accessoire au fonctionnement du lieu de négociation est un phénomène nouveau. Au même moment, le monde financier a eu recours à de nouvelles technologies pour appliquer le *back-end* ou le *credit enhancement* propre aux marchés réglementés à des activités sur mesure et de gré à gré² qui entraînent également une augmentation du volume des transactions.



Tous ces changements ont abouti à des situations de concurrence nouvelles et différentes qui ont remis en cause la conception traditionnelle de la manière dont les marchés devraient fonctionner, être dirigés et réglementés. Il s'en est suivi un débat animé sur la nature de la politique à suivre en matière de réglementation :

- qui devrait imposer la structure du marché : les forces de marché, l'opérateur du marché, les intermédiaires ou le régulateur ?
- qui devrait définir les conditions de fonctionnement et de gouvernance : les opérateurs du marché, leurs membres ou leurs adhérents, le régulateur ou un groupe privilégié du marché ?
- qui, de l'opérateur du marché ou du régulateur, devrait assurer directement la responsabilité et la transparence des opérations quotidiennes de surveillance et de suivi et la gestion des accidents de marché et des défaillances financières ?

Ces débats ont de plus en plus ouvertement contesté la notion de marché « autorégulé », non pas, comme précédemment - lorsque l'on s'inquiétait de voir le renard garder le poulailler - mais d'un point de vue plus conceptuel³. La question fondamentale qui est posée est que peut-on faire, si l'on peut faire quelque chose, pour assurer que l'auto-régulation reste une technique viable en dépit du changement de *business model* ?

- Si le marché n'est pas un service et un point d'accès privilégié pour les intermédiaires et les *traders* spécialisés mais leur fait au contraire concurrence pour le volume et la clientèle, les possibilités de dévoiement du pouvoir de l'opérateur de marché en faveur de ses propres intérêts et besoins économiques peuvent-elles représenter de nouvelles questions auxquelles le régulateur doit faire face pour assurer que les marchés fonctionnent convenablement ?
- Les changements dans la situation de concurrence justifient-ils un réexamen de la nature des conflits qui pourraient survenir et du rôle que la supervision réglementaire devrait jouer pour faire en sorte que l'auto-régulation soit à la hauteur des objectifs réglementaires ?

La thèse : compte tenu de ce contexte, cet article est destiné aux marchés organisés de produits dérivés. Il avance que les régulateurs qui ont traditionnellement utilisé l'auto-régulation comme une ressource complémentaire pour assurer la surveillance et la supervision des marchés dérivés (qui diffèrent de plusieurs manières importantes des marchés mobiliers destinés à allouer le capital aux entreprises), ne devraient pas être pressés de se débarrasser de la longue tradition qui impose à ce marché d'organiser son fonctionnement dans le respect des lois et en conformité avec ses propres règles et celles des contrats qu'ils traitent.

La thèse est que l'auto-régulation n'est pas seulement une technique réglementaire mais aussi un important contrôle opérationnel parce que :



- l'autorégulation est similaire à la fonction de conformation (aux règlements) et de contrôle interne que nous exigeons désormais de toute société cotée et, *a fortiori*, une société de services financiers qui assure un bien à la fois public et privé ne devrait pas en être exemptée ;
- les règles de négociation et les clauses des contrats font partie du produit vendu sur un marché de *futures* et donc la qualité marchande du produit devrait être de la responsabilité de son producteur et non de l'administration ; en effet, il serait singulier d'invoquer la privatisation des marchés pour réintroduire un contrôle administratif de leur gestion ;
- un dispositif de surveillance bancaire qui ferait du régulateur un partenaire commercial de la banque, et l'opérateur de la fonction d'audit interne, n'est pas adapté à un marché financier et pourrait engendrer des incitations inopportunes et un aléa moral excessif ;
- il existe des moyens de prévenir des utilisations impropres de la fonction d'autorégulation à des fins anticoncurrentielles ou d'exploitation, et de conserver une structure de marché qui n'exagère pas le recours aux ressources des contribuables dans leur ensemble.

DIFFÉRENCES ENTRE LE COMPTANT ET LES DÉRIVÉS

Pour faire simple, dans les marchés d'actions, les marchés secondaires négocient un intérêt propriétaire légalement constitué, qui représente un droit de propriété dans une entreprise ou un commerce. Si le *trader* travaille *on margin* ou à crédit, le *broker* apporte le financement, et la fonction de compensation transfère les intérêts dans les actions lors du règlement, et peut faciliter des prêts de titres, mais ne remplit pas en soi une fonction de renforcement du crédit⁴. La valeur ou le titre n'est pas propre au marché mais à l'émetteur et peut être négocié sur plusieurs places, mais en fin de compte son règlement doit être inscrit dans un ensemble donné de livres.

Sur les marchés dérivés, le marché lui-même (comme un émetteur) crée un instrument négociable qui représente, non la valeur d'une entreprise, mais le prix d'un instrument ou d'un bien qui lui sert de référence. La valeur d'un contrat de *futures* est fondée sur les clauses de ce contrat⁵. L'instrument négocié est un contrat avec des clauses et des conditions qui régissent la livraison future d'une certaine marchandise sous-jacente ou son équivalent en espèces. Le règlement s'effectue en vertu des lois commerciales qui s'appliquent à l'instrument sous-jacent : si c'est un titre, la loi sur les valeurs mobilières, mais si c'est une matière première, ce sera la législation relative à ce produit, ce droit, ce bien ou ce service.

Sur les marchés dérivés, il est essentiel que le contrat réplique les situations et les conventions du marché au comptant, à savoir qu'il



représente une variété ou une qualité définie et standardisée du produit en question, un véhicule de livraison bien précis, tel qu'un certificat de stockage, et prévoit la livraison à un endroit et à une date conformes à un protocole précis de livraison (par exemple, l'obligation la moins chère à livrer) qui soit représentatif des pratiques dans les négociations du bien sous-jacent de référence. L'objectif est de permettre la couverture du prix du marché au comptant sans trop d'écart (Ndt : *slippage*) ou de risque de base.

Sur les marchés dérivés, il peut y avoir règlement séparé du contrat de *futures* (financier) et du contrat physique s'il y a prise de livraison. L'exécution du contrat, et l'assurance que le contrat sera exécuté, est essentielle au bon fonctionnement du marché en tant que lieu de transfert du risque - cette exécution impose une contrainte au prix négocié sur le marché et sa convergence avec un prix de référence au comptant à la livraison, ce qui rend possible le transfert du risque⁶. Les clauses du contrat sont également importantes pour assurer le bon fonctionnement des instruments de transfert du risque et pour éviter que ceux-ci ne soient exagérément manipulables sur le marché financier. Le contrat de *futures* est un produit élaboré qui est un produit du marché lui-même⁷.

6

Les marchés de contrats facilement manipulables ont de fortes chances d'échouer et de provoquer des pertes de confiance. Des marchés traitant des contrats qui ne fonctionnent pas correctement ont également de fortes chances d'échouer en raison d'un manque d'intérêt commercial⁸. De même, de tels contrats contreviendraient aux principes réglementaires de protection des clients et d'intégrité du marché. C'est donc le propre d'un marché dérivé que le respect des règles de négociation et des clauses des contrats soient aussi essentielles au bon fonctionnement du marché et à sa valeur ou sa fonctionnalité qu'à sa propre régulation.

En outre, sur les marchés dérivés, un fonctionnement sans faille de la fonction de compensation est essentiel au fonctionnement anonyme du marché. Les contreparties n'opèrent pas sur la base de leurs crédits respectifs ou de leur nom (ou sur la valeur de l'instrument sous-jacent), ils opèrent sur la base de la fonction de renforcement du crédit assurée par la chambre de compensation qui est leur contrepartie, dès que la garantie de compensation existe. En simplifiant un peu trop, tout crédit accordé est accordé pour la journée (Ndt : *intraday*) par la fonction de compensation, et le règlement des risques de marché est effectué tous les jours, voire plus souvent, pour réduire l'encours des crédits dans le système⁹. La fonction de compensation permet également à un *trader* de nouer un contrat avec A et de couvrir ce contrat avec B. Le fonctionnement du marché dépend absolument du fonctionnement du système

de compensation. L'existence d'un marché obligataire à découvert (Ndt : *Margin bonds performance*) : c'est la garantie que le marché assurera le règlement même si une défaillance individuelle survient.

Pour cette raison il a été dit que la réglementation et la mise en œuvre de celle-ci font partie des produits des marchés de « futures », comme c'est le cas de l'accroissement du crédit.

Il n'est pas sans conséquence pour ce genre de marché que le marché lui-même soit actuellement tenu par la loi de faire appliquer ses propres règles et d'assurer l'intégrité des négociations et l'intégrité financière en recourant, entre autres choses, à un organisme de compensation agréé¹⁰. Les obligations réglementaires visant à assurer l'intégrité des opérations alignent l'intérêt commercial et celui du public dans le bon fonctionnement du marché pour déboucher sur le plus efficient des paradigmes réglementaires : à savoir l'obligation réglementaire que le marché se contrôle lui-même.

La relation fondamentale entre la fonction de négociation et la fonction de compensation signifie également que si ces fonctions ne sont pas intégrées, le marché et la facilité de renforcement du crédit doivent conclure des accords entre eux pour assurer qu'aucune de ces deux fonctions ne peut être compromise par un défaut de fonctionnement dans l'autre. Le marché a donc intérêt à policer la fonction de compensation. Si le renforcement du crédit est assuré par un accord d'engagement mutuel, de même les fournisseurs d'accords de crédit mutualisés ont un intérêt dans le fonctionnement équitable, efficient et sain du marché et dans la qualité de ses participants¹¹.

QUELLES SONT LES FONCTIONS D'AUTORÉGULATION QUE DOIVENT AUJOURD'HUI ASSURER LES MARCHÉS DÉRIVÉS AMÉRICAINS ?

Aux États-Unis, le cadre des dispositions légales actuellement applicables aux marchés dérivés impose l'exercice de fonctions d'autorégulation par le marché (ou ses représentants adéquatement contrôlés et compétents). Ces fonctions portent sur les produits, l'intégrité des transactions et l'intégrité financière et s'appliquent aussi bien à la surveillance des membres individuels qu'au lieu de négociation et des conditions de sécurité financière tels que les appels de marge et la compensation. Dans la mesure où le cadre statutaire a changé en ce qui concerne les obligations réglementaires des *futures* aux États-Unis, il a accru la responsabilité des marchés dans le domaine de l'activité réglementaire¹².

Réitérée en 2000, une des conditions de l'agrément d'un Marché de contrats agréé est qu'il fasse respecter des règlements spécifiques. Pour être agréé en tant que marché de contrats, une Bourse de commerce



(Ndt : *Board of Trade*) doit démontrer qu'il satisfait aux critères d'agrément définis dans la Section 5 (b) du Commodity Futures Modernization Act de 2000 (CFMA) et de la Partie 38 des règlements de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), et notamment :

- *prévention des manipulations de marché* : pouvoir prévenir les manipulations de marché par la surveillance du marché, le respect et l'application des pratiques et des procédures, y compris les méthodes de contrôle, en temps réel, des échanges et une reconstruction précise et complète des négociations ;
- *négociation juste et équitable* : instaurer et faire respecter des règles de négociation qui assurent des négociations justes et équitables et être capable de détecter, enquêter [sur] et sanctionner toute personne qui enfreindrait les règles ;
- *service d'exécution des transactions* : instaurer des règles et des spécifications décrivant en détail les modes opératoires du dispositif de négociation y compris les règles décrivant le fonctionnement des plates-formes électroniques de confrontation des ordres et démontrer que le dispositif d'exécution fonctionne conformément aux règles et spécifications ;
- *intégrité financière des transactions* : instaurer et faire respecter des règles et des procédures permettant d'assurer l'intégrité financière des transactions effectuées, y compris la compensation et le règlement auprès d'un organisme de compensation de produits dérivés¹³ ;
- *procédures disciplinaires* : instaurer et faire respecter des règles et des procédures qui permettent de sanctionner, suspendre ou expulser des membres ou des participants au marché qui enfreignent les règles ;
- *accès public* : permettre un accès public aux règles, règlements et spécifications des contrats ;
- *capacité à obtenir des informations* : instaurer et faire respecter des règles qui permettent à la Bourse de commerce d'obtenir toute information nécessaire à l'accomplissement des fonctions [d'autorégulation] décrites, y compris la capacité à appliquer les accords internationaux d'échanges d'information que la Commission pourrait exiger¹⁴.

En outre, un marché de contrats agréé doit respecter de manière continue 18 principes fondamentaux qui exigent normalement la surveillance et le respect de ses propres règles, qui elles-mêmes doivent être conformes, ou être en mesure de se conformer, aux lois en vigueur¹⁵.

En réalité la loi impose que le marché se gère lui-même en stricte conformité avec ses propres règles et que ces règles soient strictement en concordance avec la législation en vigueur, donc en fait le marché doit être le premier à faire respecter la loi. Parce que le CFMA formule ses exigences sous la forme de principes fondamentaux, le marché est tenu,

envers le régulateur, de conformer ses règles et procédures aux objectifs de la régulation : marchés justes et efficaces, protection des clients et réduction du risque systémique, et pas seulement de satisfaire à la lettre des exigences énoncées¹⁶.

Il faut noter que le CFMA a été adopté en 2000 après plus de 70 années d'expérience de régulation des marchés de *futures* et 25 ans de régulation effectuée par l'entremise d'un organisme fédéral indépendant.

L'EXPÉRIENCE DE L'AUTORÉGULATION

L'expérience de l'autorégulation a démontré en général l'intérêt d'imposer des règles d'autorégulation sujettes, évidemment, à une surveillance adaptée et solide des autorités de tutelle. Dans toute l'histoire de la CFTC aucun client de membres compensateurs n'a perdu des fonds à la suite d'une défaillance financière. Dans les cas de manipulations de marchés, les Bourses elles-mêmes ont pris des mesures d'urgence. Dans la mesure où les marchés de *futures* sont des marchés à somme nulle, bilatéraux dans lesquels il y a des gagnants et des perdants, quelle que soit la direction prise par les cours, la plupart du temps les mesures d'urgence ont été contestées devant les tribunaux, et une protection juridique solide contre les actions entreprises par des personnes ayant des conflits d'intérêts a été réclamée. Cependant, lorsqu'elles étaient contestées, ces mesures ont, en général, été confirmées par les tribunaux¹⁷.

Lors des krachs de 1987 et 1997, et malgré des situations difficiles, les Bourses sont parvenues à solder toutes les positions ouvertes au jour T + 1 comme pour un jour normal de marché et le nombre de plaintes a été extrêmement bas. Lors des situations de crise provoquées par des inondations à Chicago et l'attaque du *World Trade Center* qui a détruit les locaux des marchés de New York, les Bourses ont été capables de recommencer rapidement à fonctionner et de préserver la confiance dans les marchés. Même lors de défaillances comme celle de Barings, qui avait surtout affecté d'autres marchés, les Bourses ont activement coopéré au règlement des transactions bloquées, au transfert final des comptes et aux activités de suivi qui ont eu pour objet de renforcer les accords inter-Bourses pour mieux identifier les risques. Ces actions et le fonctionnement des marchés reposent sur le fait que l'administration demande surtout aux marchés d'assurer leur propre fonctionnement sur des bases financières saines, et que les Bourses disposent des institutions et des procédures, y compris les procédures de gouvernance et de résolution des conflits, qui le permettent.

Les Bourses ont également démontré leur capacité à adopter des



attitudes flexibles à l'égard d'événements divers et de recourir à leur propre discrétion contractuelle pour mettre en place des relations et des accords de réciprocité de différentes natures qui pouvaient être supervisés tant au niveau du marché que des autorités de tutelle. Les Bourses, et la SRO (*self-regulatory organization*) *National Futures Association*, l'organisation indépendante et de droit public des *futures*, ont mis au point des bases de données communes qui permettent d'évaluer en temps réel la solidité des intervenants agréés par la CFTC et de déterminer l'exposition aux risques de marché des membres compensateurs à l'intérieur des États-Unis¹⁸. Elles ont également conclu des accords, à caractères réglementaire et privé, qui ont permis de partager divers types d'informations financières, sous réserve d'une stricte confidentialité, et qui augmentent considérablement la portée et l'immédiateté des informations analysables par les autorités de régulation et qui réduisent dans certains cas la duplication des collectes d'informations¹⁹.

LES INITIATIVES D'ÉVALUATION ACTUELLES

La Securities and Exchange Commission (SEC) et la CFTC ont toutes deux lancé des études sur la question de l'autorégulation²⁰.

L'étude de la CFTC, lancée en mai 2003 dans un discours du président de l'époque, James E. Newsome²¹, est encore en cours²². Elle a été suscitée, non par un scandale, mais par des changements dans le marché et dans la répartition des responsabilités des opérations de marché entre le marché lui-même et la Commission. L'étude reconnaît clairement la rapide transformation de l'environnement concurrentiel du secteur des *futures*, et du *business model*. Elle reconnaît également que nombre de changements découlent du CFMA qui a légalement autorisé le secteur à organiser les marchés en divers niveaux de contraintes réglementaires, en fonction de la nature de ce marché et de ses utilisateurs. Le CFMA a également fait en sorte que de nouveaux produits puissent être créés plus rapidement et avec plus de flexibilité. Il a imposé en même temps une transparence et une responsabilité accrues sur les marchés de contrats agréés, les instances d'exécution de transactions sur les produits dérivés, les associations de *futures* homologuées et les organismes de compensation agréés, et a renforcé le pouvoir de surveillance de la Commission²³.

La SEC a évoqué plusieurs manières d'envisager l'autorégulation et a proposé d'adopter des règles relatives à la gouvernance, l'administration, la transparence et la propriété des organisations autorégulées qui sont des Bourses de valeurs nationales ou des associations professionnelles reconnues. Elle a également proposé la publication périodique, par ces SRO, d'informations sur leurs dispositions réglementaires²⁴. Ces

propositions concernent également la cotation et la négociation par les SRO de leurs propres actions et celles de leurs filiales²⁵.

Les intervenants ont également examiné diverses possibilités²⁶, comme l'ont fait les régulateurs²⁷. Parmi ceux-ci, en ce qui concerne le secteur des valeurs mobilières, se trouve la Securities Investment Association (SIA) : rassembler la responsabilité de l'autorégulation des *broker-dealers* et les aspects couvrant l'ensemble du marché dans une seule entité sans lien avec aucun marché (modèle hybride) ; rassembler toutes les autorégulations (propres au marché et aux *broker-dealers*) dans une seule entité (modèle de la SRO - *self-regulatory organisation* - unique) ou déléguer à la SEC toutes les fonctions actuellement assurées par les SRO (modèle SEC seulement)²⁸. D'autres ont proposé de supprimer la fonction de supervision des membres, telles que l'audit et les obligations disciplinaires, de la liste des responsabilités des marchés autorégulés. La Loi Sarbanes-Oxley a introduit un autre dispositif pour traiter des manquements des auditeurs, le modèle du PCAOB (*Public accounting oversight board*), qui est une organisation indépendante et privée, dont le Conseil d'administration est constitué en majorité de personnes n'appartenant pas à la profession comptable, Conseil qui est intégralement nommé par la SEC²⁹. La National Association of Securities Dealers (NASD) a soutenu qu'un modèle hybride pur augmenterait l'efficacité et réduirait au minimum certains conflits actuels du système d'autorégulation³⁰. Le NYSE (New York Stock Exchange) a proposé des améliorations ciblées au système SRO en place plutôt qu'un changement complet³¹. Pour ce qui est du secteur des *futures*, la Futures Industry Association (FIA) demandait une plus grande séparation entre l'activité commerciale et les fonctions de respect de la réglementation, une plus grande indépendance pour la fonction disciplinaire, une plus grande transparence et une possibilité de commenter en interne les comportements sur le marché, et davantage de garanties sur la confidentialité de l'information³². La National Futures Association, par la voix de son président, a proposé de faciliter l'*outsourcing* de la réglementation à un organisme de droit public, de renforcer la fonction de supervision et assurer une plus grande participation de la puissance publique dans le processus d'application des règles³³. Et le dialogue continue en ce moment.

RETOUR À LA THÈSE

Sans surprise, comme nous l'avons expliqué en détail ci-dessus, différents segments du marché ont des idées et des intérêts différents concernant ce qui devrait être modifié, ou pas, dans le modèle d'autorégulation pour tenir compte des changements structurels et assurer la



permanence de marchés bien régulés. Cependant, chaque marché, qui a fait des commentaires sur les propositions de la CFTC, a, pour l'essentiel, adopté une variante de l'opinion selon laquelle l'expertise des professionnels de marché est utile pour le maintien de marchés bien tenus et la réduction des coûts de la réglementation, et qu'il fallait continuer d'entretenir cette expertise³⁴. Et même les commentaires qui proposaient un autre modèle de gouvernance ou une supervision plus énergique avaient des commentaires favorables sur l'utilité de l'expérience professionnelle et d'une attention des premiers intéressés à un marché fonctionnant correctement et sans abus³⁵.

En outre, aux États-Unis, personne n'a sérieusement proposé que le régulateur soit lui-même un partenaire commercial du marché, ce qui semble parfois être le cas dans la supervision du secteur bancaire. Le régulateur est perçu comme un rempart pour les contrôles opérationnels dont l'autorégulation fait partie. C'est-à-dire que le régulateur agit en tant que puissance tutélaire et incite le marché à travailler pour le bien, non seulement, de ses membres, ou de ses actionnaires, mais du plus large public de ses utilisateurs et des bénéficiaires des prix du marché, lorsqu'il conçoit et fait appliquer les règles du marché et assure son fonctionnement. Le régulateur renforce la nécessité qu'a le marché de travailler dans l'intérêt du public afin d'assurer sa viabilité. Le régulateur a traditionnellement refusé d'être un recours unique contre ceux qui ne respectent pas la loi et les règlements, la seule partie responsable de l'intégrité financière du marché.

Pour qu'il n'y ait aucun doute que la responsabilité au niveau du marché est essentielle pour des organisations et des marchés bien régulés, il n'est besoin que de considérer le concept essentiel de la Loi Sarbanes-Oxley. Celle-ci impose que le président-directeur général et le directeur financier d'une société cotée certifient l'exactitude de leurs informations financières et les sociétés cotées doivent se soumettre à un examen de leurs capacités de contrôle interne pour satisfaire à leurs obligations légales et produire des comptes financiers solides³⁶ - ce qui attribue la responsabilité du respect de cette loi directement aux dirigeants de la société et à son Conseil d'administration.

Si cela est exigé des sociétés cotées en général, comment pourrait-on appliquer une norme inférieure à la responsabilité interne des marchés (et autres institutions financières) dont la fonction essentielle est de fournir un moyen de lever des capitaux sans avoir recours aux banques, un moyen de permettre la participation du public dans les actifs de création de richesse, et un moyen de fournir une assurance contre certains types de volatilité des prix, ce qui permet d'améliorer la capacité de planification de l'économie dans son ensemble. Si les sociétés cotées, en général, doivent être responsables, ce



devrait être le cas *a fortiori* pour les institutions financières, et c'est pour cette raison que de telles sociétés sont encore réglementées aujourd'hui.

Mais certains affirment que les changements dans le domaine de la concurrence pourraient accroître ou modifier d'éventuels conflits d'intérêts et la vieille préoccupation du renard surveillant le poulailler réapparaître chaque fois qu'un événement de marché ou une Bourse de produits dérivés prend une mesure d'urgence ou intervient dans le marché conformément à sa responsabilité de faire respecter les règles (ou les contrats)³⁷.

Nombre de personnes soulignent que l'autorégulation fonctionne en raison du réel intérêt commercial que l'on peut avoir à faire fonctionner un marché équitable, financièrement sain et concurrentiel et du coût élevé du risque de réputation pour les marchés, mais il faut également dire que l'opinion de consensus est que toute fonction d'autorégulation a besoin d'une supervision solide et doit, en apparence comme en réalité, être exercée d'une manière juste et équitable.

Par exemple, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) reconnaît l'intérêt d'un SRO « correctement réglementé », mais souligne que l'« utilisation inappropriée » d'une autorité professionnelle « peut comprendre l'exercice des fonctions de l'autorité professionnelle par une entité non autorisée ou sans la surveillance réglementaire, la désignation d'institutions du secteur privé ne démontrant pas la capacité suffisante à respecter les normes d'autorisation ou de délégation pour s'acquitter des fonctions de l'autorité professionnelle, la preuve d'un abus de pouvoirs quasi-exécutifs, ou l'exécution insuffisante des fonctions d'autorégulation.³⁸ » Le principe 7 de l'OICV déclare expressément : « Les autorités professionnelles (SRO) doivent être supervisées par le régulateur et doivent respecter des normes de confidentialité et d'équité dans l'exercice de leurs pouvoirs et de leurs responsabilités déléguées ». Les critères d'évaluation pour apprécier le respect de ce principe stipulent explicitement que les SRO doivent éviter « les règles qui pourraient risquer de donner lieu à des situations où la concurrence ne jouerait pas librement » ou qui permettraient « à un acteur du marché de profiter indûment d'un avantage sur ce dernier³⁹. »

Le principe 7 demande également que les SRO veillent à éviter ou à résoudre les conflits d'intérêts et à respecter des normes de confidentialité et d'impartialité qui sont celles observées par le régulateur. Il demande également que le régulateur dispose de pouvoirs d'inspection adéquats, d'un droit de révision périodique, fasse respecter les obligations de déclaration (Ndt : *reporting*), et ait la capacité d'inspecter et de se substituer, le cas échéant, aux organes directeurs et aux règlements des SRO⁴⁰.



QUELS CHANGEMENTS OU AMÉLIORATIONS
AU MODÈLE ACTUEL POURRAIENT RÉPONDRE
AUX PRÉOCCUPATIONS GÉNÉRÉES PAR L'ÉVOLUTION
DES MARCHÉS, TOUT EN CONSERVANT LES AVANTAGES
DE LA STRUCTURE RÉGLEMENTAIRE ACTUELLE ?

Dans la perspective de notre proposition, ces améliorations portent sur un meilleur alignement des intérêts des régulateurs et des marchés concernant la transparence des marchés, notamment à la lumière des récents changements structurels. Ceci plaide en faveur d'une amélioration et d'un renforcement de la supervision de l'autorégulation, et non pour l'élimination de la responsabilité des marchés d'avoir une régulation appropriée. En particulier, il a été proposé que l'on s'efforce de savoir si les critères actuels de transparence, d'assurance, de conformité, d'intégrité des procédures et d'équité sont suffisants. Et il semble que le débat devrait commencer par, et se concentrer sur, ces questions pour établir quels changements, solutions alternatives, et dispositions sont les meilleures pour un marché donné, tout en reconnaissant que ce qui peut être efficace pour un marché ne le sera pas forcément pour un autre.

La transparence permet de voir comment l'alignement des motivations commerciales et régulatrices s'articule en réalité. La transparence n'est pas seulement importante pour les règles de négociation et des contrats, mais aussi dans l'annonce équitable des changements de règles, pour la bonne raison que les règles affectent la valeur des contrats à terme.

La sécurité est l'assurance que les règles seront appliquées telles qu'elles sont écrites et que le système de négociation fonctionnera comme il est décrit. La sécurité implique la certitude que les *insiders*, qui ont une position privilégiée, n'appliquent pas des règles différentes pour eux-mêmes et pour ceux qui sont à l'extérieur. La sécurité, ce sont des procédures qui inspirent confiance. La sécurité, ce sont également des structures de gouvernance qui renforcent le sentiment de confiance, d'équité et de réalité de chacun. La transparence renforce la sécurité.

L'intégrité des procédures, c'est l'instauration et l'exercice de contrôles internes et fonctionnels élémentaires. La séparation des fonctions de « vente » et d'« audit », par exemple. Il ne devrait absolument pas y avoir d'exception. La manière d'y parvenir dépend du type de marché ou d'institution, mais ne pas y parvenir provoquera généralement des pertes pour les actionnaires (ou une perte de valeur actionnariale) ainsi que des pertes pour l'ensemble du public. Pratiquement tous les scandales qui ont éclaté jusqu'ici dans le secteur des *futures* ont été la conséquence d'un défaut de séparation des fonctions⁴¹. L'intégrité suppose également que la vérification de la conformité aux règlements (Ndt : *compliance*)

soit une fonction indépendante. Les règles de la Commission⁴² prescrivent la même chose pour les membres des services d'enquête. Si l'on peut discuter de la définition de l'indépendance, le but est que le personnel chargé de faire respecter les règlements ne soit subordonné à aucun groupe ou intérêt, mais responsable devant le Conseil d'administration, les autorités de tutelle et le public⁴³.

Intégrité sans perte d'expertise : protection contre les conflits. Protéger l'intégrité du processus d'autorégulation est important, *mais il en va de même de la préservation de l'expertise du marché qui est à la base des produits et des systèmes de négociation et dont dépend une autorégulation réelle et efficiente.* Pour cette raison, les comités de discipline incluent actuellement des opérateurs dans leurs rangs, ainsi que des membres du public. Ceci pourrait être un domaine qui réclame une plus grande attention. Sous l'égide des principes fondamentaux, les directives sur les conflits d'intérêts et sur les comités de discipline ne sont plus aussi précises que sous la réglementation précédente, mais l'objectif reste clair. Les initiatives correctrices prises par les Bourses doivent être comprises comme étant dans l'intérêt d'un marché ordonné et fonctionnant correctement, ce qui signifie qu'elles doivent apparaître clairement comme objectives, justes et équitables et, dans la mesure du possible, neutres sur le plan des prix du point de vue d'un observateur extérieur et conformes à une conception commerciale saine. Les moyens d'y parvenir se situent dans les domaines des procédures internes, de la gouvernance et de la structure.

La protection des informations privées est également importante pour la crédibilité de la supervision disciplinaire et opérationnelle du marché. Le traitement de telles informations a été abordé globalement dans les règles contre les malversations et la Règle 1.59⁴⁴. Néanmoins, les Bourses elles-mêmes devraient s'efforcer de fournir plus de conseil dans ce domaine avec un code de conduite et ce domaine pourrait également faire l'objet d'une plus grande attention dans le processus de révision de la supervision et de l'application des règlements. Le dialogue, actuellement en cours, pourrait conduire à des résultats supplémentaires.

Quand on se demande s'il faut, ou non, utiliser le mécanisme d'autorégulation pour renforcer la régulation, le fond de cette question est, en premier lieu, de savoir qui de l'administration ou du marché lui-même est le mieux à même d'assurer que des contrôles opérationnels sont en place et fonctionnent correctement. Cet article reconnaît que le produit unique qu'offrent les Bourses de produits dérivés dépend, pour sa valeur, des contrôles opérationnels assurant que l'intégrité et la valeur des produits négociés dépendent d'une



transparence appropriée du marché et de sa capacité à respecter les règles qu'il a édictées.

Remplacer l'administration par l'opérateur de marché dans la responsabilité du bon fonctionnement du marché semble être exactement le contraire de ce qui était prévu lorsque les marchés ont été autorisés à opérer sous la forme de sociétés commerciales. Au contraire, le système juridique devrait continuer à renforcer les avantages commerciaux et de réputation liés à la garantie d'une intégrité financière, d'un règlement équitable et d'un mécanisme de prix des contrats approprié et, tout en assurant une supervision adéquate, ne pas exonérer le marché de la nécessité d'une attitude responsable. Dans le cas des dérivés, où le produit de marché dépend du respect des règlements, il semble que ces motivations soient entièrement congruentes.

En fin de compte, le débat actuel sur l'autorégulation ne porte pas sur la nécessité des contrôles opérationnels - et le souci concomitant du respect des règlements de marché et des clauses des contrats - mais sur la manière dont l'autorégulation peut être organisée, par qui elle est mise en œuvre et comment elle est administrée et supervisée. C'est pourquoi cet article recommande que la proposition adressée aux autorités réglementaires vienne renforcer celle adressée au marché. Les autorités de tutelle ne devraient pas abandonner ce qui a été appris dans le passé sur le fonctionnement des marchés, mais devrait chercher à intensifier la supervision là où la gouvernance et la gestion du système ont besoin d'un plus grand soutien pour s'affirmer.

NOTES

1. Voir, par exemple Karmel, Roberta. « Turning Seats Into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges, » 53 *Hastings L.J.* 367.
2. Cette situation pourrait, selon le cas, être le résultat d'une diminution des coûts en capital sur les opérations compensées par une contrepartie centrale en vertu des nouveaux accords de Bâle ou découler de l'incertitude concernant les relations qui existent entre les expositions des opérateurs comme on l'a vu dans les scandales Long Term Capital Management et Enron.
3. Les limites inhérentes à l'autorégulation d'une activité sont bien connues : le manque d'enthousiasme naturel envers une réglementation de la part du groupe qui la subira, la tentation d'utiliser une réglementation de façade pour empêcher une réglementation plus contraignante, la tendance des hommes d'affaires à recourir à des *collective actions* pour favoriser leurs intérêts en imposant des restrictions qui sont complètement anticoncurrentielles, à la différence de celles justifiées par des nécessités réglementaires, et une résistance au changement des traditions réglementaires de la part d'intérêts établis souhaitant leur préservation. Sous-commission du Sénat américain sur les valeurs mobilières (1973).

4. Pour une approche plus approfondie des marges de négociation sur les marchés d'actions, voir la publication de la SEC sur le sujet disponible sur <http://www.sec.gov/investor/pub/margin.htm>.
5. Le marché, alors, est un concepteur de produits. La capacité d'assurer un renforcement du crédit pour des produits de diffusion du risque est vitale pour la capacité du marché à réaliser du volume. Une importante centralisation de volume est nécessaire pour parvenir à un processus efficace de diffusion du risque. La relation entre les intervenants et les marchés est encore symbiotique même dans le cadre des nouvelles structures dans la mesure où les intervenants peuvent encore utiliser les marchés centraux comme référence pour les prix du niveau supérieur ou prix de gré à gré.
6. Compte-tenu, bien sûr, du risque de base.
7. On peut certes concevoir que des plates-formes de négociation de dérivés accueillent un produit créé par une tierce partie, mais même ainsi le marché (lieu de négociation) devrait faire respecter les clauses du contrat et les clauses de négociation pour que le produit remplisse le rôle qui lui est assigné.
8. Chapitre 11, « Designing a Derivatives Complement to Cash Markets in Developing Countries ». Dowers, Kenroy & Pietro Masci, eds. *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*. Banque Interaméricaine de développement (2003).
9. Ceci peut influencer sur la manière dont le renforcement du crédit est effectué et le système choisi de gouvernance du marché ou de la fonction de compensation, si elles sont distinctes.
10. Voir 7 USC § 7(d) (2) (imposant aux DCM - *designated contract markets* - de surveiller et de faire respecter les règles du marché du contrat) ; 7 USC § 7(d) (4) (imposant aux DCM de surveiller les négociations pour empêcher les manipulations, les distorsions de prix et les perturbations des livraisons ou des règlements en espèces) ; 7 USC § 7(d) (11) (imposant aux DCM d'instaurer et de faire respecter des règles assurant l'intégrité financière de tous les contrats négociés sur le marché de contrats) ; 7 USC § 7(d) (12) (imposant aux DCM d'instaurer et de faire respecter des règlements protégeant les intervenants sur le marché de pratiques abusives commises par toute partie agissant en tant qu'agent des intervenants). Voir aussi 17 CFR 1.52 (adoption d'une organisation autorégulée et surveillance des obligations financières minimales) et 1.53 (respect des amendements - *bylaws* -, règles, règlements et résolutions du marché du contrat).
11. Voir, p. ex. *Committee on Payment and Settlement Systems/Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, « Recommendations for Central Counterparties », BIS (Novembre 2004), notamment 13.
12. Voir la déposition du président Alan Greenspan devant la Commission du Sénat pour l'Agriculture, l'Alimentation et les Forêts (21 juin 2001) (décrivant la transformation de la CFTC, suite au CFMA, d'un régulateur « de première instance » en un organisme de supervision qui évalue le respect par les Bourses des principes fondamentaux de la réglementation).
13. Voir 17 CFR §§7a-1 (a)- (c) (2)M.
14. Voir 7 USC §§7(b) (2)- (b) (8).
15. (1) *En général*, respecter les principes fondamentaux édictés, avec une discrétion raisonnable ; (2) *Respect des règles* : surveiller et faire respecter toutes les règles des marchés de contrats ; (3) *Contrats peu susceptibles de manipulation* : ne coter que des contrats qui ne soient pas susceptibles d'être facilement manipulés ; (4) *Surveillance des négociations* : surveiller les négociations pour prévenir toute manipulation, distorsion de prix et incidents ; (5) *Limite des positions ou transparence* : instaurer des limitations des positions ou une transparence des positions partout où cela peut être nécessaire et justifié ; (6) *Mesures d'urgence* : adopter des règles permettant de mettre en œuvre des mesures d'urgence ; (7) *Disponibilité d'informations générales* : faire en sorte que des informations sur certains contrats et certaines transactions soient à la disposition des autorités de marché, des intervenants et du public ; (8) *Publication quotidienne des informations sur les négociations* : rendre publiques chaque jour certaines informations sur les transactions ; (9) *Exécution des transactions* : offrir un marché concurrentiel, ouvert et efficace et un mécanisme d'exécution des transactions ; (10) *Information sur les transactions* : instaurer des règles et procédures qui prévoient l'enregistrement et la conservation sécurisée des informations sur les négociations dans le but d'empêcher les abus à l'encontre des clients ou du marché et de fournir des preuves d'infractions aux règlements ; (11) *Intégrité financière des contrats* : instaurer et faire appliquer des règles assurant l'intégrité financière de tout contrat négocié sur la Bourse (y compris la compensation et le règlement avec un organisme de compensation), et des règles assurant l'intégrité financière de tout marchand de commissions sur futures et faire appliquer les règles pour protéger les fonds des courtiers et des clients ; (12) *Protection*



des intervenants : instaurer et faire appliquer des règles pour protéger les intervenants (Ndt : *market participants*) de toute pratique délictueuse ; (13) *Résolution des conflits* : instaurer et faire appliquer des règles concernant les conflits et prévoyant des solutions alternatives, adaptées aux intervenants et aux intermédiaires ; (14) *Normes de qualification pour les dirigeants* : instaurer et faire respecter des normes appropriées pour les qualifications des administrateurs, des membres des comités de discipline, des membres des marchés de contrats et de toute autre personne ayant un accès direct au marché ; (15) *Conflits d'intérêts* : instaurer et faire appliquer des règles pour réduire autant que possible et résoudre les conflits d'intérêts dans le processus de décision d'un marché de contrats ; (16) *Composition des Conseils des marchés de contrats mutualisés* : veiller à ce que la composition du Conseil d'administration reflète les participants au marché ; (17) *Archivage* : conserver les archives pendant cinq ans ; (18) *Dispositions anti-trust* : sauf si elles sont nécessaires ou adaptées aux objectifs du Commodity Exchange Act (CEA), il faut s'efforcer d'éviter d'adopter toute règle ou de prendre toute initiative qui aurait pour effet de restreindre indûment les échanges ou d'imposer une contrainte matérielle anticoncurrentielle à la négociation sur le marché de contrats.

Voir aussi *Appendix B* aux règles du CFTC, Part 38, 17 CFR Part 38, qui donnent des informations supplémentaires et des recommandations aux candidats sur la manière dont les marchés de contrats peuvent rester conformes aux principes fondamentaux.

7 USC §§ 7(d) (1)- (d) (18) ; voir aussi *Appendix B* à Part 38, 17 CFR § 38.1 et. seq.

16. Voir 7 USC § 7(b) (1) et. seq.

17. Voir p.ex : Daniel v. Bd. of Trade of City of Chicago, 164 F.2d 815 (7th Cir. 1947) ; voir aussi Zimmerman v. Chicago Bd. of Trade, 360 F.3d 612 (7th Cir. 2004). Pendant l'ouragan Katrina, le New York Board of Trade avait des entrepôts de café à La Nouvelle Orléans. Malgré les dégâts causés par les inondations pendant la période de livraison, la Bourse a été en mesure de trouver des solutions de remplacement qui ont permis d'assurer le règlement des contrats. Ceci s'est déroulé sans contestations de la part des courtiers ou des utilisateurs.

18. La NFA, en consultation avec la CFTC a mis au point l'*International Regulators' Alert System* pour tenir informés les régulateurs internationaux des sociétés américaines opérant dans leur juridiction. Ce système fournit un contexte initial et des informations disciplinaires ainsi qu'un système d'alerte en continu pour renforcer le partage d'informations publiques. Le système utilise les informations du système BASIC de la NFA. Toute information à caractère réglementaire concernant une société américaine qui est entrée dans BASIC générera immédiatement une alerte réglementaire par e-mail. Les régulateurs sont aussi informés immédiatement du retrait ou de la radiation d'une société.

19. Voir p. ex. *Arrangement on Warehouse Information* (signé le 17 mai 17, 2000) ; *Companion Exchange Memorandum of Understanding (MOU) to the Declaration on Cooperation and Supervision of International Futures Markets and Clearing Organizations (Boca Declaration)* ; *Financial Information Sharing Memorandum of Understanding* (signé le 21 septembre 1991) ; *Financial Information Sharing MOU* (1989, avec la SIB britannique de l'époque, mais toujours d'application).

20. Ces questions ont été abordées de diverses manières dans d'autres juridictions, principalement dans le domaine des marchés d'actions. Toutes les juridictions ne sont pas parvenues aux mêmes conclusions. Par exemple, dans l'Ontario, un régulateur séparé, NS, a été créé pour accompagner l'IDA (Investment Dealers Association) qui est l'organisme de tutelle des sociétés. En France, l'autorité de tutelle a désigné des responsables de la surveillance du marché qui rendent compte directement au régulateur. Un dispositif similaire est en place en Allemagne. Des attitudes diverses ont également été adoptées à l'égard de l'autocotation (Ndt : *self-listing*) : au Royaume-Uni toutes les activités d'inscription à la cote relèvent de la Financial Services Authority et dans d'autres des conditions particulières sont imposées à la surveillance de la cote.

21. Déjeuner de la *Futures Industry Association Law and Compliance* (28 mai 2003) <<http://www.cftc.gov/opa/speeches03/opanewsm-40.htm>> ; Voir aussi *CFTC Progresses with Study of Self-Regulation*, Communiqué de presse de la CFTC No.4890-04 (Feb. 6, 2004) <<http://www.cftc.gov/opa/press04/opa4890-04.htm>> et *CFTC Seeks Comment on How Self-Regulatory Exams of futures Firms Are Coordinated* (7 avril 2004) <<http://www.cftc.gov/opa/press04/opa4910-04htm>>

22. Demande de commentaires, *The Governance of Self-Regulatory Organizations*, 69 FR (N°111)32326 (6 juin 2004).

23. Il tient, par exemple, compte du fait que la CFTC procède périodiquement à une inspection de l'application des règles par les Bourses et que les résultats de ces inspections sont en général rendus publics.



24. *Securities Exchange Act Release* N° 50700 (18 novembre 2004), 69 FR 71256 (8 décembre 2004).
25. *Securities Exchange Act Release* N° 50699 (18 novembre 2004), 69 FR 71126 (8 décembre 2004).
26. *Reinventing Self-Regulation*, Livre blanc du Comité ad hoc de la Securities Industry Association (SIA) sur les conséquences réglementaires de la démutualisation (5 janvier 2000). Voir par exemple, *Futures Industry Association Position Paper* (8 juin 2004).
27. Rapport du Comité Technique de l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Issues Paper on Demutualization* (Juin 2001) ; Rapport de l'Emerging Markets Committee de l'IOSCO, *Exchange Demutualization in Emerging Markets*, (Avril 2005).
28. SIA - Lettre de commentaires au document publié par la SEC sur la question de l'autorégulation (9 mars 2005).
29. Voir Sarbanes-Oxley Act de 2002, Titre I.
30. La lettre de commentaires de la NASD au texte de la SEC sur la question de l'autorégulation (15 mars 2005). Si la SEC refuse d'adopter un modèle hybride pur, la NASD propose que le système actuel soit conservé, avec des solutions aux lacunes réglementaires actuelles, comme les règles incohérentes et les obligations de stockage des données.
31. Lettre de commentaires du NYSE au document de la SEC sur la question de l'autorégulation (8 mars 2005).
32. Lettre de commentaire de la FIA à la *Review of Self-Regulatory Organizations* de la CFTC (30 septembre 2004).
33. D. Roth, « Redéfinir le rôle de la régulation dans un marché en changement », *FIA magazine*.
34. « La FIA estime que l'autorégulation, associée à une supervision efficace de la Commission, est dans l'intérêt du public - en assurant la protection la plus importante et la plus réelle au coût le plus bas. L'apport de la profession peut accroître les chances que les règles SRO atteindront le but qui leur est fixé. De même, l'apport de la profession peut aider les conseils de discipline à évaluer les comportements discutables de leurs connaissances et de leur expérience... » Ensuite, à la lumière de récents événements sur les marchés, la FIA invoque d'anciens conflits d'intérêts dans la structure des SRO qui pourraient éventuellement ébranler la confiance du public dans l'équité des marchés. « Nous proposons respectueusement que la Commission prenne des mesures pour renforcer sa propre fonction de supervision et pour renforcer l'indépendance et l'intégrité des structures d'autorégulation dans les SRO. » Lettre de commentaire de la FIA à la *Review of Self-Regulatory Organizations* de la CFTC (30 septembre 2004).
35. Idem.
36. Les règles de la SEC qui traduisent le § 404 de la Loi Sarbanes-Oxley stipulent que le rapport de contrôle interne de la direction doit contenir une déclaration de responsabilité de la direction à mettre en place et faire fonctionner un contrôle interne adéquat sur le *reporting* financier de la société, une déclaration précisant le cadre de référence utilisé par la société pour évaluer ce contrôle interne, l'évaluation par la direction de l'efficacité de ce contrôle interne à compter de la fin de la plus récente année financière, et une déclaration indiquant que son auditeur a publié une attestation sur l'évaluation faite par la direction.
37. Voir « *Futures Exchange Demutualization* », Déclarations du commissaire de la CFTC Erickson devant la *Brooklyn Law School and NYSE Breakfast Roundtables* (18 avril 2000) ; Carson, John. « *Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?* » *Policy Research Working Paper* 3183 de la Banque Mondiale (Décembre 2003) ; Pearson, William. « *Demutualization of Exchanges: The Conflicts of Interest* ». Séminaire régional de l'APEC, *Financial Regulators Training Initiative* (Août 2001).
38. Principe 6, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, adoptées par le *President's Committee* (October, 2003).
39. Principe 7, supra, *Explanatory note*.
40. Idem.
41. Par exemple, les informations conservées pour des questions réglementaires ne devraient pas servir pour des activités de marketing comme cela a été prétendu au sujet de certaines informations concernant le blanchiment d'argent et la lutte contre le terrorisme recueillies sur certains marchés.
42. Voir Part 8 des Règles de la Commission, 17 CFR § 8.01 et. seq., et notamment la Section 8.05. Il est

précisé que dans l'exercice de ses fonctions « un membre des services d'application de la réglementation (Ndt : *enforcement*) ne peut pas être placé sous l'autorité ou la supervision de toute personne ou personnes ayant des privilèges de négociateur. »

43. Le NY Board of Trade et le Chicago Mercantile Exchange ont procédé à des modifications structurelles dans leurs dispositifs de vérification afin de répondre à ces préoccupations.

44. 17CFR §1.59.

BIBLIOGRAPHIE

CARSON John (2003), « Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them? » *World Bank Policy Research Working Paper* 3183, December.

CFTC (2000), « Futures Exchange Demutualization », Remarks of CFTC Commissioner Erickson to the Brooklyn Law School and NYSE Breakfast Roundtables (April 18).

CFTC (2004), *Progresses with Study of Self-Regulation*, CFTC Press Release No.4890-04 (Feb. 6), available at <http://www.cftc.gov/opa/press04/opa4890-04.htm>

CFTC (2004), *Seeks Comment on How Self-Regulatory Exams of futures Firms Are Coordinated* (Apr. 7), available at <http://www.cftc.gov/opa/press04/opa4910-04.htm>

COMMISSIONS RULES, Part 8, 17 CFR § 8.01 et. seq.

COMPANION EXCHANGE *Memorandum of Understanding to the Declaration on Cooperation and Supervision of International Futures Markets and Clearing Organizations* (Boca Declaration).

DANIEL V. (1947), *Bd. of Trade of City of Chicago*, 164 F.2d 815 (7th Cir).

DOWERS, Kenroy and Pietro MASCI eds, (2003), *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*. Inter-American Development Bank.

FIA (2004), Comment Letter to CFTC Review of Self-Regulatory Organizations (Sept. 30).

FINANCIAL INFORMATION SHARING (1991). *Memorandum of Understanding* (signed September 21).

FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION LAW AND COMPLIANCE LUNCHERON, (May 28,2003) available at <http://www.cftc.gov/opa/speeches03/opanewsm-40.htm>

FUTURES INDUSTRY ASSOCIATION (2004), Position Paper (June 8).

GREENSPAN Alan (2000), Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry (June 21).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), (2001), *Issues Paper on Demutualization*, Report of the Technical Committee, (June).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), (2003), Principle 6, Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, adopted by the President's Committee (October).

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), (2005), *Exchange Demutualization in Emerging Markets*, Report of the Emerging Markets Committee (April).

KARMEL Roberta, « Turning Seats Into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges », 53 *Hastings L. J.* 367.

NASD (2005). Comment Letter to SEC Concept Release Concerning Self-Regulation (March 15).

NYSE (2005). Comment Letter to SEC Concept Release Concerning Self-Regulation (March 8).

PEARSON William (2001). « Demutualization of Exchanges: The Conflicts of Interest », APEC Financial Regulators Training Initiative Regional Seminar (August).

ROTH D., « Redefining the Role of Regulation in the Changing Market Place », *FIA magazine* at 32-34.

SARBANES-OXLEY (2002), Act of 2002, Title I.

SEC, « Margin: Borrowing Money to Pay for Stocks », available at <http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm>.

SECURITIES EXCHANGE Act Release N° 50699 (November 18, 2004), 69 FR 71126 (December 8, 2004).

SECURITIES EXCHANGE Act Release N° 50700 (November 18, 2004), 69 FR 71256 (December 8, 2004)

SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION (SIA), (2000), « Reinventing Self-Regulation », White Paper of the Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of Demutualization (January 5).

SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION (SIA), (2005), Comment Letter to SEC Concept Release Concerning Self-Regulation (March 9).

SELF-REGULATORY ORGANIZATION, (2004), « Request for Comments », The Governance of Self-Regulatory Organizations, 69 FR (N° 111) 32326 (June 6).

ZIMMERMAN V., (2004), Chicago Bd. of Trade, 360 F.3d 612 (7th Cir).

