



BANQUE D'INVESTISSEMENT ET DE MARCHÉ : NORMES MONDIALES ET NORMES EUROPÉENNES

PIERRE DE LAUZUN *

JULIE ANSIDEI **

La constitution de l'Europe financière, accélérée par le lancement en 2000 du Plan d'action pour les services financiers (PASF) et par la mise en pratique de la procédure Lamfalussy, s'est concrétisée par un transfert progressif de l'élaboration des règles du niveau national au niveau européen. Le rôle de la Commission européenne, du Conseil et du Parlement européens s'est notablement renforcé à cette occasion. Parallèlement, les acteurs, privés et publics, ont progressivement intégré la dimension européenne dans leurs actions, renforçant leur présence à Bruxelles et leurs relations avec les différentes parties prenantes dans les autres États membres de l'Union.

151

UN TRANSFERT DE RESPONSABILITÉ AU NIVEAU EUROPÉEN

L'évolution a été en fait essentiellement marquée dans le domaine des marchés financiers, qui, le premier, a vu la création d'un comité européen des régulateurs (CESR - Committee of European Securities Regulators), instauré par la procédure Lamfalussy. La plupart des directives adoptées dans le cadre du PASF (Abus de marché, Transparence,

* Délégué général, Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI) et Directeur général adjoint, Fédération Bancaire Française (FBF).

** Chargée des Affaires Européennes et Internationales, Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI).



Prospectus, OPA, Marchés d'instruments financiers ou MIF) ont aussi concerné les activités de marché, modifiant profondément le cadre d'exercice et renforçant l'harmonisation et l'intégration des marchés européens. Parmi ces textes, la directive MIF (ou MiFID - Markets in Financial Instruments Directive) marque une nouvelle étape : d'une part, c'est la première directive à suivre l'ensemble de la procédure Lamfalussy ; d'autre part, elle restructure fondamentalement l'organisation et la supervision des marchés financiers européens ; enfin, elle marque, avec le recours à un règlement d'application et l'introduction de mesures d'harmonisation maximale, une volonté renforcée d'harmonisation dans la transposition, au niveau national, des règles édictées au niveau européen, limitant les marges de manœuvre et les libertés d'interprétation au niveau des États membres.

Une conséquence directe de ce transfert de compétences est que, dans des domaines désormais très nombreux, le régulateur national ne peut plus se concevoir comme un régulateur autonome contrôlant un territoire propre et séparé des autres. À défaut de convaincre ses homologues européens de la pertinence de certaines exigences réglementaires, il ne peut les imposer seul qu'à ses acteurs nationaux, ce qui peut conduire, d'une part, à des distorsions de concurrence à leur détriment, et, d'autre part, à donner aux investisseurs une impression erronée, puisque la norme destinée à les protéger ne s'impose pas aux établissements européens non nationaux. Ce constat explique les réflexions des régulateurs sur la notion de meilleure régulation (*better regulation*). Ce concept souligne, en effet, l'importance qu'ils reconnaissent à leurs choix réglementaires en tant qu'enjeux concurrentiels pour les établissements qu'ils régulent¹.

UN BESOIN DES ACTEURS

Cette harmonisation des règles de marché au niveau européen correspond à un besoin fort des acteurs, s'agissant d'activités de gros déjà largement intégrées. En revanche, dans le domaine des activités de détail, bancaires et d'assurance, les progrès sont moindres parce que les marchés restent largement domestiques et que le poids des acteurs à vocation régionale ou nationale est plus important. En fait, pour ces activités, cela concerne surtout le champ comptable et prudentiel (lui-même à vrai dire défini au niveau international).

Les banques et les entreprises d'investissement françaises ont participé activement aux travaux de ces dernières années, soutenant les progrès réalisés par la Commission européenne et le CESR pour l'intégration et la modernisation des règles de marché et militant pour une convergence des dispositifs domestiques, indispensable pour assurer



aux acteurs l'égalité de concurrence nécessaire. La Place française a appelé vigoureusement à la poursuite de ce mouvement d'intégration, notamment dans le domaine du post-marché. Celui-ci reste handicapé par le maintien des barrières juridiques et fiscales et la juxtaposition de systèmes fragmentés, dont l'éventuelle consolidation sans règles suffisantes risque d'aboutir à une architecture non concurrentielle, inefficace pour les utilisateurs européens.

ESPACE NATIONAL, EUROPE, MONDE

Si l'Union européenne constitue de plus en plus un ensemble intégré et normalisateur, du moins pour les activités de marché, des formes de normes existent au niveau mondial, et un certain nombre de forums internationaux prennent aujourd'hui une importance croissante, voire déterminante. Le terme de « normes mondiales » peut en fait recouvrir des concepts différents : il peut s'agir de protocoles d'échanges et de communication, d'initiatives privées mais collectives, pour des marchés globalisés (Swift, contrats standardisés sur des marchés OTC...). Plus significatives sont les « normes » publiques ou analogues : on pense aux normes comptables bien sûr (IAS, GAAP), mais, de plus en plus, à des standards établis au niveau international, par exemple par le GAFI² ou l'OICV³. Enfin, dans certains cas, le développement de nouvelles ou de « meilleures » pratiques sur des marchés dominants (New York, Londres) peut se diffuser progressivement sur les autres Places financières (par exemple, récemment, sur la question de la transparence des commissions perçues par les intermédiaires financiers et la rémunération de l'analyse financière).

L'émergence de ces normes internationales, accompagnée par un renforcement des forums internationaux les produisant, s'explique principalement par la globalisation croissante des marchés, engendrant notamment, outre des besoins d'harmonisation et de référence communes, des risques systémiques potentiels importants, effet accéléré par la survenance de crises ayant des répercussions globales (11 septembre 2001, Enron, Parmalat...⁴). Les premiers domaines où ont émergé des normes communes concernaient le prudentiel (Comité de Bâle), la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme (GAFI) et les normes comptables (IASB). Le FMI, la Banque mondiale et le Financial Stability Forum ont, par ailleurs, défini une liste de standards économiques et financiers, internationalement acceptés comme participant à la stabilité, la sécurité et l'efficacité des marchés financiers internationaux. Ces standards sont sectoriels (banques, assurances, marchés) ou fonctionnels (gouvernance, comptabilité, transparence, éthique, réglementation et supervision, solvabilité,



gestion des risques, systèmes de paiements et de règlement...). Il s'agit toujours de *principes*, de *pratiques*, ou de *méthodologies*, et donc de recommandations non obligatoires (*non-binding*). Le FMI parle de « repères servant à définir des pratiques jugées optimales », et encore de « règles du jeu réglementant l'environnement institutionnel dans lequel les politiques économiques et financières sont conçues et mises en œuvre ». Dans un autre domaine, en parallèle des travaux européens sur le droit du titre, les débats se sont intensifiés autour de la convention de La Haye et de l'avant-projet de convention Unidroit. Leur ratification soulève des problèmes, car elle pose la question de l'autonomie du droit européen continental en la matière (sécurisation des systèmes de règlement-livraison).

En définitive, s'il n'existe pas à proprement parler de régulateur ou de normalisateur mondial comme le soulignait récemment Hector Sants⁵, ces organes internationaux définissent des normes de fait ou des standards qui sont ensuite incorporés, soit directement, soit indirectement par des textes européens, dans les systèmes juridiques nationaux. Les domaines couverts par des standards internationaux, ou faisant l'objet de réflexions au niveau international, sont de plus en plus nombreux, notamment pour les marchés financiers. Pour prendre l'exemple de l'OICV, cette organisation a élaboré ces dernières années des normes liées à la surveillance et l'indépendance des auditeurs, aux pratiques de transparence et de communication des sociétés cotées, aux analystes financiers, ou encore aux activités des agences de notation. Aujourd'hui, son programme de travail couvre des sujets variés et structurants pour l'industrie financière, comme l'organisation de la fonction de conformité (*compliance*) chez les intermédiaires, les conséquences de la démutualisation des Bourses, les fonds spéculatifs (*hedge funds*), la transparence du marché obligataire, la gestion des conflits d'intérêts dans les offres de titres, les avantages en nature (*soft commissions*)...⁶

L'influence croissante de ces normalisateurs de fait pose plusieurs questions comme nous allons le voir. Outre l'application nécessairement variable de ces « normes » internationales au niveau local, le point principal concerne le fait que la responsabilité de ces organismes n'est pas organisée de façon claire, et que, symétriquement, la représentation des parties prenantes au niveau international reste embryonnaire.

DES NORMES MONDIALES... MISES EN ŒUVRE LOCALEMENT

La mise en œuvre dans les différents systèmes juridiques, réglementaires et prudentiels nationaux de « normes » édictées au niveau international, et la surveillance de leur application par les institutions



financières sont, en revanche, toujours du ressort des autorités politiques, qui sont nationales ou locales. L'exemple de Bâle II est sans doute le plus parlant. Il s'agit de quasi-normes, élaborées avec soin et conjointement par les Banques centrales de tous les grands pays. Or on constate une divergence croissante dans leur mise en œuvre, avec notamment d'un côté la mise en application prochaine en Europe de la directive sur l'Adéquation des fonds propres (CAD - Capital Adequacy Directive -, elle-même d'ailleurs riche de multiples options nationales possibles et donc divergentes), ainsi que dans de nombreux autres grands pays développés (Japon, Canada...), et de l'autre, une approche différente retenue par les États-Unis, en ce qui concerne le calendrier, les délais, le champ et les modalités d'application des règles de Bâle II. Les bénéfices attendus initialement des standards globaux, en termes d'égalité de concurrence et d'amélioration du fonctionnement d'institutions financières opérant dans des environnements réglementaires et juridiques disparates, sont donc contraints par le degré de convergence réel des mises en œuvre nationales. Ces divergences sont aussi le reflet des conditions mêmes d'élaboration de ces normes, effectuées sans mandat politique précis, par des institutions qui ne rendent de compte à personne : ces normes se heurtent, de ce fait, lors de leur traduction juridique, à des réalités politiques, techniques ou commerciales multiples.

*LA QUESTION DE LA RESPONSABILITÉ
DES ORGANISMES INTERNATIONAUX PRODUCTEURS
DE NORMES*

C'est que les organismes internationaux qui produisent des normes n'ont normalement pas de mandat direct, même si, dans le cas d'institutions telles que l'OICV, le GAFI ou le Comité de Bâle, les membres représentent leur gouvernement (mais sans que l'organisation ait été dotée du pouvoir juridique de fabriquer de véritables normes). Leur légitimité vient donc de leur reconnaissance par les régulateurs ou superviseurs nationaux, et, parfois, d'autres organismes internationaux tels que le FMI. S'agissant de pouvoirs non législatifs, la mise en œuvre dépend donc beaucoup de la pression mutuelle ou collective. Néanmoins, ces normes se révèlent structurantes au plan national, y compris légalement, une fois la transposition réalisée. Or leurs procédures sont complexes et opaques, et les mandats indirects. Dès lors, des voix se sont élevées pour poser la question de la responsabilité de ces organismes internationaux et réclamer une transparence accrue de leur fonctionnement, outre des mécanismes de consultation renforcés⁷. Les standards CESR/SEBC concernant la réglementation des activités de règlement-



livraison ont été adoptés par ces deux organismes opérant de leur propre chef et présentés par eux comme la déclinaison des règles émises par l'OICV, mais ont été ensuite considérés, à juste titre par le Parlement européen, comme relevant d'une directive en bonne et due forme.

L'ORGANISATION DE LA REPRÉSENTATION

La multiplication et l'internationalisation des sources de normes en matière bancaire et financière imposent également à l'industrie de restructurer l'organisation de sa représentation. On observe ainsi des rapprochements entre les principales associations professionnelles, encouragés par l'affaiblissement des frontières entre marchés et produits. Basés à Londres et Zurich, l'International Primary Markets Association et l'International Securities Markets Association ont fusionné en 2005 pour donner naissance à ICMA, l'International Capital Markets Association. La Securities Industry Association (SIA) et la Bond Market Association (BMA), au départ surtout américaines, ont annoncé en juillet 2005 leur rapprochement, avec la création de *boards* européen et asiatique, et des bureaux à Washington, New York, Londres et Hong-Kong. ICMA, BMA et ISDA (International Swaps and Derivatives Association) ont, par ailleurs, créé le Global Capital Markets Board en 2006 afin de développer leurs échanges et faciliter la formulation de positions communes. Ces mouvements tendent aussi à renforcer l'influence des principaux marchés et acteurs, surtout anglo-saxons, dans l'élaboration des normes.

Dans ce nouvel environnement, quelle peut être la stratégie des associations nationales et des banques européennes ? La question avait été posée à l'occasion d'un colloque AFEI-FBF en novembre dernier, intitulé « Banque d'investissement et de marché à Paris : Que veulent vraiment les acteurs ? », où le manque d'habitude de mobilisation en commun « à la londonienne » avait été relevé⁸. Parce que le jeu s'est globalisé et complexifié, il est indispensable aujourd'hui de renforcer les moyens de *lobbying* international des associations et des établissements eux-mêmes, ainsi que la coordination de leurs actions. Le niveau de la Place nationale garde alors toute sa pertinence, même s'il doit être compris dans le contexte nouveau d'un réseau à la fois européen et international en interaction croissante.

LA DIMENSION TRANSATLANTIQUE

La dimension transatlantique est enfin désormais un élément essentiel à prendre en compte. Elle occupe les réflexions des régulateurs européens et américains depuis de nombreuses années, et donne lieu à des appels récurrents de l'industrie pour plus de convergence. Mais les

rapprochements entre Bourses donnent une importance tout à fait nouvelle à cette dimension. Du point de vue des établissements français, la fusion entre Euronext et le New York Stock Exchange implique en premier lieu de clarifier et de sécuriser le régime applicable à la nouvelle entité responsable des marchés européens, et notamment, de confirmer que les régulateurs nationaux d'Euronext, rassemblés au sein du Collège des régulateurs, garderont la responsabilité de leur marché. Mais l'enjeu à terme est beaucoup plus important, puisqu'il apparaîtra progressivement attractif de développer des fonctions transversales, d'offrir des produits de façon croisée, et progressivement de rapprocher les marchés eux-mêmes. Cette évolution, qui bouleverse dès aujourd'hui le paysage européen, représente une occasion unique de faire passer le dialogue transatlantique à un stade nouveau, puisqu'il s'agira, à terme, d'organiser de concert une régulation commune sur des marchés de plus en plus intégrés. Il ne s'agit, en effet, plus ici simplement de normes communes, mais véritablement de régulation. Les régulateurs ont ici évidemment un rôle clé à jouer, mais l'industrie financière, la plus directement intéressée, doit prendre la mesure de l'enjeu et surtout les initiatives que cette évolution demande.

Encadré

Les « standard-setting bodies » reconnus par le Financial Stability Forum

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)
Committee on the Global Financial System (CGFS)
Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)
Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF)
International Association of Insurance Supervisors (IAIS)
International Accounting Standards Board (IASB)
International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB)
International Monetary Fund (IMF)
International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)
Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)
CPSS-IOSCO Task Force on Securities Settlement Systems
BCBS Transparency Group and IOSCO TC Working Party on the
Regulation of Financial Intermediaries

NOTES

1. *Pour une meilleure régulation*, Autorité des marchés financiers, mai 2006 ; *Delivering better regulatory outcomes, A joint Financial Services Authority and Office of Fair Trading action plan*, avril 2006 ; *The cost of regulation study*, Deloitte, Report commissioned by the Financial Services Authority and the Financial Services Practitioner Panel, 2006.
2. Groupe d'action financière, FATF - Financial Action Task Force - en anglais. Le GAFI a défini 40 + 9 recommandations en matière de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.
3. Organisation internationale des commissions de valeurs, IOSCO - International Organization of Securities Commissions - en anglais.
4. Le rapport publié par l'OICV début 2005 post-Parmalat (*Strengthening Capital Markets against Financial Fraud*) a ainsi confirmé le statut et les objectifs de l'OICV comme « *global standard-setter* ».
5. Conférence du comité technique de l'OICV, octobre 2005, Francfort, Panel 2, « *Accountability of global rule-maker* », Hector Sants, UK Financial Services Authority.
6. Les cinq Standing Committees de l'OICV sont : 1) Multinational Disclosure and Accounting, 2) Regulation of Secondary Markets, 3) Regulation of Market Intermediaries, 4) Enforcement and Exchange of Information, 5) Investment Management.
7. *Statement on Regulatory and Self-Regulatory Practices*, International Council of Securities Association (ICSA), October 2004 ; Voir aussi *Rule making and regulation in financial markets: Principles for better regulation*, ICSA, November 2006 (www.icsa.bz).
8. « *La banque d'investissement à Paris : Une dynamique collective possible* », Étude Accenture pour le colloque AFEI-FBF, 7 novembre 2005.