

APPROCHE PAR LES PRINCIPES OU PAR LA RÉGLEMENTATION

Quelle régulation pour les marchés financiers ?



**Hubert
de Vauplane**

Directeur juridique
Calyon

La Grande-Bretagne, après une période d'hyper-réglementation, prône une approche par les principes. Celle-ci comporte des avantages nombreux (innovation financière, moindre complexité, souplesse d'organisation...), mais elle n'est pas sans dangers. Il faudra bien réfléchir avant d'emboîter le pas au régulateur anglo-saxon...

Ce débat sur la régulation est une question centrale de l'économie moderne. Il dépasse largement la sphère de l'économie financière, mais c'est sans doute au sein de cette dernière que les problématiques débattues laissent le plus la place à l'innovation et au pragmatisme. À l'heure où la crise issue du secteur immobilier américain menace de s'étendre à l'ensemble de l'industrie bancaire et financière, il peut paraître paradoxal de militer pour moins de réglementation et plus d'autorégulation. Pourtant, le débat né aux États-Unis il y a quelques mois et relayé par la City de Londres renouvelle l'approche classique entre réglementation et autorégulation et pose la question du type de régulation souhaitable pour l'industrie financière et bancaire sous un angle renouvelé : faut-il privilégier une régulation basée sur des seuls principes généraux ou une réglementation détaillée (*principles or regulation based approach*) ? [1] Le débat n'est pas neutre en ce qu'il conduit, selon la réponse apportée, à modifier pro-

fondément la gouvernance des banques, courtiers, compagnies d'assurances et sociétés de gestion. Or, ses intervenants et protagonistes, tout comme les lieux où le débat se déroule, se situent en dehors du cadre national et même continental pour se concentrer entre Londres et New York : là encore, l'Europe semble en panne d'idées et à la traîne de la place de Londres qui, d'ailleurs, compte bien étendre sa solution à l'ensemble du cadre européen. Avant de mesurer les enjeux du débat, il convient de revenir sur les raisons pour lesquelles il est apparu et la réponse proposée par la FSA.

L'HÉGÉMONIE MENACÉE DES ÉTATS-UNIS

New York est la première place financière mondiale en termes d'actifs financiers et de volume de transactions boursières au comptant. Cependant, cette hégémonie est menacée par les fortes croissances des Bourses d'Europe et d'Asie, ainsi que par celle des plateformes électroniques nouvelles et des marchés non organisés (OTC) [2]. C'est la rai-

son pour laquelle de plus en plus de voix aux États-Unis se sont émues des effets de cette menace sur la suprématie de la place de New York. Le principal symptôme de la baisse d'attractivité de New York est la diminution des introductions en Bourse parallèlement à leur augmentation dans d'autres places mondiales. En ce domaine, les places de Londres et Hong Kong semblent avoir largement dépassé celle de New York quant à l'attractivité de sociétés étrangères (essentiellement russes pour la première et chinoises pour la seconde). Les différents rapports publiés jusque-là [3] attribuent essentiellement ce phénomène à une sur-réglementation, dont la loi Sarbanes Oxley est une illustration, notamment dans ses dispositions les plus emblématiques, comme la section 404 de la loi SOX (article qui impose, depuis 2004, à toutes les sociétés cotées, y compris étrangères, la publication d'un rapport de contrôle interne consistant à une évaluation annuelle des procédures comptables par les commissaires aux comptes). Ils proposent ainsi des assouplissements de la législation pour améliorer l'attractivité financière des États-Unis. Leur objectif est d'effectuer un puissant lobbying en créant une mobilisation politique et médiatique susceptible de créer des coalitions majoritaires réformatrices au Congrès [4].

LA PROPOSITION DU FSA DE LONDRES

En avril 2007, le FSA a présenté une nouvelle approche de son mode de régulation de l'industrie financière en Grande-Bretagne [5]. Le FSA part du constat qu'une régulation fondée sur des normes prescriptives précises et détaillées n'a pas été suffisante pour empêcher le développement de scandales et de comportements abusifs. Et de citer en exemple son propre *handbook* qui conduit les professionnels à plus s'attacher à la lettre d'une réglementation détaillée qu'à son esprit. C'est donc un virage à 180° que propose de mettre en place le FSA pour les prochaines années (encadré 1) en se tournant vers une régulation fondée sur des principes généraux (notons que le régulateur britannique ne s'enquiert pas le moins du monde si ce changement est compatible avec le PASF et le droit européen). Ce mode de régulation est défini par le FSA comme "placing greater reliance on principles and outcome-focused, high level rules as a means to drive at the regulatory aims we want to achieve, and less reliance on prescriptive rules". Les avantages d'une approche basée sur les principes sont soulignés par tous les acteurs exerçant sur le sol britannique. En premier lieu, il ne s'agit que d'un "retour aux sources" du mode de régulation connu en Grande-Bretagne depuis le début des années quatre-vingt-dix, le droit européen ayant dénaturé cette tradition en procédant selon une approche réglementaire. Mais de façon plus substantielle, les thuriféraires y voient la faculté à plus d'innovation financière, une liberté laissée aux professionnels de déterminer leur mode opératoire en matière de conformité, une moindre complexité, des solutions plus efficaces aux problèmes de conformité et, enfin, l'établissement d'un dialogue ouvert, construit et régulier entre chaque intervenant et le régulateur. Bref, un retour à l'au-

“Le FSA part du constat qu'une régulation fondée sur des normes prescriptives précises n'a pas empêché le développement de scandales et de comportements abusifs.”

RÉGULATION

LES 11 PRINCIPES DU FSA

■ 11 principes généraux ont été définis par le FSA, comme le fait qu'un professionnel doit gérer ses activités avec intégrité (1^{er} principe), attention et diligence (2^e principe); mais aussi prendre toute mesure raisonnable pour organiser et contrôler ses responsabilités dans la conduite de ses affaires en disposant des systèmes de gestion des risques appropriés (3^e principe), maintenir des ressources financières adéquates (4^e principe), respecter des standards de conduite de marché (5^e principe); porter une attention particulière aux intérêts de ses clients et les traiter équitablement (6^e principe), à tenir compte de l'information dont ses clients ont besoin et leur com-

muniquez cette information selon une forme claire, équitable et non trompeuse (7^e principe), gérer les conflits d'intérêts entre lui-même et ses clients et entre ses clients équitablement (8^e principe), porter l'attention nécessaire pour assurer des conseils appropriés et des décisions discrétionnaires pour chacun de ses clients qui a confiance dans ses jugements (9^e principe), assurer une protection des actifs de ses clients quand il est responsable de ces actifs (10^e principe); enfin, travailler de façon coopérative avec ses régulateurs et divulguer au FSA toute chose liée à l'entreprise pour laquelle le FSA pourrait raisonnablement attendre une information.

torégulation, mais sous contrôle du régulateur!

LES ENJEUX DU DÉBAT

Les enjeux diffèrent selon que l'on se place du côté anglais ou américain. Du côté américain, il s'agit de conserver le rang de première place financière mondiale face à la pression exercée par la City. Pour Londres, il ne s'agit rien de moins que de détrôner New York et ravir à cette dernière le titre de première place financière de la planète. Derrière ce classement, ce sont bien évidemment des enjeux financiers de première importance, qu'il s'agisse de la création d'emplois dans le secteur financier ou plus largement de la création de richesse nationale par l'industrie bancaire et financière (ainsi, aux États-Unis, l'industrie de la finance dépasse les 1 000 milliards de dollars en PIB, ce qui représente 8,1 % du PIB national, à comparer avec les 18 % du PIB en Grande-Bretagne et les 4,6 % du PIB en France).

Sur cette question de suprématie, la loi américaine SOX et l'environnement réglementaire américain pèsent sur l'attractivité de la place de New York. Certes, le marché américain à lui seul représente selon les segments environ 50 % des revenus de l'industrie financière. Mais cette part va décroissante avec la montée en puissance de l'épargne asiatique. Or, cette épargne nouvelle ne demande qu'à s'investir. Et la question est de savoir quelle est la meilleure place financière qui permet à cette épargne de converger pour ensuite s'investir? La City estime qu'elle peut prétendre à ce rôle et qu'elle dispose de nombreux atouts, l'approche d'une régulation par les principes en étant un.

UNE BONNE IDÉE...

Que l'on ne s'y méprenne pas: l'approche fondée sur les principes n'est pas en soi mauvaise. Tout dépend de là où l'on vient. Dans les cas de la Grande-Bretagne et des États-Unis

qui, l'un comme l'autre, ont connu une hyper-réglementation avec des manuels (*handbooks*) totalisant plusieurs longueurs d'étagères (qui restaient d'ailleurs bien en évidence sur ces rayonnages, mais que personne – ou presque – ne consultait, mis à part ceux qui les avaient écrits et les déontologues), le changement ne peut être que salutaire : l'heure du tout réglementaire où tout est l'objet d'une procédure écrite, sans la moindre place à l'initiative individuelle voire au bon sens, a peut-être sonné. Il faut s'en réjouir, tellement cette conception de la réglementation pouvait conduire à l'absurde : le respect de la procédure comptait plus que l'examen au fond du dossier (*tick the box approach*). Au-delà de ces excès, l'approche d'une régulation basée sur des principes généraux est séduisante au fond ; elle permet d'éviter une réglementation lourde et tatillonne conduisant à un maquis réglementaire où seuls quelques spécialistes peuvent s'y retrouver et qui étouffe l'innovation financière. Mieux, en laissant aux professionnels eux-mêmes le soin d'adapter leur organisation et leur comportement en fonction de principes généraux, elle participe à l'idée que chaque intervenant se trouve dans une situation d'égalité de chances face à ses concurrents, alors qu'une surréglementation conduit à la disparition des petites entités qui ne peuvent s'offrir les services de contrôle interne

« L'heure du tout réglementaire, où tout est l'objet d'une procédure écrite, sans la moindre place à l'initiative individuelle voire au bon sens, a peut-être sonné. »

nécessaires dans un tel environnement. Enfin, une approche fondée sur des principes généraux correspondrait mieux aux standards de certains pays de l'Europe continentale comme la France, plus habituées par leurs traditions législatives à légiférer en fonction de règles générales et de droit commun plutôt que d'essayer de prévoir tous les cas possibles d'une règle de droit.

... MAIS AUX RISQUES IMPORTANTS

Mais derrière cet a priori favorable, il convient de mesurer les risques liés à une telle approche.

■ Le premier danger réside dans son énoncé même : 11 grands principes généraux comme les propose le FSA ne sont pas suffisants à réguler le fonctionnement des marchés et le comportement des intervenants. Ces principes doivent être développés. Ici, l'idée sous-jacente est de laisser aux professionnels le soin de s'autoréguler, tant par leurs règles internes que par des codes de conduite. Il s'agit d'une volonté délibérée de transférer aux intervenants le contenu du détail de la réglementation.

■ Le second danger réside dans l'excès inverse à l'objectif recherché en adoptant une position à l'opposé de celle qui existait jusqu'alors : de plusieurs milliers de pages de manuels, on se contente de 11 grands principes formulés un peu comme les "10 commandements" de la Bible.

■ Le troisième danger réside dans le poids donné aux fonctions de contrôle par rapport au business : une approche fondée sur les principes, comme le reconnaissent les défenseurs de cette nouvelle approche, conduira à renforcer encore plus le pouvoir des directions Conformité et Juridique chez les professionnels, celles-ci devant non seulement élaborer des règles internes précises, mais surtout interpréter les principes généraux.

■ Le quatrième risque est substantiel à la notion même d'une approche basée sur les principes : en restant au niveau des principes, le régulateur se donne des marges de manœuvre dans l'interprétation de ceux-ci, laissant la place à une approche subjective et surtout casuistique de la régulation. De là, le développement de sanctions de plus en plus nombreuses et élevées dans leur montant, du fait de l'imprécision des règles. Cette subjectivité contient un risque d'incertitude important lors de l'application de ces principes, incertitude dont les professionnels feront les frais en cas d'ouverture de procédure de sanction à leur rencontre. Ce risque, fortement souligné par The Regulatory Law Committee of the City of London dans un courrier envoyé en avril dernier au FSA, est d'ailleurs reconnu par les tenants de la réforme, même si ces défenseurs estiment qu'il sera écarté par la qualité du travail du régulateur. Enfin, cette approche suppose, selon le FSA, une implication plus importante des directions générales des établissements bancaires et assimilés quant au respect des règles de procédure internes telles qu'édictees par les professionnels. Il n'est pas sûr que les dirigeants en France soient prêts à une telle évolution de leur rôle et partant, de leur responsabilité.

RETOUR AU MODÈLE FRANÇAIS

Pour conclure, le débat ouvert par le FSA reflète une certaine "faillite" de l'approche réglementaire poussée à l'extrême. Et si la proposition du FSA n'est pas dénuée de tout intérêt, il est urgent d'y réfléchir à deux fois avant de se précipiter et de lui donner un blanc-seing. Au regard de la situation actuelle en Grande-Bretagne, on en viendrait presque à considérer que le système français de mode de régulation est finalement assez équilibré ! "Vérité en deçà des Pyrénées, erreur au-delà", disait Pascal. ■

[1] Étant entendu que les notions de régulation par les principes ou par des réglementations ne sont pas de la plus grande clarté et que chacun y met un peu ce qu'il y veut :

cf. Lawrence A. Cunningham, "A prescription to Retire the Rhetoric of Principles Based Systems in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting", Boston Law College, Research Paper n° 127, March 13, 2007.

[2] Pour un panorama clair et concis de la situation, cf. "N.Y. une perte d'attractivité financière à mettre en perspective", Lettre de l'Agence financière du Trésor de New-York, n° 9".

[3] Le plus connu de ces rapports est sans doute le "Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation", 30 novembre 2006.

[4] J. Grant, "US Firms lobby for regulation by principles", Financial Times, 17 September 2007, p. 16.

[5] "Principles based regulation: Focusing on the outcomes that matters", Financial Services Authority, April 2007.