

## **Les défis de la globalisation financière: la réponse de l'OICV <sup>i</sup>**

**Philippe Richard- Secrétaire Général de l'OICV**

### **Tendances et mutations récentes**

Il est désormais banal de constater que la période actuelle est marquée par une multiplication des innovations et des opérations financières transfrontières et par une accélération de la globalisation financière. Les frontières se font plus floues et les marchés de capitaux perdent progressivement leurs caractéristiques nationales. Cette évolution progressive a été jalonnée au cours de la décennie écoulée par des événements clés: la crise asiatique puis russe de la fin des années 90, le gonflement puis l'éclatement de la bulle Internet, le choc terroriste du début du nouveau siècle suivi des scandales et fraudes d'entreprises à grande échelle aux Etats-Unis et en Europe. Ces derniers événements ont conduit à un durcissement inévitable et généralisé des règles nationales et, plus généralement, des normes internationales. Plus récemment le rapprochement du New York Stock Exchange et d'Euronext a marqué une étape décisive dans ce mouvement de globalisation et d'abaissement des frontières. En réaction au relèvement des normes, un débat original sur la réglementation "excessive" et la "bonne" régulation s'est engagé plus récemment dans un environnement international soumis à une concurrence accrue. Cette dernière est le produit de la libération progressive de forces de marché nouvelles mais également de l'entrée sur la scène financière internationale de nouveaux acteurs majeurs (Chine et Inde pour ne citer que les plus évidents).

### **Quelles sont les priorités et les actions de l'OICV dans cet environnement en pleine mutation ?**

Ce bref rappel historique montre à quel point le développement des marchés financiers appelle des réponses globales et coordonnées. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) est une des organisations qui peut apporter des solutions à ces nouveaux défis. Ce groupement international des régulateurs boursiers, créé en 1983, a répondu au cours des années récentes par cinq séries d'actions.

#### **1) Accroître la lutte contre les fraudes financières grâce à une coopération internationale renforcée**

Dans ce domaine clé pour les autorités en charge du contrôle des marchés, l'OICV a élaboré puis mis en œuvre depuis 2001 un Accord Multilatéral de Coopération (MMoU) entre régulateurs boursiers qui organise l'échange d'informations publiques et non publiques entre superviseurs et qui facilite ainsi les enquêtes et la répression relative aux abus de marché. A ce jour 41 régulateurs du monde entier respectent cette norme internationale et 15 autres se sont engagés à signer cet accord dans un avenir proche. Les autres membres de l'OICV devront rejoindre, après analyse et évaluation de leurs systèmes

juridiques respectifs, cet accord multilatéral au plus tard le 1er janvier 2010. À ce jour les juridictions représentant environ 90 % de la capitalisation boursière mondiale utilisent ce nouvel outil juridique indispensable pour la répression des fraudes financières par les gendarmes boursiers.

Le MMoU, dont le principe a été adopté par l'OICV lors de l'assemblée générale d'Istanbul en 2002, représente désormais le standard international en matière de coopération et d'échange d'informations entre commissions de valeurs. Il est significatif de noter qu'une approche similaire a été récemment retenue par les régulateurs de l'assurance. Le respect de cette norme est depuis 2005 une des conditions nécessaires pour l'adhésion d'un régulateur boursier à titre de membre ordinaire (votant) de l'OICV. Le MMoU est également utilisé comme référence afin d'améliorer la coopération avec les régulateurs de centres financiers "off-shore". L'adhésion récente des Iles Vierges Britanniques à l'OICV après une revue systématique de ses mécanismes de coopération et d'échange d'information transnational est un indéniable succès pour l'Organisation.

## **2) Améliorer la qualité et la fiabilité de l'information financière et non-financière**

L'information financière détermine les multiples décisions d'investissement individuelles prises quotidiennement tant par les investisseurs institutionnels que par les particuliers. La matière comptable requiert à cette fin qualité et fiabilité. L'OICV contribue directement à la mise au point des normes comptables internationales et à leur interprétation par l'International Accounting Standards Board (IASB). A ce titre nous commentons chaque projet du point de vue des régulateurs boursiers. En 2006 l'OICV a également construit une base de données qui regroupera l'ensemble des cas concrets d'interprétation comptable rencontré par chaque régulateur. Les expériences ainsi partagées contribueront à une meilleure cohérence dans la mise en œuvre des normes comptables.

L'OICV soutient pleinement les travaux de coordination entre le régulateur comptable américain (FASB) et l'IASB et accueille favorablement l'abandon annoncé pour 2009, au plus tard, des réconciliations comptables imposées jusqu'alors par la SEC aux émetteurs étrangers cotés aux Etats-Unis.

L'objectif recherché est de renforcer convergence et cohérence tant des normes et pratiques comptables que de la nature des informations destinées aux investisseurs (prospectus). Au cours de la décennie écoulée l'OICV a ainsi publié deux séries de principes sur les informations relatives aux offres et émissions internationales d'actions (septembre 1998) et de titres de dettes (mars 2007). Ces principes doivent permettre à terme une reconnaissance multilatérale des réglementations locales ou régionales.

Plus récemment enfin l'OICV a rendu public un rapport sur les pratiques de publication relatives aux entités spéciales non-consolidées (Special Purpose Entities/Vehicles).

Une information comptable de qualité doit faire l'objet de vérifications externes par les auditeurs qui remplissent une fonction décisive dans le maintien de la confiance sur les marchés financiers. Après les débâcles d'Enron et d'Arthur Andersen l'OICV a mené des travaux approfondis sur l'indépendance des auditeurs et le contrôle de la qualité des audits. En particulier l'OICV a publié dès octobre 2002 des principes en la matière qui font désormais référence et qui ont influencé tous les développements nationaux et internationaux ultérieurs. En 2005 l'OICV a fondé avec le Comité de Bâle des régulateurs bancaires (BCBS) et l'Association Internationale des Superviseurs de l'Assurance (IAIS) le Public Interest Oversight Board (PIOB), organisme dont la mission est de superviser de façon indépendante le processus de développement des normes d'audit par l'IAASB (International Auditing and Assurance Board-structure de l'IFAC laquelle regroupe les professionnels de l'audit au niveau mondial).

Actuellement l'OICV, après avoir décrit les règles et pratiques internationales relatives aux services offerts par les firmes d'audit à leurs clients, poursuit des travaux sur la question complexe de la concentration des firmes d'audit et les conditions du maintien de la qualité des missions d'audit. La disparition potentielle d'une des grandes firmes d'audit et les actions à mener dans cette éventualité font partie des scénarios de crise envisagés.

### **3) Lutter contre les conflits d'intérêt réels et/ou potentiels**

Au cours des années récentes la question des conflits d'intérêt est apparue comme l'une des questions les plus importantes auxquelles les marchés de capitaux et leurs acteurs ont été confrontés. De leur contrôle dépend le respect de l'intégrité des marchés. La confusion des intérêts relatifs aux investisseurs, actionnaires, directions d'entreprise et autres parties prenantes a conduit à des inégalités de traitement, des préjudices, voir dans certains cas à des comportements illicites au détriment bien souvent de l'investisseur individuel. La répression des fraudes, notamment au niveau administratif, a été depuis renforcée.

L'OICV a mené, pour sa part, une analyse détaillée des situations comportant des conflits d'intérêt réels ou potentiels et recommandé des principes clairs et objectifs. À titre d'exemple, l'OICV a publié fin 2005 les principes fondamentaux d'un code de conduite des agences de notation afin de clarifier le rôle de ces organismes, la nature des informations qu'ils doivent publier (notamment sur leurs méthodologies d'évaluation), leurs règles d'organisation interne pour limiter les conflits d'intérêt, ainsi que les relations qu'ils peuvent établir avec les émetteurs. Afin de renforcer la discipline de marché les agences de notation furent requises de divulguer, le cas échéant, les raisons des déviations de leurs codes de conduite par rapport à ces principes.

Au début de 2007 l'un de nos groupes d'experts a rendu public un rapport décrivant les modes de gestion des conflits d'intérêt auxquels sont confrontés les groupes financiers qui offrent simultanément des services bancaires et non-bancaires à leurs clients émetteurs de titres, en particulier pour ce qui concerne le contrôle des informations confidentielles. Les solutions proposées - approche groupe, séparation des fonctions, murailles de Chine, procédures d'approbation,

abstention, etc. - font actuellement l'objet d'une consultation publique et seront finalisées dans les prochains mois. Des approches similaires furent suivies par l'OICV dès 2002 avec les auditeurs et les analystes financiers.

#### **4) Intégrer les innovations financières et surveiller leur impact systémique**

Qu'il s'agisse des nouvelles places de marché (ATS, MTF,...) ou de l'accès direct aux marchés, des dérivés de crédit et des transferts de risques associés, des "hedge funds" ou du développement rapide du "private equity", les innovations financières se sont multipliées au cours de la décennie écoulée et soulèvent de nouveaux défis pour les régulateurs. Dans un contexte de libre marché, la concurrence et l'innovation jouent indéniablement un rôle positif et des règles trop contraignantes risqueraient d'étouffer la créativité ou à tout le moins de provoquer sa délocalisation. À l'inverse, l'objectif de protection des investisseurs appelle une vigilance accrue et requiert souvent l'établissement de nouvelles règles de sauvegarde.

Deux exemples peuvent illustrer la méthode OICV: les "hedge funds" et le "private equity". Sur le premier dossier l'OICV a adopté une démarche pragmatique consistant à clarifier les normes de valorisation et d'administration des actifs détenus par les fonds. Il en effet apparu que la performance des fonds dépendait en partie des méthodes d'évaluation d'actifs complexes, parfois peu liquides, détenus par ces entités : source de conflits d'intérêt potentiels entre les gérants et les investisseurs, en particulier pour ce qui a trait à la rémunération des gérants. Neuf principes clés sont décrits dans un rapport qui fait l'objet d'une consultation publique depuis mars 2007. Ces recommandations opérationnelles représentent une avancée majeure sur la question de la transparence des "hedge funds" et évitent les débats idéologiques souvent inutiles sur le rôle des "hedge funds" dans l'économie moderne. Une analyse complémentaire sur les fonds de fonds, à l'origine de la distribution de produits à effet de levier auprès du grand public, sera menée au cours de l'année 2007. Pour ce qui a trait au "private equity" un nouveau groupe de travail, lancé au début de 2007, démarre ses travaux de manière pragmatique par un inventaire des activités de cette nature rencontrées sur les grands marchés de capitaux. Une analyse minutieuse des faits et une comparaison au niveau internationale permettent de mettre en évidence les pratiques et d'identifier les difficultés ou les "regulatory/market gaps". C'est uniquement à partir de constats objectifs que des mesures réglementaires pourraient être envisagées au niveau international, en particulier si la détection de risques systémiques significatifs le justifiait.

L'OICV apporte sa contribution à l'analyse de l'impact systémique des innovations financières, en particulier dans le cadre du Forum de la Stabilité Financière (FSF). La composition particulière du membership du FSF permet en particulier des analyses multisectorielles qui contribuent à une meilleure compréhension des risques systémiques.

#### **5) Renforcer la gouvernance des entreprises**

A la suite des différents scandales financiers apparus à partir du début des années 2000, l'OICV a produit un rapport de synthèse sur les fraudes financières en

mars 2005. L'une des principales conclusions de ce rapport était de mettre en évidence l'importance du gouvernement d'entreprise dans la préservation des équilibres de pouvoirs et la réduction des risques de fraudes. À partir de ces constats l'OICV, en concertation étroite avec l'OCDE, a produit une description très détaillée des pratiques de gouvernance d'entreprise sur les principaux marchés financiers, en particulier sur la question de la définition et du rôle des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration des émetteurs de titres cotés. Un complément d'analyse permettra de déterminer dans les prochains mois les conditions de protection des actionnaires minoritaires, en particulier en période d'offre publique.

Ces travaux complètent utilement plusieurs prises de position antérieures de l'OICV sur le rôle des comités d'audit dans la bonne gouvernance, s'agissant en particulier de la nomination des commissaires aux comptes. Parallèlement à ces analyses sur les émetteurs, l'OICV a développé des recommandations relatives à la gouvernance des fonds communs de placement, en particulier pour ce qui a trait aux conditions d'indépendance des conseils d'administration et autres structures de contrôle.

### **Comment identifier les priorités de même que promouvoir et coordonner la mise en œuvre d'une réglementation adéquate ?**

Au delà des réactions à posteriori et au cas par cas, il est devenu crucial de coordonner systématiquement au niveau international les actions et les mesures requises pour assurer une surveillance efficace des activités financières. Une recherche horizontale des questions réglementaires multisectorielles est assurée par le Joint Forum, lequel reçoit ses mandats des ses trois parents : l'OICV (secteur des marchés de valeurs mobilières), le Comité de Bâle (secteur bancaire), et l'IAIS (secteur des assurances). À titre d'exemple, le Joint Forum a ainsi publié récemment des études relatives à la sous-traitance des fonctions financières et au développement du marché des transferts de risque de crédit qui font autorité en la matière. Les trois organismes parents du Joint Forum coordonnent par ailleurs leurs actions au sein d'un comité de coordination de haut niveau. D'autre part, le Forum de la Stabilité Financière - où se retrouvent périodiquement représentants des ministères des finances, des banques centrales, des régulateurs boursiers et des organisations internationales (FMI, Banque Mondiale, BCE, OCDE, BCBS, IAIS et OICV notamment) - offre une enceinte de premier choix pour échanger des informations importantes.

Sur le plan de la transparence, l'OICV a recours depuis plusieurs années à une politique de consultation systématique sur ses rapports et recommandations. Elle publie les commentaires reçus de la communauté financière internationale ainsi que les modalités de leur prise en compte dans la préparation de rapports définitifs. Plus récemment, une décision a été prise d'approfondir le dialogue en cours avec tous les intervenants des marchés financiers, en particulier afin d'accroître la consultation en amont sur les priorités, favoriser la concertation dans l'action à tous les niveaux et éviter la mise en place d'une réglementation inutile ou excessive. À cette fin, l'OICV a publié en mars 2007 l'intégralité du programme de travail de son Comité technique

et a invité dans une première étape la communauté financière internationale à lui soumettre ses observations d'ici la fin du mois de juin 2007. Derrière ces préoccupations se profile à nouveau le dilemme permanent des autorités publiques responsables de la surveillance des systèmes financiers: comment concilier l'objectif de protection des investisseurs tout en permettant un accroissement de la compétitivité des différentes places financières? En particulier, comment éviter sous le couvert d'une concurrence accrue une course au plus petit dénominateur commun réglementaire ? Dans un contexte de globalisation accrue, ces questions se posent d'une manière pressante non seulement pour les marchés les plus développés mais aussi pour tous ceux qui sont émergents.

Un élément de réponse se trouve sans doute dans la distinction entre principes et règles. Sans prétendre apporter une réponse originale à un débat parfois confus sur un choix artificiel entre des principes et des règles, il est utile de décrire l'approche privilégiée par l'OICV. L'OICV cherche à fixer des principes généraux par la voie du consensus à l'échelle internationale. Chaque juridiction ou groupe de juridictions - au niveau national ou régional - fixe ensuite les règles, c'est à dire le détail des modalités de mise en œuvre des principes dans un contexte local particulier. Dans ces conditions une réglementation adéquate reposerait sur un socle commun de principes de régulation internationaux, mis au point en commun et par consensus, mais dont la mise en œuvre appellerait nécessairement des variations reflétant les conditions techniques et juridiques locales. Ces variations inévitables feraient obstacle à une harmonisation complète, secondaire en soi, mais pourraient faire l'objet d'une reconnaissance mutuelle par équivalence car fondée sur un socle commun de principes internationaux reconnus par tous comme une composante essentielle de tout marché bien réglementé. A cet égard l'OICV joue un rôle fédérateur dans la formation et le contrôle de la mise en œuvre effective de ce socle commun de principes. Les réflexions menées actuellement aux Etats-Unis sur les conditions d'une reconnaissance par équivalence de normes étrangères pour l'accès au marché domestique vont dans le même sens.

### **Equilibrer les forces du marché et la protection des investisseurs**

La période actuelle, caractérisée par une multiplication des innovations financières, affecte tant les marchés les plus sophistiqués que les marchés émergents. Les opérations transfrontières de toute nature sont appelées à se développer encore plus rapidement et pourrait donner progressivement naissance à un grand marché globalisé, au même titre que le marché des changes. La contrepartie de ces développements (facilités par de nombreuses innovations technologiques dont Internet) est, d'une part, un renforcement de la concurrence entre places financières et, d'autre part, une multiplication des opportunités de fraudes (fraude financière utilisant Internet, blanchiment d'argent, utilisation de véhicules spéciaux hors-bilan, recours à des juridictions sous-réglémentées ou non-coopératives, etc.). À cet égard, l'OICV a permis la construction de nouvelles lignes de défense et le renforcement de certaines déjà existantes. La mise en œuvre d'un accord multilatéral de coopération (MMoU) fait partie des instruments innovateurs permettant un accès rapide et standardisé à des informations confidentielles et à une coopération efficace en matière d'"enforcement". Un autre aspect important du travail de l'OICV se retrouve au niveau du renforcement

considérable de la capacité des régulateurs de marchés d'établir sur une base consensuelle des normes internationales de haut niveau. Plus récemment l'OICV a entrepris un élargissement de son action en accroissant son dialogue avec tous les partenaires des marchés financiers - dont les professionnels de la finance - afin de mettre en œuvre des règles du jeu internationales efficaces et équilibrées. Cette approche renforcera la capacité des marchés en termes d'allocation efficace des capitaux et réduira les risques de fraudes et d'instabilité systémique. C'est l'objectif ultime d'une "bonne" régulation financière, conciliant l'intérêt collectif de soutien d'une croissance économique stable avec les intérêts particuliers de chaque investisseur.

---

<sup>i</sup> L'OICV est une organisation internationale non-gouvernementale qui regroupe 183 membres dont l'objectif est de coopérer afin de maintenir des marchés justes et efficaces, d'échanger des informations pour promouvoir leur développement, d'établir des normes et une surveillance effective des opérations sur valeurs mobilières et d'assurer l'intégrité des marchés par une application des normes et une répression des infractions. L'organisation comprend notamment un comité technique, présidé par Michel Prada, Président de l'AMF, chargé de développer les principales normes internationales.